

Retomando la agenda

31 de octubre de 2025

Pasadas las elecciones legislativas, el panorama cambió por completo (nuestra primera lectura en [este informe](#)). Con el oficialismo asegurando el poder de bloqueo en el congreso, se dispó el riesgo latente de un quiebre del ancla fiscal y sus posibles derivaciones monetarias. Además, el sólido resultado fortaleció la legitimidad del rumbo económico y, dada la nueva composición parlamentaria y el tono conciliador adoptado por el presidente, el oficialismo cuenta con las condiciones políticas necesarias para avanzar en las reformas estructurales: laboral, tributaria y previsional.

El contundente acompañamiento de la sociedad al rumbo económico marcado por el oficialismo, redundó en una fuerte baja del riesgo país. Como consecuencia de dicha baja, se produjo un significativo “re-pricing” de los activos argentinos: deuda y acciones.

¿Tiene aún este rally espacio para continuar? En nuestra opinión sí. Más allá de movimientos de corto plazo y con una mirada puesta en el mediano y largo plazo, no vemos ningún fundamento negativo que nos haga dudar de ello. El primer impacto, como se mencionó anteriormente, es el político. Pero creemos que ello debería, una vez producido el recambio en el congreso, dar pie al inicio de las reformas tan largamente esperadas y necesarias.

La recuperación de la actividad económica en 2024 se vio pausada en 2025, cuando el panorama político se tornaba incierto y se alejaba la posibilidad de encarar cambios estructurales. El ruido político fue tal que el mercado sobre-reaccionó factorizando un potencial revés del oficialismo y una vuelta al pasado. Todo el período electoral estuvo signado por una oposición que intentó por todos los medios avanzar con leyes que incrementen el gasto y deterioren las cuentas fiscales.

Tanto por presión sobre el FX a pesar de tasas reales altas como por incertidumbre política, la

demanda de dinero cayó al ritmo de un aumento de los depósitos en dólares: muestra clara de que el nivel de desconfianza era alto.

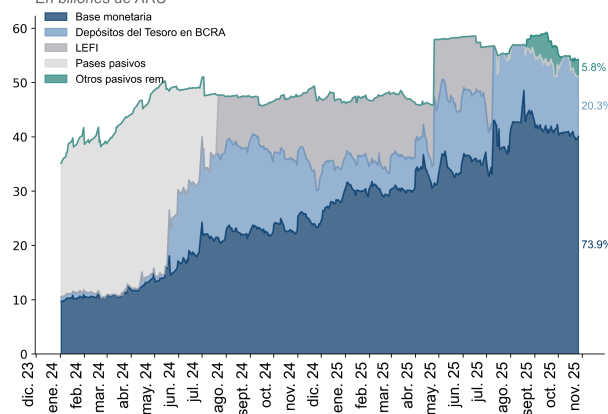
Economía

El eje de la política monetaria fue mantener la cantidad de dinero constante. A lo largo de gran parte del 2024, la oferta de dinero estuvo fija en torno a los ARS 50 BB, mientras se observaba un aumento de la demanda al ritmo de una actividad en expansión. A principios de 2025, la diferencia entre oferta y demanda era mínima, motivo por el cual se escogió ese momento para salir parcialmente del cepo.

Entrado 2025, la incertidumbre política puso un freno al crecimiento de la demanda, y el BCRA ajustó la política monetaria como consecuencia, por distintas vías. **Dicha caída, seguida de la respuesta del BCRA, fue lo que en última instancia generó volatilidad en el FX y la tasa de interés; nunca se trató de un problema de aumento de la oferta.**

Composición oferta de dinero

En billones de ARS

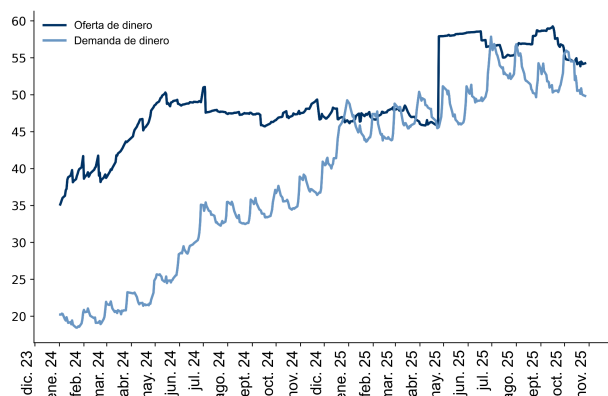


Fuente: IEB en base a BCRA

Desde agosto observamos como la caída en la demanda de dinero fue acompañada de una contracción en la oferta. Ésta pasó de ARS 58 BB en agosto a ARS 55 BB en octubre, en un contexto de altas tasas de interés y un crecimiento económico en pausa.

Mercado de Dinero

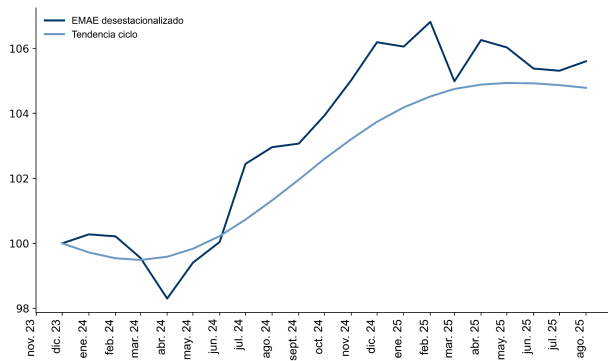
En billones de ARS



Fuente: IEB en base a BCRA

Actividad Económica

Base 100 = diciembre 2023



Fuente: IEB en base a INDEC

Tras las elecciones y la mejora sustancial en las expectativas, todo apunta a que la demanda de dinero se recuperará al ritmo de una aceleración de la actividad económica. En términos históricos, tanto la oferta y demanda de dinero se encuentran en niveles bajos, por lo que sería razonable observar un aumento de ambas en términos reales.

Ahora bien, ¿cuál es el mecanismo por el cual se remonetizará la economía? Está claro que no puede ser vía financiamiento al Tesoro, ya que éste cuenta con superávit fiscal. Asimismo, la monetización vía Punto Anker –cancelación de deuda del Tesoro que inyecta pesos– parece estar agotada. Una vía alternativa es a través de la compra de reservas por parte del BCRA. Mediante este mecanismo, el BCRA aumentaría la oferta de dinero (pasivo) al mismo tiempo que aumenta las reservas (activo).

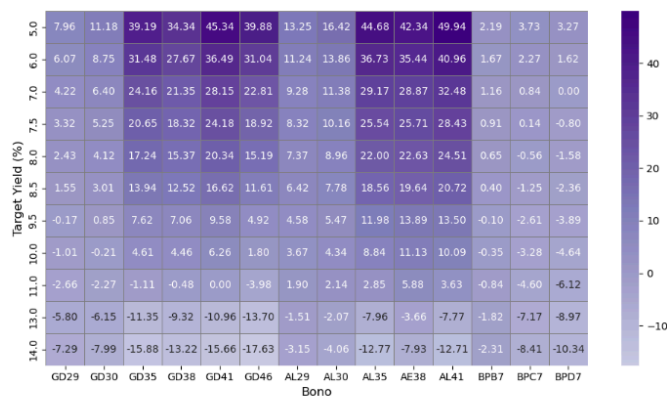
Renta Fija en Dólares

Disipado el riesgo político, las distintas curvas reaccionaron positivamente, aunque no alcanzando mínimos históricos en términos de spreads. El riesgo país comprimió 600 bps desde sus máximos en septiembre, mientras que el z-spread de YPF 33 (YM34D) lo hizo por tan solo 100 bps. En este escenario, donde los activos de riesgo tuvieron subas considerables, cabe la pregunta sobre si seguirán evolucionando en la misma dirección.

Por el lado de los soberanos, vemos aún valor en el tramo largo debido a su atractivo en términos de “carry” en USD (el GD35 ofrece 5,8% y el GD38 6,7%), y su potencial compresión. Además, tanto el GD35, GD38, como el GD41, no muestran spreads legislativos significativos.

Sensibilidad del Precio Clean a cambios en la Tasa de Interés

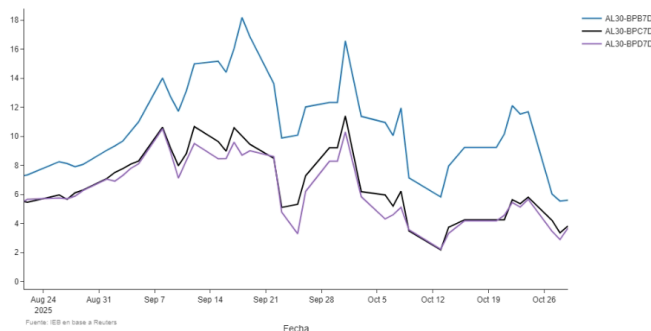
Matriz de rendimientos simulados ante variaciones de tasa



Fuente: IEB en base a datos de BYMA.

Spread AL30 vs. Curva BOPREAS

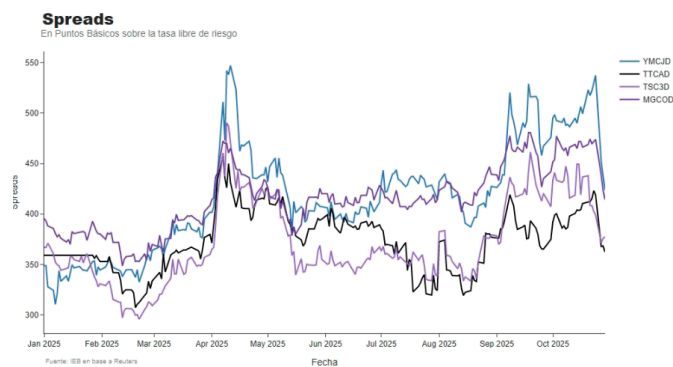
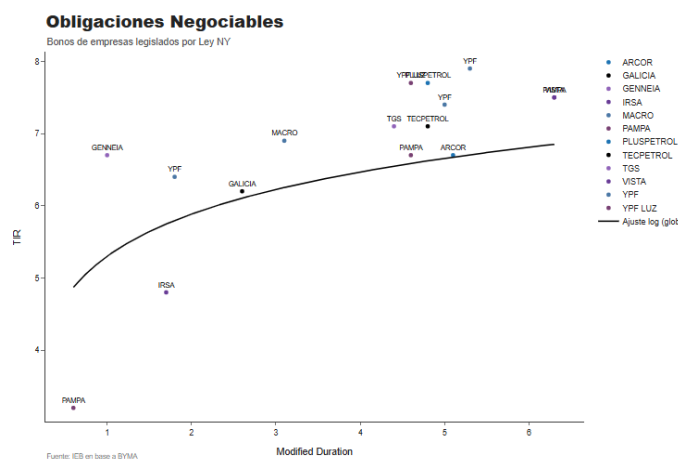
Spread
Diferencia en p.p.



Fuente: ICG en base a Reuters.

El tramo corto no cuenta con el mismo atractivo en términos de compresión, y tampoco ofrece un “carry” elevado ya que sus cupones no superan el 1% anual. Por eso mismo, creemos que la parte larga de los BOPREAs es más atractiva, y sumando que el spread entre ambas curvas se encuentra en mínimos, nos inclinamos por los segundos (en especial el clase C y D).

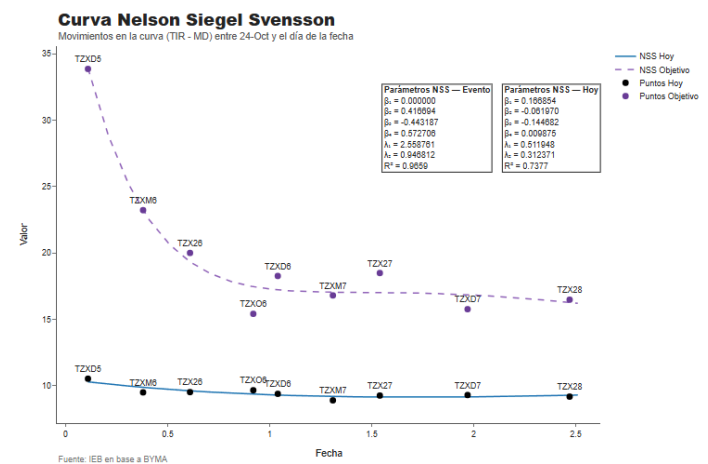
En cuanto a los bonos corporativos, los spreads aún siguen elevados comparados con los niveles de principio de año, y siguen ofreciendo rendimientos elevados en el tramo largo. Tanto YPF 34 (YM34D), como PLUSPE 32 (PLC4D), nos parecen oportunidades interesantes ya que se encuentran por encima de la curva corporativa ley NY.

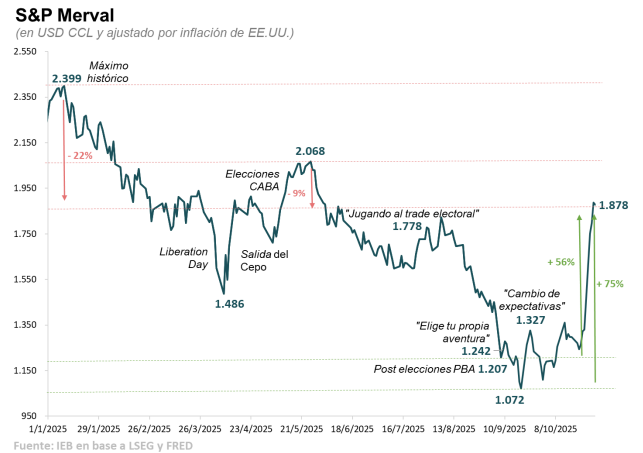
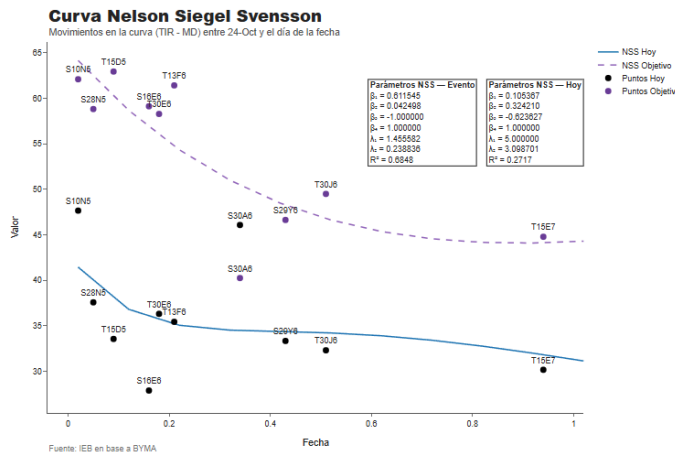


Renta Fija en Pesos

Los activos en pesos también se vieron afectados positivamente, con un desplazamiento vertical en las curvas CER y tasa fija. En cuanto a los primeros, se dio tanto una caída de la tasa de largo plazo (16% a 9,5%), como una reducción de la pendiente hasta dejar la curva “flat”. Mientras que, para la tasa fija, se vio una caída fuerte en el tramo largo, pero la pendiente sigue invertida debido a las expectativas de desinflación.

De este modo, en caso de que la inflación mensual siga en un ritmo descendente, la curva se desplazará de forma vertical, favoreciendo a la parte larga (T15E7 - T30A7). Asimismo, para el caso de los CER, si es que hay una reactivación de la economía, la tasa real de corto plazo debería caer fuertemente y mostrar una pendiente positiva, con una mayor curvatura (la parte que media entre el tramo corto y largo).





Por eso mismo, **para la curva CER preferimos aquellos bonos con vencimiento en 2027 para capturar la compresión de tasa real**. Para finalizar, los bonos duales presentan tasas TAMAR implícitas atractivas (35% para el TTM26 con respecto a la T13F6), especialmente en el corto plazo (TTM26). Aunque, no creemos que haya una convalidación en precios para que se equipare con el rendimiento de una LECAP, sino que tan solo yendo al vencimiento podría tener un mayor potencial.

Renta Variable

En enero, el **S&P Merval alcanzó su máximo histórico de USD 2.401** tras un largo “rally” que se **inició tras la victoria de LLA en las elecciones presidenciales**. No obstante, desde dicho punto, las acciones argentinas comenzaron un proceso de corrección, producto de un año de incertidumbre electoral y un panorama económico desafiante para las compañías argentinas.

Las elecciones provinciales de medio término en la PBA terminaron por impactar negativamente en el sentimiento de los inversores llevando al índice de acciones locales a su mínimo del año impactando particularmente en el sector bancario y anticipando un resultado de empate o adverso en las elecciones nacionales.

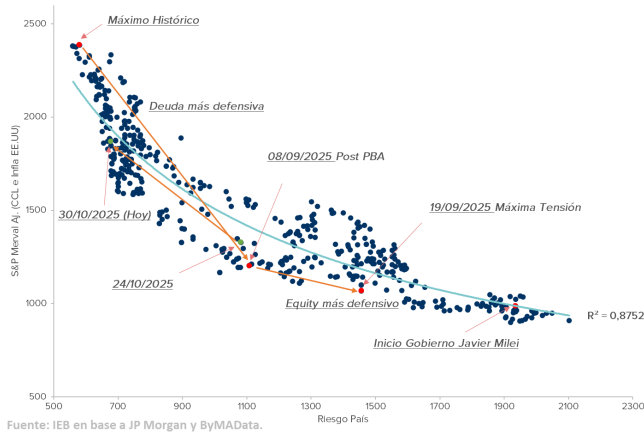
No fue entonces hasta conocerse los términos del Swap entre el Tesoro de EE.UU. y Argentina que los inversores ajustaron sus expectativas de cara al 26 de octubre, impulsando una leve recuperación en el mercado argentino pese a la volatilidad que reflejaba la incertidumbre electoral.

Conocidos los resultados del domingo, la renta variable local experimentó una fuerte suba durante la rueda del lunes que se extendió hacia los días siguientes, mostrando una recuperación del 56% para el S&P Merval.

A pesar de dicha suba, si analizamos la correlación entre el S&P Merval medido en dólares y los niveles de riesgo país asociados durante la gestión de Javier Milei, éste nos muestra a las acciones argentinas aún en niveles de subvaluación con respecto a la deuda soberana, motivo por el cual, creemos que aún queda potencial de suba para el equity.

Más aún si tenemos en cuenta el mayor poder político que ha ganado el oficialismo para llevar adelante sus reformas, de manera de generar un impacto positivo sobre la economía real.

Correlación S&P Merval vs. Riesgo País
(USD CCL e infl. EE.UU.)



No obstante, no debemos perder de vista el mayor beta que representan los activos argentinos para los inversores, por lo cual, creemos que es posible observar una corrección de corto plazo tras las dudas expresadas por la FED sobre la continuidad de los recortes de tasa en diciembre.

En cuanto a la temporada de presentación de resultados, nuestro calendario sufrió algunas modificaciones y actualizaciones quedando conformado de la siguiente manera:

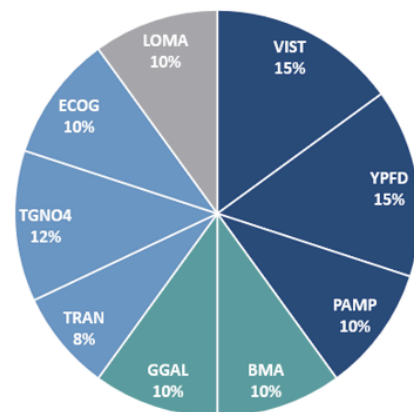
Calendario de Presentación de Resultados 3T25				
Miércoles 22/10	Martes 28/10	Miércoles 29/10	Jueves 30/10	Viernes 31/10
VISTA	Ternium	Compania Saneamiento		
Lunes 03/11	Martes 04/11	Miércoles 05/11	Jueves 06/11	Viernes 07/11
tgs	Pampa Energía	HTA	BYMA	YPF
Transener			edensor	Metrogas
Lunes 10/11	Martes 11/11	Miércoles 12/11	Jueves 13/11	Viernes 14/11
CREBUD	Mirgor	Bloceres	Globant	
telecom		Central Puerto		
Lunes 17/11	Martes 18/11	Miércoles 19/11	Jueves 20/11	Viernes 21/11
	BBVA		A3	
Lunes 24/11	Martes 25/11	Miércoles 26/11	Jueves 27/11	Viernes 28/11
	Grupo Galicia	Macro		
	SUPERVIELLE			
Lunes 01/12	Martes 02/12	Miércoles 03/12	Lunes 8/09	Jueves 11/09

Fechas tentativas que pueden sufrir modificaciones. Calendario que iremos actualizando a medida que surja más información.

Finalmente, decidimos llevar adelante algunas rotaciones en la cartera de acciones locales. En primer lugar, reducimos exposición al sector bancario anticipándonos a una presentación de resultados para el 3T25 que luce negativa para el sector, protagonizado por la mayor volatilidad de

tasas durante el trimestre, lo cual creemos impactará tanto en NIMs como en ROEs. De esta manera, quitamos a Grupo Supervielle (SUPV) y bajamos la ponderación tanto de Grupo Financiero Galicia (GGAL), como de Banco Macro (BMA). A su vez, también reducimos la exposición a Oil & Gas llevando nuestra posición de Vista Energy (VIST) al 15%, de forma de adoptar una postura aún más defensiva frente a la temporada de balances.

Como contracara, vemos oportuno tomar posición en el sector regulado a través de Transportadora de Gas del Norte (TGNO4), EcoGas (ECOG) y Transener (TRAN). Creemos que la victoria del oficialismo en las elecciones de medio término asegura para estas empresas flujos estables y tarifas regularizadas para los años siguientes. Así, nuestra cartera queda conformada de la siguiente manera:



GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

IEB RESEARCH

ANDRÉS NÓBILE

Director

anobile@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

VALENTIN VEDDA

Analista - Macro

vvedda@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

MATEO MARZANO

Analista - Renta Fija

mmarzano@grupoieb.com.ar

IGNACIO HERNANDEZ MORAN

Research Assistant

ihmoran@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.