

Con el foco en la política

05 de diciembre de 2025

El gobierno continúa enfocado en capitalizar los resultados de la elección en la fuerza política necesaria para llevar adelante su agenda. **En este sentido, fue relevante el logro de la primera minoría en la Cámara de Diputados.** Es un dato no menor puesto que de solidificarse, permitirá al gobierno encarar con mayores probabilidades de éxito las reformas necesarias y largamente esperadas.

Lo económico, no obstante, no estuvo ajeno a noticias relevantes: el gobierno no logra aún acumular reservas pero sí ha logrado un significativo desarme de la enorme cobertura cambiaria derivada de la incertidumbre preelectoral.

Es aún temprano para estimar cuándo el soberano volverá a los mercados internacionales, pero nos queda claro que ello podría ocurrir en un futuro cercano. Entre tanto, la avalancha de colocaciones de deuda corporativa y sub soberana continúa; lo que nos lleva a ser constructivos, como mencionamos, para un retorno de la Argentina a los mercados internacionales.

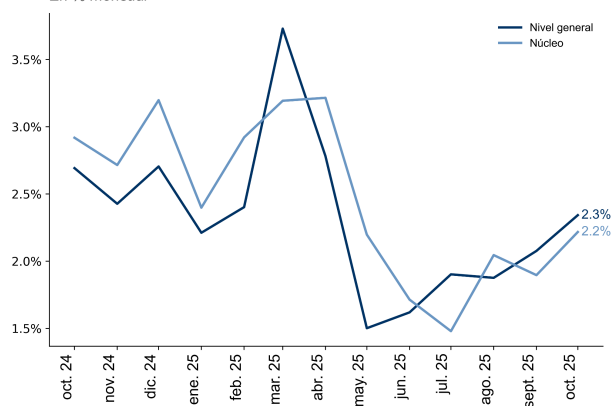
Al igual que la semana pasada, como estrategia en renta fija continúa siendo la de realizar “carry”, mientras que para la renta variable sigue sin cambios nuestra tesis “long Argentina” y cartera de acciones.

Economía

Los datos de alta frecuencia sugieren un repunte de la inflación para noviembre, estimada en niveles del 2,6% MoM. En la misma línea, el REM proyecta un 2,3%. La suba se explica principalmente por la inflación núcleo cuyos precios aumentaron 2,72% MoM, muy por encima del 2,08% revisado de octubre. En efecto, los aumentos de tarifas (electricidad, gas), combustibles y alimentos (carne y frutas) son los que ejercen presión en el IPC.

Variación mensual del IPC

En % mensual



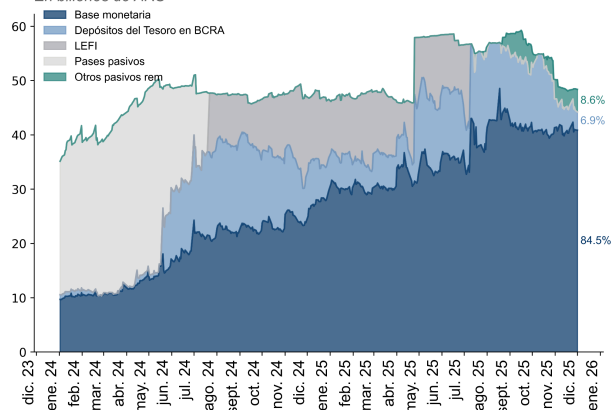
Fuente: IEB en base a INDEC

Si bien desde mayo se observa un moderado aumento de la inflación, nuestro diagnóstico no es el de un aumento sostenido o descontrolado de la misma. Proyectamos que el proceso de desinflación retome su curso, siendo esta suba algo aislado.

Siendo la inflación un fenómeno monetario, la variación del IPC no supone una manifestación del aumento en la nominalidad en la economía, sino la continuidad del proceso de reacomodamiento de precios relativos. Al observar el mercado de dinero, lejos de notar un aumento en la cantidad de dinero —como históricamente ha sucedido en Argentina—, se observa una contracción de la misma, (-12,5% desde oct-25).

Composición oferta de dinero

En billones de ARS



Fuente: IEB en base a BCRA

Desequilibrio en el Mercado de Dinero

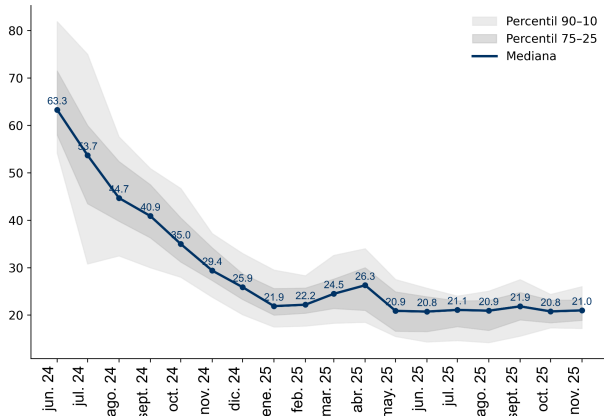
Base Monetaria Amplia sobre M2 privado transaccional, media móvil 20 periodos



Fuente: IEB en base a BCRA

Donde sí notamos rigidez es en las expectativas de inflación. Los argentinos no parecen formarlas observando únicamente la cantidad de dinero sino que evidentemente contemplan otros factores, entre ellos principalmente el tipo de cambio aunque probablemente también la cantidad de reservas o el nivel de actividad; seguramente sea una combinación ponderada de todas ellas. El 20% parece ser el piso a quebrar, el último dato del REM indica una inflación esperada a 12 meses del 21%.

Expectativas de Inflación a 12 meses (%)



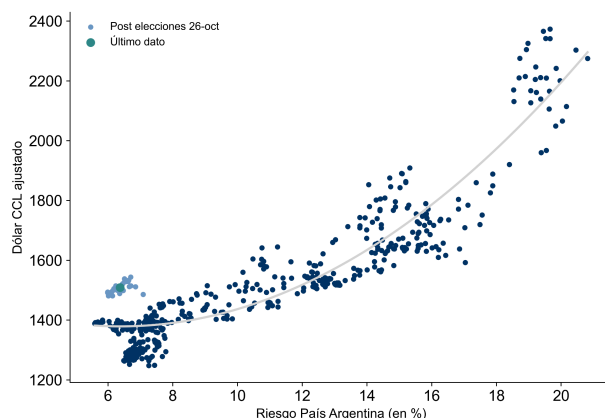
Fuente: IEB en base a BCRA (REM)

En la medida que la actividad se recupere –como proyectamos para el 2026–, la demanda de dinero también se recuperará, aliviando así presión sobre el tipo de cambio. Una vez que esto suceda, proyectamos una caída en las expectativas de inflación, lo que permitirá al BCRA iniciar el proceso

de acumulación de reservas. Estimamos que el BCRA aguarda una mejora en las expectativas de inflación de largo plazo para ello.

Con respecto al tipo de cambio y el riesgo país, notamos que nos encontramos en un punto particular al observar la serie histórica de puntos.

Riesgo País y Dólar CCL



Fuente: IEB en base a BCRA y JP Morgan

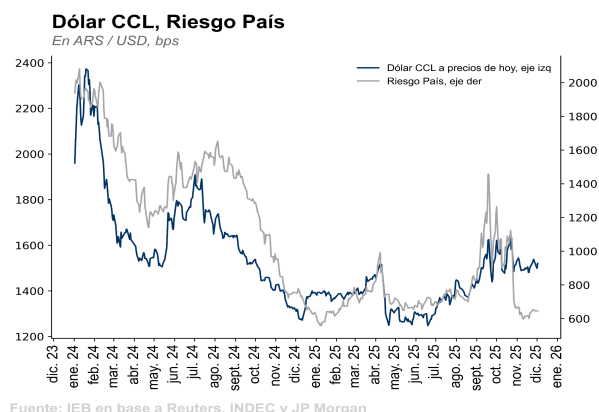
Hasta antes de la elección de oct-25, el tipo de cambio (ajustado por inflación) y el riesgo país seguían una tendencia marcada, que explicaba esencialmente cuánto era el rechazo por los activos respaldados por el estado argentino (pesos y bonos). A mayor nivel de incertidumbre, mayores los niveles de FX y riesgo país, de manera proporcional. Tras las elecciones, notamos una ruptura de esta tendencia general, y vemos que el riesgo país cayó más que proporcionalmente que el tipo de cambio. Esto se debe a que el mercado ya no duda del pago de la deuda –tras la contundente victoria política y la concreción del apoyo estadounidense– pero aún se muestra escéptico respecto al régimen cambiario, posiblemente a la espera de la acumulación de reservas por parte del BCRA.

Renta Fija en Dólares

El miércoles, el ministro de Economía, Luis Caputo, reveló detalles sobre los montos ofrecidos a través de un repo por bancos internacionales. El monto total podría alcanzar hasta USD 7.000 MM. Estos fondos permitirían afrontar los pagos a bonistas

previstos para enero (estimados en alrededor de USD 4.300MM) sin necesidad de utilizar reservas internacionales.

Sin embargo, el mercado pareciera continuar a la espera de definiciones adicionales por parte de la cartera de Economía, dado que el riesgo país, que se ubicaba en 656 puntos básicos al momento del anuncio, apenas comprimió hasta los 639 pbs. En la última semana, la deuda en dólares local mostró un desempeño prácticamente neutro (+0,1%), en contraste con la deuda emergente, que avanzó un (+0,7%). **Esta divergencia continúa reflejando la cautela y cierta impaciencia del mercado ante la falta de anuncios más concretos en esta materia, por lo que sería esperable una definición al respecto, por parte de las autoridades, en breve.**



Además, el ministro explicó que para optar por regresar al mercado en lugar de utilizar el repo de bancos internacionales aguarda una mayor compresión del riesgo país. Estimamos que en niveles de entre 500 y 400 bps el Tesoro podría avanzar con un regreso a los mercados (que podría incluir un canje voluntario de deuda).

Nos mantenemos constructivos respecto de la deuda argentina y sostenemos nuestra recomendación de compra, especialmente en el tramo largo de la curva, destacando particularmente

los bonos GD35 y GD41, ya que estimamos que el movimiento de la curva será paralelo.

Upside potencial de títulos argentinos en dólares

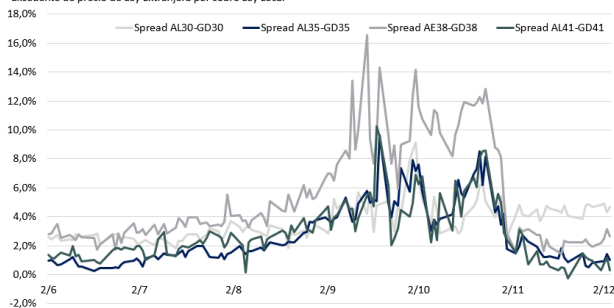
Ticker	Actual		Riesgo país 500		Retorno	Riesgo país 400		Retorno
	TIR	Precio	TIR	Precio		TIR	Precio	
AL25D	10,2%	68,67	8,87%	70,12	2,11%	7,91%	71,24	3,75%
AL30D	10,6%	65,17	9,32%	66,89	2,63%	8,37%	68,22	4,68%
AL35D	10,1%	74,28	8,86%	79,85	7,49%	7,90%	84,37	13,59%
AE38D	10,4%	77,25	9,15%	82,21	6,41%	8,20%	86,24	11,64%
AL41D	10,0%	69,42	8,74%	75,11	8,20%	7,78%	79,84	15,01%
GD29D	7,4%	71,80	6,15%	73,39	2,21%	5,18%	74,62	3,92%
GD30D	8,3%	68,29	7,03%	70,17	2,75%	6,06%	71,63	4,89%
GD35D	9,9%	75,20	8,63%	80,86	7,53%	7,67%	85,46	13,65%
GD38D	9,9%	79,15	8,64%	84,30	6,51%	7,68%	88,50	11,82%
GD41D	9,8%	70,15	8,57%	75,94	8,25%	7,61%	80,74	15,10%
GD46D	9,5%	68,09	8,24%	74,86	8,35%	7,28%	79,75	15,43%

Fuente: IEB en base a BYMA

En términos relativos, y manteniendo el foco en las curvas de los GD y AL, insistimos -como lo hicimos la semana pasada- en nuestra recomendación de rotar desde títulos Ley Nueva York hacia títulos Ley Argentina en el tramo corto de la curva. Particularmente, observamos que el spread de precios entre los bonos GD30 y el AL30 se ha ampliado y alcanza a +4,65% de diferencia. En el tramo largo la recomendación es opuesta, ya que el excedente de precios entre el GD35 y el AL35, así como entre el GD41 y el AL41, es considerablemente menor, ubicándose en apenas 0,99% y 0,30%, respectivamente.

Spreads Soberanos

Excedente de precio de Ley Extranjera por sobre Ley Local

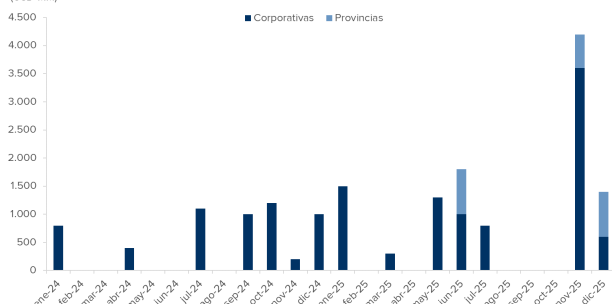


En materia de deuda privada y cuasi soberana, se extendió en la semana el fuerte dinamismo en las colocaciones. Acumulando el mes de noviembre y la primera semana de diciembre, las emisiones en los en divisa extranjera por parte de corporaciones y provincias superaron los USD 5.000 MM. Las empresas argentinas siguen aprovechando el actual

costo de financiamiento relativamente bajo y la ventana abierta desde las elecciones nacionales.

En esta última semana, se destacaron las emisiones provinciales de Santa Fe (SF34) ley NY por USD 800 MM, con duración hasta 2034 y a una tasa nominal del 8,1%, y en el segmento corporativo, la reapertura de la ON VISTA XXIX Ley NY con vencimiento en 2033 por un total de USD 400 MM, también se encuentran las energéticas Oldelval que tomó USD 115 MM a una tasa del 7,5% y Capex por un total de USD 73 MM a una tasa del 8,25%.

Emisiones de empresas y provincias en el exterior
(USD MM)



Fuente: IEB en base a CNV y MAE

Renta Fija en Pesos

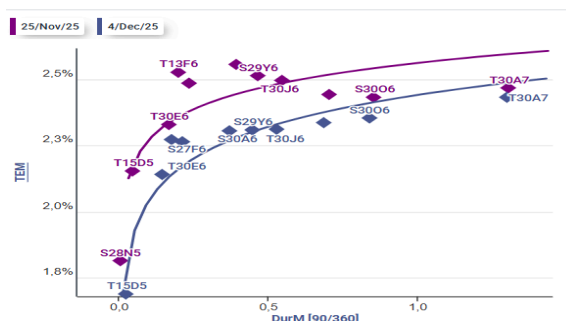
La **Comisión Nacional de Valores (CNV)** dispuso mediante la **RG Nro 1092** nuevas restricciones para la operatoria de los **Fondos Comunes de Inversión Money Market** en el mercado de cauciones. A través de una resolución, el organismo fijó un porcentaje máximo (20%) permitido para la inversión de estos fondos en ese tipo de activos.

La modificación entró en vigencia el lunes 1 de diciembre y empezó a generar una caída en los rendimientos del segmento. Al no poder colocar toda la liquidez en cauciones ni en instrumentos de devengamiento (como plazos fijos), los fondos quedaron con “bolsones” de liquidez que destinaron a cuentas remuneradas cuyo rendimiento descendió a niveles de 10%, lo que implicó un deterioro aproximado de 1,2 puntos anuales aproximadamente en la performance de este tipo de carteras. Para mitigar este efecto, varios administradores

recurrieron a operaciones de “simultáneas”, logrando tasas similares a las de caución. Esta semana se observó un fuerte viraje de fondos de MM a este segmento en búsqueda de rendimiento.

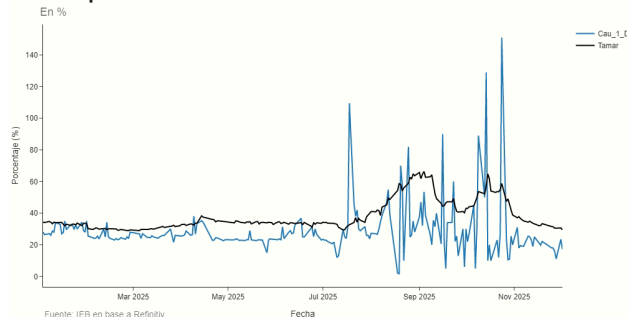
La medida tuvo un impacto inmediato sobre la curva en pesos, donde el tramo corto registró una marcada compresión. En particular, ese efecto se observó en las Lecaps de menor vencimiento. Tal es el caso de la LECAP S16E6, cuya TNA se redujo desde 24,3% hasta niveles cercanos al 21%.

Evolución de curva de lecaps en la última semana



De la misma forma, la medida repercutió en otras tasas de la economía, generando un aumento repentino en la caución a un día. No obstante, la tasa TAMAR no evidenció la misma dinámica y continuó mostrando una tendencia descendente en el período posterior a las elecciones al igual que la de plazo fijo.

Principales Tasas de la Economía



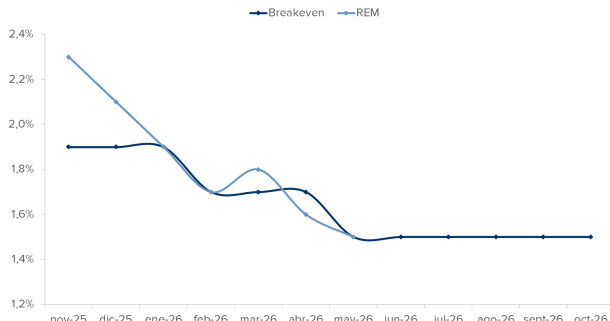
Fuente: IEB en base a Refinitiv

En relación con la curva CER, en la última semana se destaca la compresión de los breakevens de inflación por debajo de niveles de 2% mensual. Es por ello que en el tramo corto -y a partir de los datos de alta frecuencia- nos encontramos recomendando

optar por este asset class versus la tasa fija y en el tramo largo la recomendación es inversa.

Inflación Breakeven

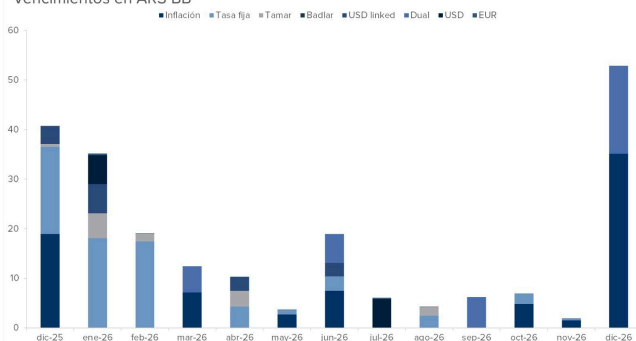
Inflación esperada, según REM vs Lecaps y CER



Fuente: IEB en base a Reuters

A pesar del descenso brusco de tasas y del nivel de inflación breakeven, dentro de diez días el Tesoro enfrentará el mayor vencimiento del año, por un total de ARS 40 BB. La mayor parte se concentra en instrumentos CER por ARS 18 BB y en títulos de renta fija por ARS 17 BB. Para maximizar el nivel de roll over, no sería descartable que el Gobierno vuelva a recurrir a una reducción de encajes, tal como ocurrió en las dos licitaciones anteriores.

Vencimientos en ARS BB



Por último, en el segmento dollar-linked, observamos -en línea con nuestra recomendación de la semana pasada de carry trade- que estos instrumentos fueron los de menor rendimiento, con subas de apenas 1,5%, comportamiento similar al de los bonos TAMAR, que avanzaron 1,1% (marcados por un fuerte descenso de tasas). Este desempeño refuerza nuestra tesis de que, en los niveles actuales de tipo de cambio, en un mes de alta demanda estacional de pesos y aprovechando la brecha vigente, los

instrumentos en moneda local se posicionan como las alternativas más atractivas para estrategias de carry trade de cara al cierre del año.

Indices de renta fija	Retorno total en USD	
	WTD	MTD
ARS Boncer	2,2%	1,2%
Bonos Tamar	1,1%	-0,6%
ARS Botes	4,3%	2,7%
USD-L Bonares	1,5%	0,6%
ARS Duales TF - Tamar	3,1%	1,1%
ARS Lecap	3,2%	1,6%

Fuente: IEB en base a Reuters

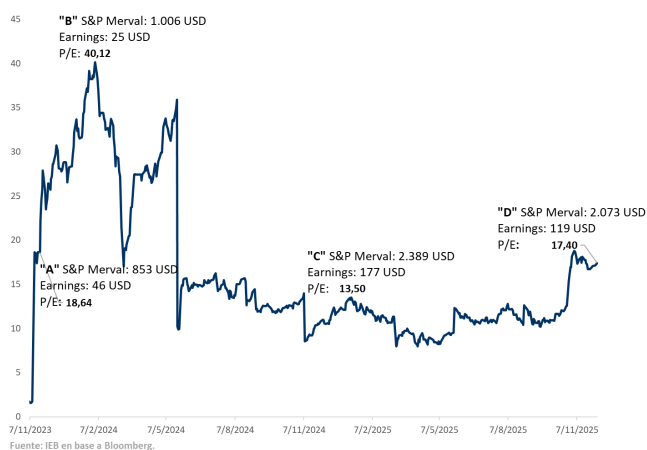
Mantenemos nuestra recomendación de carry hasta fin de mes de cara al ingreso al mes de Diciembre posicionándonos en la parte media de la curva.

Renta Variable

Habiendo terminado la temporada de balances intentaremos realizar una lectura de lo que están observando los inversores. Más específicamente, nos hacemos las siguientes preguntas: ¿Qué nos dice el actual nivel del S&P Merval en lo que a valuación se refiere? y ¿Qué expectativas se puede deducir que tiene el mercado para 2026?

A tal efecto resulta interesante analizar la evolución de algunos múltiplos históricos del S&P Merval. Con todos los sesgos y distorsiones que conlleva la utilización de múltiplos, una serie lo suficientemente larga nos brinda información para plantear algunas hipótesis.

P/E S&P Merval Histórico



Fuente: IEB en base a Bloomberg.

Comenzamos con una lectura del P/E (TTM) histórico del S&P Merval, desagregando el mismo en los componentes Precio y Ganancias. En períodos de mucha volatilidad cambiaria y dinámica inflacionaria creciente, el gráfico muestra saltos verticales muy pronunciados. Ello ocurre por el fuerte impacto en resultados de dicho entorno macro y el hecho de que la temporada de balances es muy breve. Es decir, en el lapso de pocas semanas las ganancias se ven fuertemente afectadas en forma agregada y el múltiplo se dispara o se desploma según sea el matiz predominante (resultados positivos o negativos). A medida que el entorno macro se va normalizando vemos como el múltiplo se comporta de una manera más razonable.

Dicho esto, comenzamos el recorrido justo antes del triunfo en segunda vuelta del oficialismo (punto “A” en el gráfico). Allí observamos una lectura de P/E de 18,6x con un S&P Merval cotizando a USD 853 puntos y ganancias (EPS) de USD 46. **El “rally” que se dio luego del triunfo de LLA llevó al S&P Merval a niveles de USD 1.006 puntos –con correcciones de por medio– a principios de febrero de 2024.** Es en dicho momento en el que el P/E hizo máximos: 40,12x (punto “B” en el gráfico).

Es claro que el mercado compró rápidamente expectativas ya que el S&P Merval tuvo un incremento de 18% (con correcciones de por medio, como mencionamos) y las ganancias (EPS) se contrajeron a USD 25, producto del impacto de la devaluación del FX oficial. La presentación de resultados del año fiscal 2023 que ocurrió a fines de marzo de 2024 capturó de lleno el impacto de la devaluación, aceleración de la inflación, caídas en los niveles de actividad y cuadros tarifarios que aún no habían comenzado a sincerarse.

La fuerte caída en la tasa de inflación, la estabilización del FX, la normalización de los cuadros tarifarios de servicios regulados y todos los

logros que obtuvo el oficialismo en materia de orden fiscal y monetario se tradujeron en un S&P Merval que alcanzó un máximo de USD 2.389 puntos a principios de 2025 (punto “C” en el gráfico). En dicho punto el P/E del S&P Merval era de 13,5x. Es decir, a pesar de un tremendo “rally” de 137% desde el punto anterior, el fuerte incremento en las ganancias (crecieron más de 600%) explicaron que el múltiplo comprima. **Las expectativas que habían comprado los inversores en el punto inicial se tradujeron en resultados concretos.**

Hoy, el S&P Merval cotiza a 17,4x en valores de USD 2.073 puntos. Hay implícita una caída en ganancias de 33% frente al punto anterior. **Es claro que el sector bancario y materiales, en conjunto con algunas compañías adicionales, tuvieron con el correr de los trimestres un entorno más hostil y eso impactó negativamente en las ganancias.** El impresionante retorno que tuvo la renta variable argentina luego del 26O impactó directamente en el “P” del P/E ya que la temporada de resultados del 3T no jugó a favor. **La lectura es clara: los inversores vuelven a comprar expectativas de mejores resultados a futuro.**

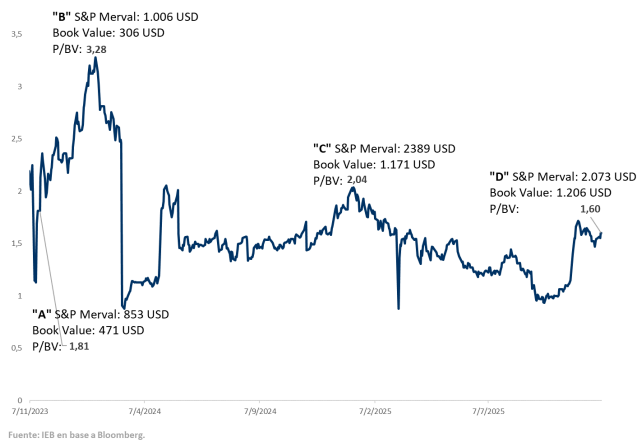
Lo que queda claro del análisis es que el P/E del mercado de renta variable argentino nos ayuda a leer las expectativas de los inversores y como ellas se materializan (o no) en los hechos (vía la evolución del EPS). **Más allá de eso, utilizarlo como medida de valuación del mercado resulta aventurado sin hacer un doble click y analizar qué dinámica exhiben no solo el valor del índice sino también la evolución de las ganancias (EPS).**

Pasemos a realizar el mismo análisis, pero con el P/BV del S&P Merval. Obviamente el valor libros de una compañía no tiene la volatilidad que presentan sus ganancias. No obstante, existe una relación entre ambos: los resultados de un ejercicio pasan al Patrimonio Neto vía Resultados No Asignados y terminan distribuyéndose en diferentes reservas en

caso de ser positivos o absorbidos en caso de resultar en una pérdida.

La lectura en el caso del P/BV es congruente. Punto “A” del gráfico: inversores que compran expectativas. P/BV 1,8x con un S&P Merval de USD 853 puntos y un BV de USD 471. Pasamos luego al punto “B” donde el S&P Merval se incrementa y el BV declina, lo que lleva al múltiplo a 3,3x. **Nuevamente, inversores que “compran” expectativas.** La película continúa y llega a la fecha actual en concordancia con lo que ocurrió con el P/E.

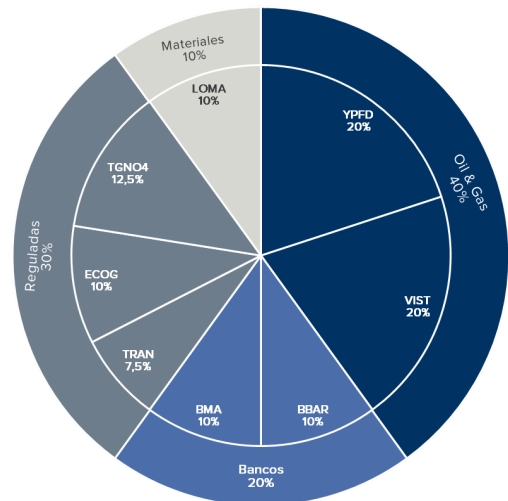
P/BV S&P Merval Histórico



Al tocar máximos de USD 2.389 puntos el S&P Merval, el P/BV declinó a 2x y en el piso de la corrección que tuvo el índice durante 2025 y que tuvo su fin con el triunfo del oficialismo el 26 de octubre llegó a un piso de casi 1x.

Luego del triunfo, el S&P Merval cotiza 1,6x P/BV: aquí obviamente si bien la lectura es clara, la evolución en USD del valor libros entre el punto “C” y “D” es diferente a la del caso del P/E. El PN agregado de las compañías continuó creciendo, aunque levemente. **La conclusión, no obstante, es la misma: los inversores han vuelto a comprar expectativas de un renovado ciclo de crecimiento de ventas y ganancias.**

Nuestra visión y tesis de inversión sigue vigente: “long Argentina” y por ello mantenemos sin cambios nuestra cartera de acciones:



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

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.