

La actividad se sostuvo

27 de noviembre de 2025

Esta semana se conocieron datos del nivel de actividad, a pesar de tasas reales muy altas y volátiles, el EMAE dió una lectura de +0,5% (desestacionalizado) para el mes de septiembre. Obviamente el comportamiento de la actividad muestra una heterogeneidad importante entre los diferentes sectores.

Pasada la turbulencia que supuso el período electoral y solidificada la posición del oficialismo, la actividad debería retomar una senda marcadamente alcista. No obstante, consideramos que la mencionada heterogeneidad entre los sectores se mantendrá. El año que viene, de la mano de una consolidación en la baja de la tasa de interés y un renovado acceso al crédito vemos como ganadores a la construcción y el sector financiero (que vienen de una temporada de balances muy floja) y consideramos que continuarán con sólidas perspectivas oil & gas, minería y agro.

En el frente externo el panorama fue más alentador, el mercado volvió a considerar como el escenario más probable el de una baja de tasas en diciembre. Ello impactó positivamente en los mercados internacionales operando como viento de cola para los activos argentinos que cierran una semana positiva.

Economía

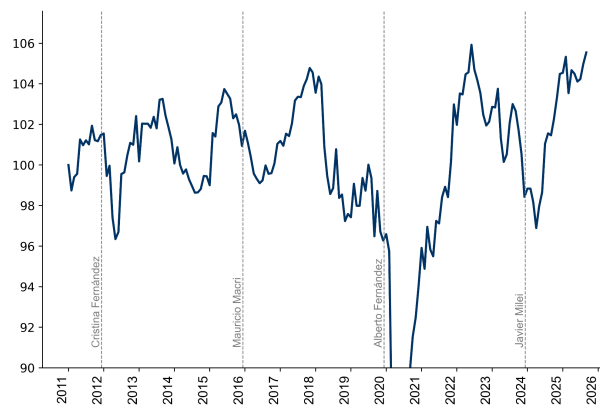
El EMAE desestacionalizado del mes de septiembre indica que la actividad económica creció un 0,5% respecto al mes anterior. Se trata de un aumento del 5,0% en términos interanuales, 1,0% YTD y 6,8% desde enero del 2024. Como mencionamos en la introducción, esta desaceleración del crecimiento se dio en un contexto de altas tasas reales, incertidumbre política, volatilidad cambiaria y una política monetaria contractiva; sin dudas un panorama adverso.

Al analizar la serie del EMAE con perspectiva, se observa que el tamaño de la economía se encuentra

en niveles del histórico “techo” que no puede superar desde 2011. En efecto, el último dato sugiere que la economía se encuentra 0,35% por debajo del máximo histórico (jun-22), y en los mismos niveles que el máximo desde 2024 (sep-24).

EMAE desestacionalizado

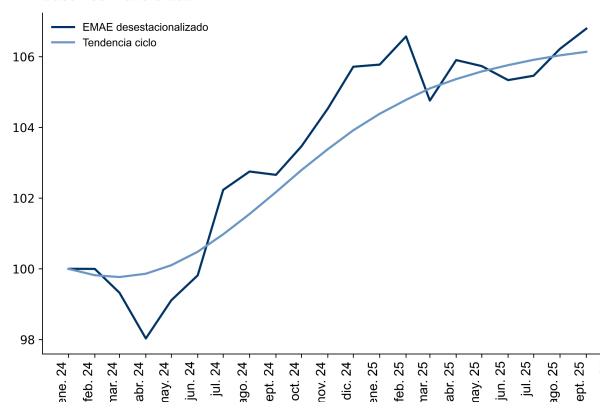
Base 100 = enero 2011



Fuente: IEB en base a INDEC

Actividad Económica

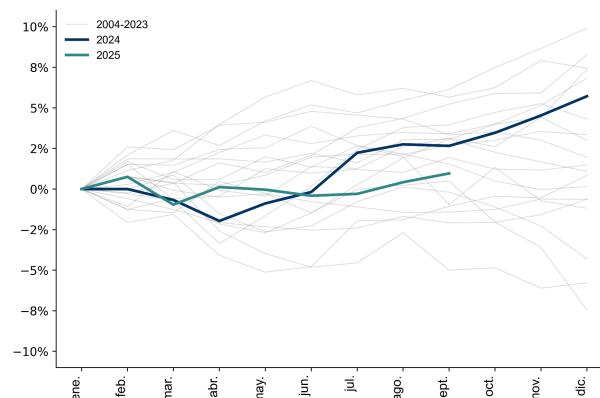
Base 100 = enero 2024



Fuente: IEB en base a INDEC

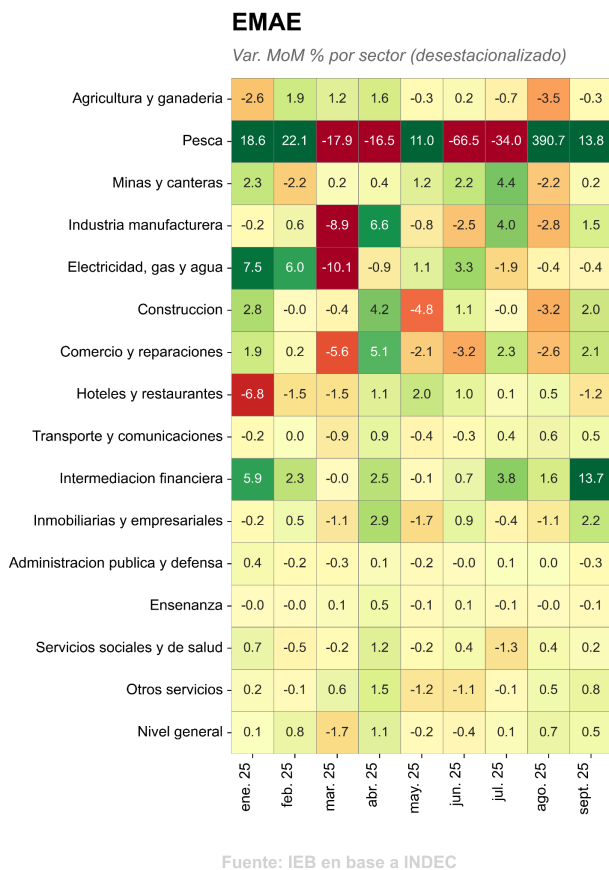
Actividad Económica por año

Variación acumulada (%) del EMAE desestacionalizado, sin año 2020



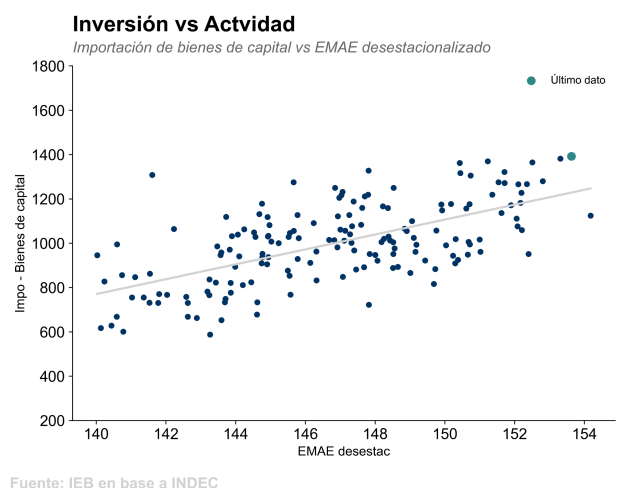
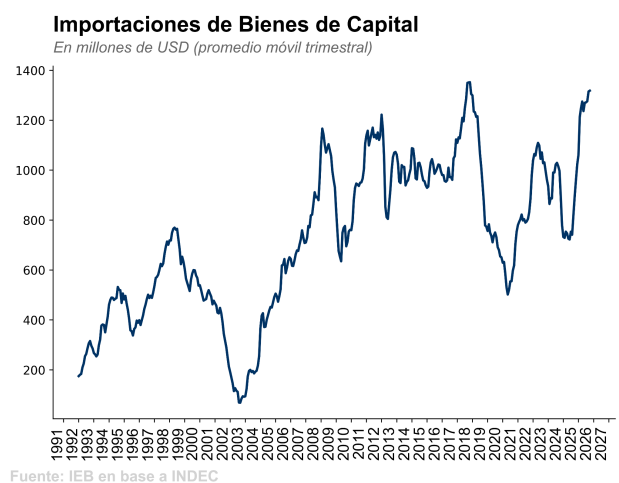
Fuente: IEB en base a INDEC

El desempeño sectorial YTD es muy heterogéneo. Mientras que sectores como minas y canteras (+4%) o intermediación financiera (+26,4%) superan ampliamente el +1,0% del nivel general, otros sectores como la industria manufacturera (-3,1%), comercios (-4,2%) o construcción (-1,5%) se muestran claramente rezagados. **Esto es un síntoma del cambio estructural que atraviesa la economía argentina, el cual implica no sólo un período de transición sino además permite que los recursos sean destinados a los sectores más eficientes.**



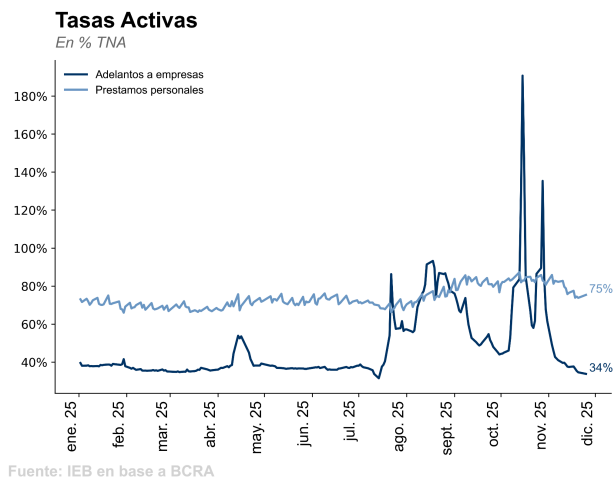
Al observar la utilización de la capacidad instalada, notamos que aún hay capacidad ociosa. El dato de septiembre indica que se emplea el 61,1% de la capacidad instalada. Al hacer un análisis entre sectores notamos la heterogeneidad mencionada: mientras que, por ejemplo, la refinación de petróleo utiliza el 88,9% de la maquinaria, el sector textil apenas llega al 37,1%.

Otro dato alentador que nos sugiere que la actividad retomará su sendero alcista es el alto e ininterrumpido flujo de importación de bienes de capital. Si bien el indicador sugiere crecimiento en el corto plazo, no asegura por sí solo crecimiento sostenido en el largo plazo. La mayor actividad impulsa la inversión, pero si la acumulación de capital no se sostiene, el PIB seguirá mostrando, como desde 2011, un comportamiento cíclico y sin crecimiento duradero.



Como mencionamos en [nuestro reporte previo a las elecciones](#), una victoria del oficialismo iba a traer consigo una baja en las tasas de interés. Una tasa de interés baja y estable, acompañada de reformas estructurales y un panorama político menos incierto

que favorezca las expectativas constituyen un escenario favorable para la actividad económica.

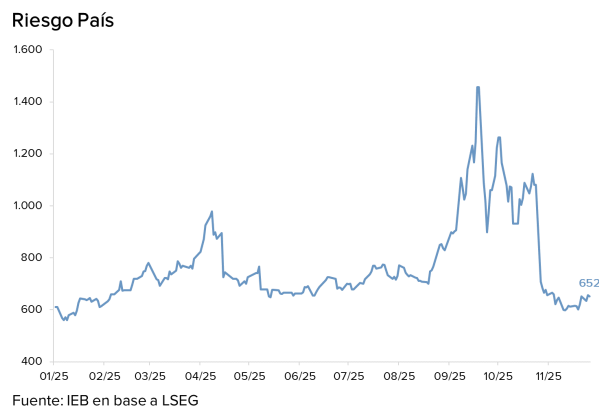


Por último, nuestras proyecciones de crecimiento son congruentes con un moderado déficit de cuenta corriente, sin que ello implique una alerta sobre la salud de la macroeconomía. La razón radica, esencialmente, en el superávit fiscal. Las transacciones entre residentes y no residentes se dan entre privados, es decir, no implican un aumento del endeudamiento del sector público por financiar un déficit fiscal o sostener artificialmente un tipo de cambio fijo (atraso cambiario). Por el contrario, el déficit de la cuenta corriente se cubre con un superávit de la cuenta financiera impulsado principalmente por la inversión extranjera directa. **Los últimos datos disponibles (segundo semestre) indican un saldo de cuenta financiera de USD 2.835 MM y USD 2.866 MM de inversión extranjera directa.**

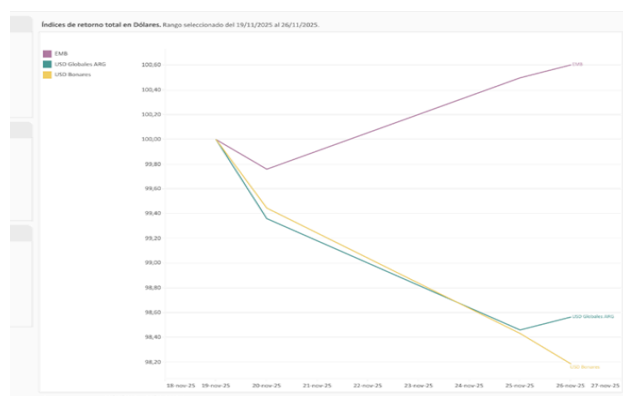
Renta Fija en Dólares

Luego de alcanzar los 598 puntos básicos en la segunda semana de noviembre, uno de los niveles más bajos del mandato de Javier Milei, el riesgo país rebotó a 652 pts ante la dilatación de los anuncios respecto a la forma en que se implementarán los pagos de deuda a afrontar en enero 2026 o incluso sobre planes de recompra de los mismos (a lo que se agregó la desmentida del ministro Caputo respecto a que se hubiese considerado un potencial

rescate con bancos internacionales de magnitud de USD 20 BB).

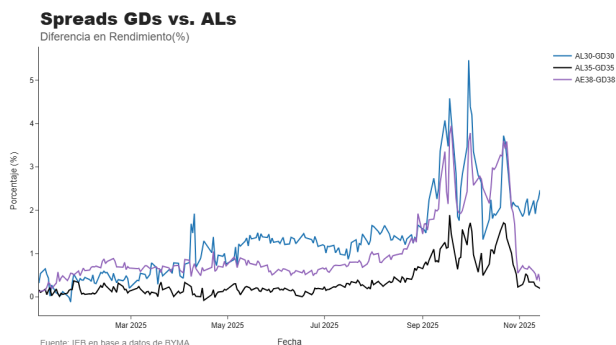


En la última semana la Deuda en dólares local (-1,8% los bonares y -1,4% los globales) se movió a contramano de la deuda emergente (+0,6%) mostrando la impaciencia del mercado por los anuncios en esa materia.



A pesar de ello, nos mantenemos muy constructivos respecto de la deuda argentina y mantenemos nuestra recomendación de compra.

En términos relativos, poniendo el foco en las curvas de GDs y ALs, consideramos que el elevado spread (por arriba de los 200 pbs) entre GD30-AL30 justifica una rotación desde Ley NY a ARG de cara al mes de Diciembre donde se acercan potencialmente los anuncios.



En materia de deuda privada y cuasi soberana continúa observándose un aluvión de colocaciones. En el último mes las colocaciones en el exterior de deuda corporativa y de la Ciudad de Buenos Aires superaron los USD 4.200 MM. Las empresas argentinas siguen aprovechando el costo de financiamiento barato. En las próximas semanas se proyectan nuevas emisiones por alrededor de USD 1.800 MM por parte de las provincias.

Este aluvión de oferta sumado al aumento de riesgo país frenaron la compresión de los spreads corporativos. Actualmente se mantienen en niveles cercanos a los 450 puntos básicos, aunque estimamos que existe margen para una convergencia hacia la zona de 350 puntos básicos en la parte larga de la curva corporativa.



A partir de los rendimientos observados en el tramo corto de la curva corporativa de entre 7% y 8%, persiste un marcado apetito por este tipo de instrumentos. Sin embargo, consideramos que la mayor comprensión de la curva se dará en la parte larga una vez que se frene el aluvión de ofertas. El alto nivel de cupones observados resultan un

atractivo extra a los rendimientos. Particularmente recomendamos las ONs de YPF con vencimientos en 2034 (YM34D) y 2039 (YM39D), pertenecientes a unos de los segmentos más pujantes de los próximos años (segmento Oil & Gas). Ambas mantienen una “current yield” de 7,6% y 8%, respectivamente.

Renta Fija en Pesos

Tras la reducción de 200 pbs en la tasa de la rueda “simultáneas” por parte del BCRA (que descendió a 20%) y la flexibilización de la normativa de encajes, el Tesoro logró cumplir su objetivo de asegurar un elevado roll over de los vencimientos y reforzar las condiciones de liquidez hacia fin de mes.

En la licitación del 26 de noviembre, el roll over alcanzó el 96,5% de los vencimientos. Finalmente el gobierno colocó ARS 13,99 BB sobre un total de ofertas recibidas de ARS 14,68 BB. El 67% del monto adjudicado se concentró en instrumentos con duración menor a seis meses repartido de la siguiente forma en su totalidad:

LECAP/BONCAP:

13/2/26 (T13F6): \$5,04 billones a 2,69% TEM, 37,55% TIREA
30/4/26 (S30A6): \$1,81 billones a 2,54% TEM, 35,16% TIREA
30/10/26 (S30O6): \$0,85 billones a 2,49% TEM, 34,27% TIREA
30/4/27 (T30A7): \$1,06 billones a 2,51% TEM, 34,70% TIREA

CER:

29/05/26 (X29Y6): \$1,15 billones a 7,34% TIREA
30/10/26 (TZXO6): \$0,57 billones a 7,79% TIREA
30/04/27 (TZXA7): \$0,33 billones a 7,77% TIREA

TAMAR:

30/04/26 (M30A6): \$2,73 billones con un margen de 4%

Dolar linked:

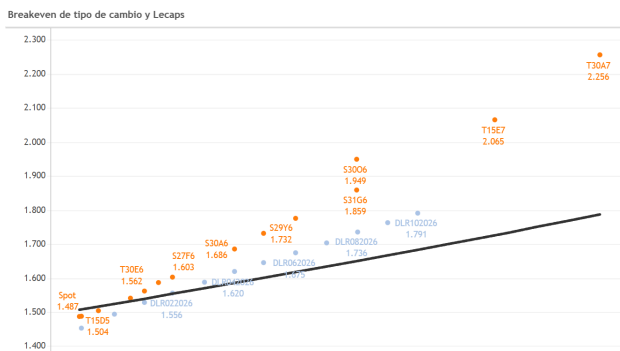
30/4/26 (D30A6): \$0,45 billones a 3,52%
30/11/26 (TZVN6): desierta

El tesoro debió convalidar un pequeño premio en el tramo más corto —con el T13F6 cerrando en 37,55%— pero el éxito de la colocación constituye una señal positiva en el corto plazo sobre todo si se considera el alto nivel de vencimientos acumulado y el hecho de que el tesoro mantenía un nivel bajo de depósitos en el BCRA que pudiera utilizar para hacer frente a los vencimientos.

Diciembre suele ser un mes caracterizado por una elevada estacionalidad en la demanda de dinero, por lo que consideramos que existe margen para estrategias de carry trade en el corto plazo sobre todo a partir de la suba del tipo de cambio registrada durante la última semana. A ello se agrega que la brecha entre el CCL y el oficial se ubicó en torno al 3,7%

En este contexto, si la estabilidad cambiaria se mantiene hasta el 13 de febrero, el T13F6 ofrece un rendimiento directo estimado en alrededor del 5% en dólares.

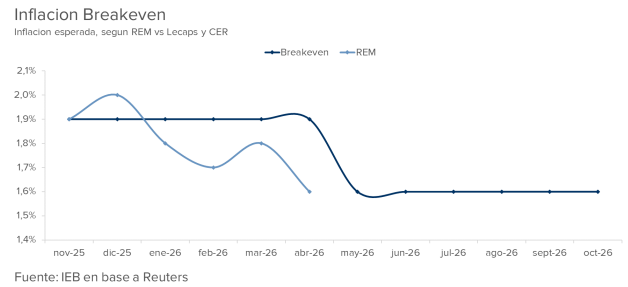
Visto de otra manera podemos observar que en caso de mantenerse la bandas según el esquema actual las estrategias de carry permitirían alcanzar los siguientes niveles de breakeven de tipo de cambio respecto del techo de la banda:



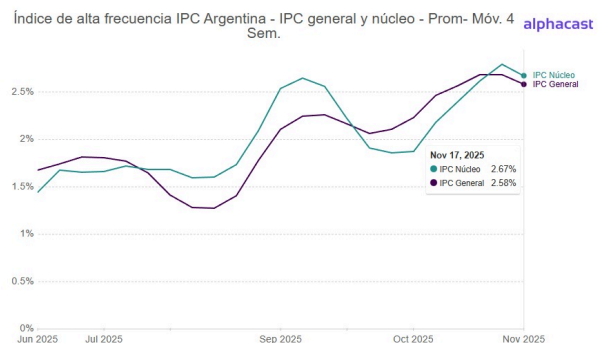
Fuente: IEB en base a 1816

En relación a la curva CER el mercado continúa asignando expectativas de inflación relativamente

elevadas. En comparación con las proyecciones del REM, la inflación breakeven se viene ubicando por encima de dicho relevamiento, en torno al 1,9% mensual para los próximos seis meses.



Estimamos que de verificarse alguna tendencia a la baja de la inflación en los próximos meses la compresión de la parte media y larga de tasa fija podría continuar Sin embargo, en el corto plazo, a partir de la lectura de los datos de alta frecuencia creemos que ambos tipos de activos se moverán en tándem o incluso podrían generar alguna dispersión adicional si se confirmara que la inflación de diciembre fuera mayor a la esperada.



Fuente: IEB en base a Alphacast

Respecto del segmento dolar-linked el bajo interés en la lelink (tan sólo ARS 0,45 BB) refuerza nuestra tesis de que a estos niveles de tipo de cambio y comenzando el mes de alta demanda de pesos (e incluso aprovechando los niveles actuales de brecha), las alternativas de pesos representan una buena oportunidad de carry hasta fin de año. Ello se contrapone contra las fuertes subas del mes de noviembre (concentradas mayormente en la última

semana) que tuvieron a este segmento como el de mejores rendimientos:

	DoD	WoW	MTD
ARS Lecap	-0,67%	-3,5%	-1,1%
ARS Duales TF-Ta..	-0,88%	-4,3%	1,4%
USD-L Bonares	0,15%	0,5%	2,1%
ARS Botes	-0,41%	-2,6%	-0,3%
Bonos Tamar	-0,09%	-3,3%	0,7%
ARS Boncer	-0,80%	-3,5%	1,4%

Fuente: IEB en base a 1816

Renta Variable

Con el reporte del sector bancario, hemos llegado al fin de la temporada de presentación de resultados del 3T25. En línea con lo que esperábamos, los resultados fueron flojos. Todos los bancos fueron impactados por la misma dinámica:

- Una fuerte expansión del crédito en el 4T24 y 1T25 que luego detuvo su marcha en el 2T25 y 3T25. Es decir, los bancos agrandaron fuertemente su hoja de balance.
- Un 3T marcado por altas tasas reales e incremento en los requisitos de integración de los efectivos mínimos (encajes), que llevó a una fuerte reducción en el NIM (Margen de Interés Neto).
- Un incremento significativo en los cargos por incobrabilidad (NPLs) que impactó también de lleno en el cuadro de resultados.
- Un posición de títulos públicos que tuvo un magro rendimiento.

La sumatoria de todos estos componentes tuvo como resultado un sector que reportó ROEs muy pobres y que si uno se quedara con la foto, no serían justificación suficiente para convalidar los actuales múltiplos a los que cotizan los bancos argentinos: promedio de 1,6x P/BV.

	ACTUAL	3T25	2T25	3T24
GGAL				
NIM		14,5%	20,2%	28,6%
ROE 3M - ANUALIZADO		1,0%	9,5%	15,2%
ROE 9M - ANUALIZADO		6,9%	N/A	29,9%
NPLs		6,8%	5,5%	2,7%
P/BV	1,78	0,96	1,38	1,68
BMA				
NIM		18,7%	23,5%	31,5%
ROE 3M - ANUALIZADO		-2,6%	12,0%	9,8%
ROE 9M - ANUALIZADO		4,5%	N/A	7,1%
NPLs		3,2%	2,1%	1,2%
P/BV	1,77	0,86	1,08	1,01
SUPV				
NIM		10,8%	20,8%	24,7%
ROE 3M - ANUALIZADO		-3,6%	5,8%	4,8%
ROE 9M - ANUALIZADO		-3,6%	N/A	16,3%
NPLs		3,9%	2,7%	0,8%
P/BV	1,54	0,69	1,2	1,05
BBAR				
NIM		13,6%	15,5%	15,4%
ROE 3M - ANUALIZADO		4,7%	7,6%	16,9%
ROE 9M - ANUALIZADO		8,0%	N/A	13,9%
NPLs		3,3%	2,3%	1,2%
P/BV	1,67	0,87	1,37	1,09

Fuente: IEB en base a Estados Contables

Si bien la dinámica fue transversal a todo el sector, se notaron diferencias entre cada uno de los bancos; como se observa en el cuadro anterior. **Grupo Financiero Galicia (GGAL)** se caracterizó por un alto impacto en los cargos por incobrabilidad (NPLs) derivados, principalmente, de su segmento de tarjetas de crédito; Tarjeta Naranja. En cuanto al ROE de los nueve meses anualizado, el mismo fue de un magro 7%.

Grupo Supervielle (SUPV), por su parte tuvo un mejor manejo de los NPLs, pero el impacto en el NIM y en ROE fueron muy negativos. Por otra parte, **BBVA Argentina (BBAR)**, fue -en línea con lo que esperábamos- el que mejores resultados reportó. Una mora muy manejable y un ROE que, si bien es bajo, es superior al del resto. Finalmente, **Banco Macro (BMA)** tuvo un comportamiento mixto. Su cartera de préstamos se mantuvo sólida y con buena calidad, con NPLs que enmarcados en la dinámica de suba del sector, no tuvieron el comportamiento que se observó en el caso de GGAL. Sin embargo, el ROE resultó muy afectado por los mismos factores que impactaron en todos los bancos, a lo que se sumó un fuerte incremento frente al 2T25 de los gastos de administración.

La pregunta que nos queda, luego de terminada la temporada de balances es: ¿Qué podemos esperar hacia adelante para los bancos? Queda claro que el 4T25 mostrará, aún, resultados mixtos. Si bien el crédito ha mostrado signos de un renovado crecimiento y, en nuestra opinión, notaremos un fuerte rebote del mismo en el 4T25 y primer semestre de 2026, el impacto en los cargos por incobrabilidad continuará afectando el P&L de los bancos. Estimamos que los NPLs continuarán al alza en el 4T25 y probablemente hagan techo en el 1T26 para luego comenzar a descender.

Entonces, si uno se queda con la foto actual o con la película a corto plazo, cuesta justificar una expansión de múltiplos para el sector. Con ROEs estimados de 15% hacia fin de 2026 la comparación con el rendimiento de un instrumento de renta fija soberano en HD nos hace cuestionarnos si no es mejor opción -ajustando por el riesgo que supone estar invertido en renta variable y en un sector con un alto beta como es el bancario- invertir en dichos instrumentos.

A modo de ejercicio, y con las salvedades del caso si partimos de la fórmula que vincula el P/BV con el ROE:

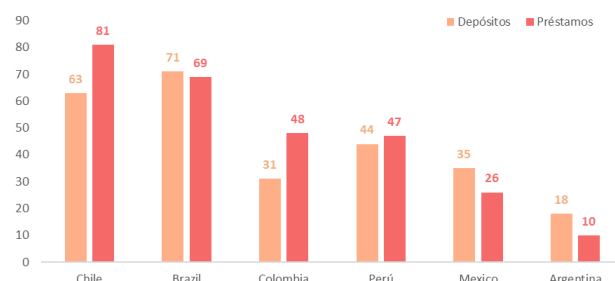
$$\frac{P}{BV} = \frac{ROE - g}{Ke - g}$$

Donde:

Ke es el costo del equity y **g** es la tasa de crecimiento de largo plazo. A modo de ejercicio y para poder tener un punto de partida para realizar el análisis, suponemos que **Ke** es 12%, un valor razonable para el equity argentino -partiendo de una tasa libre de riesgo de 4% más un ERP (Equity Risk Premium) de 8%. Luego, a **g** la hacemos variar entre un 2% y un 5%; teniendo en cuenta que un valor de 5% es extremadamente excesivo, pero que también un valor de 2% es muy bajo. En particular para el sector bancario y dado su enorme potencial de crecimiento en comparación con la región tomamos

un valor -que a priori puede parecer alto pero nos sirve de punto de partida- de 4%.

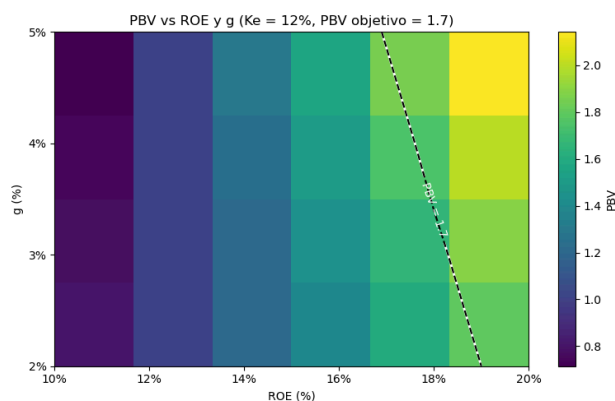
Depósitos y Préstamos / PIB



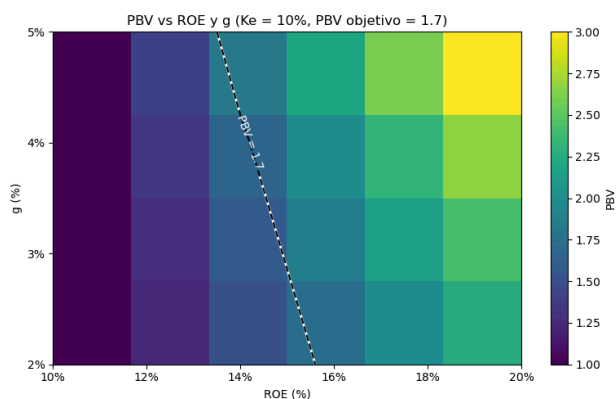
Fuente: IEB en base a GGAL, BCRA y FELABAN

Como se observa en el gráfico anterior, Argentina tiene un potencial de crecimiento muy importante. Tanto los depósitos, como los préstamos son extremadamente bajos comparados con la región e, incluso, con su historia (los préstamos llegaron a representar arriba del 22% del PBI durante la década de 1990).

Vamos entonces al nudo del análisis: Para justificar, realizando una análisis estático, un P/BV de 1,7x tomando como referencia un **Ke** de 12% y **g** de 4% el ROE que deberíamos exigirle a un banco argentino debería ser superior a 16%. Número que queda ampliamente alejado no solo de lo que han reportado en este trimestre, sino también el ROE con el que cerrarán el ejercicio 2025. Incluso, de acuerdo a los comentarios preliminares del sector, para 2026 dicho indicador estaría en un rango que va de 10% a 15% (con fuerte aceleración hacia el fin de 2026).



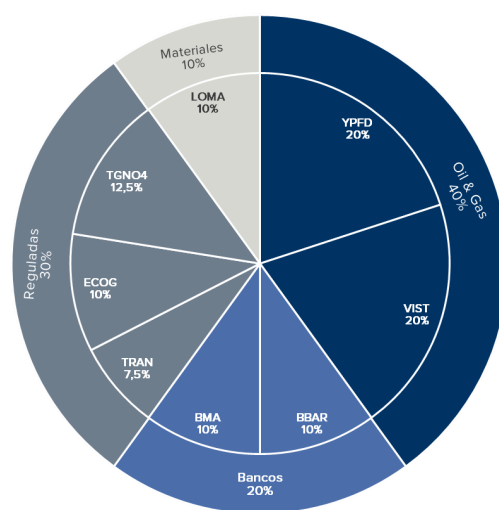
Pero, como expresamos anteriormente, es un análisis estático y el mercado siempre se anticipa. Lo que puede leer el mercado es el potencial de crecimiento a largo plazo -mediados de 2026 en adelante- y, además, una baja en el costo de capital (K_e). Si volvemos a correr el modelo con un K_e de 10%, los resultados cambian sustancialmente:



Aquí ya se observa que un ROE de 14%/15% sería más que suficiente para justificar una expansión de múltiplos. **Esa es exactamente nuestra tesis de inversión para el sector.** Mucho potencial a futuro, apostar a una baja en el riesgo (que impactará mayoritariamente en el ERP y no en la tasa libre de riesgo, aunque una baja de tasas en EE. UU. ayudaría). **Dentro del sector, consideramos que los que destacan por una buena combinación de valuación con rentabilidad y perspectivas de**

crecimiento son: **BBVA Argentina (BBAR)** y **Banco Macro (BMA)**. En el caso de este último, además, nos resulta importante destacar el importante exceso de capital que posee. Dicha situación nos lleva a pensar que BMA está en condiciones o bien de realizar una adquisición para incrementar su posición en el mercado o de devolver dicho exceso de capital al accionista.

Para concluir, 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.