

19 de junio de 2025

Argentina Weekly

Las tres anclas bien ancladas

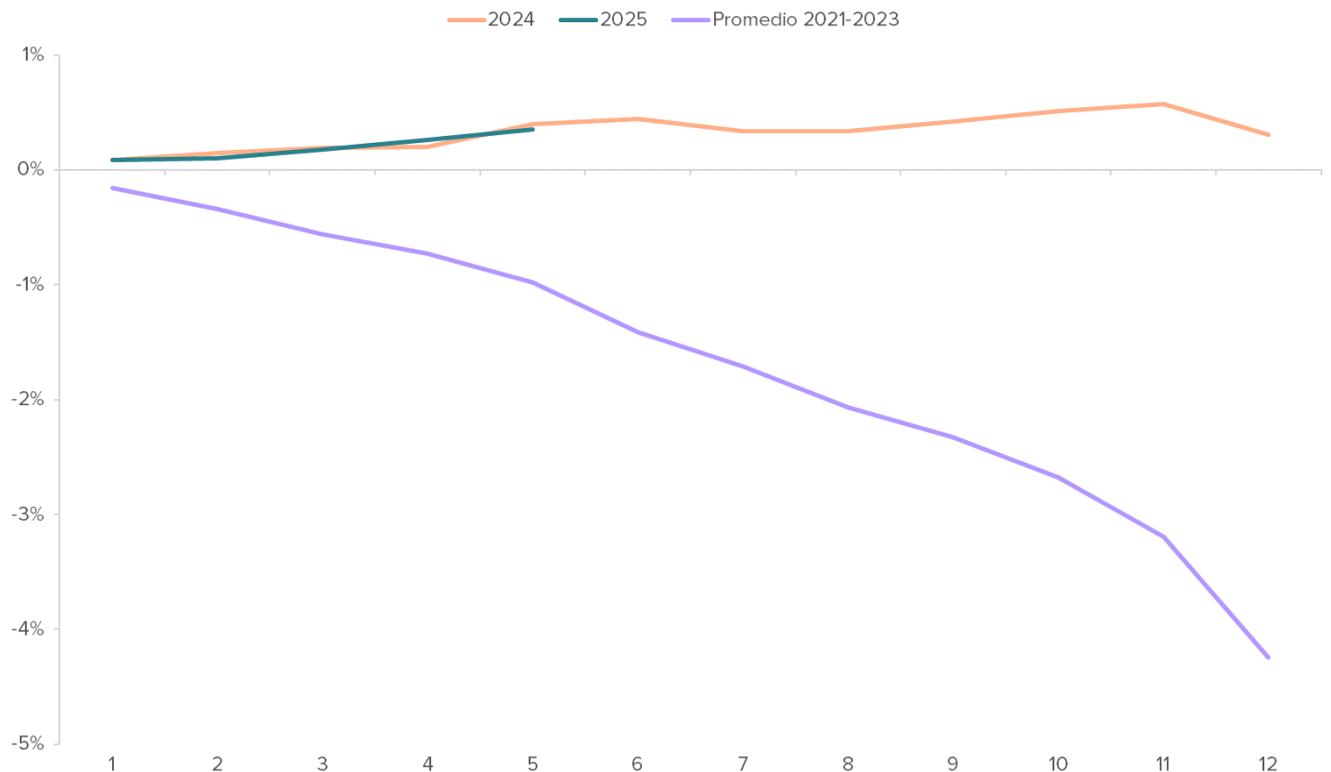
- A mediados de la semana se conoció que el principal ancla en que se apoya el programa económico continúa cumpliéndose a rajatabla. El Ministerio de Economía comunicó que **el Sector Público No Financiero registró en mayo un superávit primario de AR\$ 1.696.917 MM, y un superávit financiero de AR\$ 662.123 MM luego del pago de intereses de deuda pública por AR\$ 1.034.795 MM.**
- Es importante recordar que al momento de presentar el Presupuesto 2025, el mismo proyectaba un equilibrio del resultado financiero, considerando que todo potencial superávit sería destinado a reducir impuestos. Sin embargo, **en el marco del acuerdo con el FMI, dado un contexto internacional de mayor incertidumbre, el equipo económico decidió comprometerse a lograr nuevamente un superávit financiero de la misma magnitud de 2024 con el propósito de fortalecer aún más el frente fiscal.** Argentina está logrando el objetivo, aún habiendo bajado parcialmente impuestos y retenciones.
- **El nivel general del Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) registró una caída del 0,3% respecto al mes anterior, impulsada por una variación prácticamente nula en los “Productos nacionales” y una marcada baja del 4,1% en los “Productos importados”.**
- **Lo más destacado de la semana ha sido el “steeping” observado en la curva de pesos. Las tasas cortas, en contra de lo previsto por el mercado luego del dato de inflación y el anuncio del fin de las LEFIs, pasaron de niveles en torno al 32% a 35% en TNA 180.**
- **El Banco Central colocó USD 810 MM en el BOPREAL Serie 4, lo cual equivale a un 27% del máximo habilitado a emitir.** En este aspecto, no hay certezas en cuanto a su valuación en el mercado secundario debido a que el enfoque por la curva lanza rendimientos en torno al 9,5%, aunque eso equivale a un TC implícito de \$1.400. Este TC no haría atractivo nuevas licitaciones, aunque rendimientos por debajo del 9,5% no lo volverían atractivo en el mercado secundario.
- **El panorama internacional continuó tornándose desafiante para la renta variable global.** La Reserva Federal de EEUU comunicó la decisión de mantener la tasa de referencia en el rango actual, mientras que los conflictos geopolíticos se continuaron acrecentando en Medio Oriente, llevando a una corrección para el mercado local. **Si bien el incremento en los precios internacionales del crudo impactó positivamente en las acciones del sector Oil & Gas.**
- **Al cierre del semanal el MSCI publicó su “Accessibility Report” en el que más allá de tomar nota de ciertos progresos realizados por la Argentina, no modificó el “score card”.** Ello nos lleva a pensar que, en línea con lo que publicamos durante la semana, una reclasificación como mercado emergente queda descartada y, una “buena noticia” sería lograr un “under revision” para que dicha reclasificación ocurra en 2026.

ECONOMÍA

A mediados de la semana se conoció que el principal ancla en que se apoya el programa económico del gobierno continúa cumpliéndose a rajatabla. El Ministerio de Economía comunicó que **el Sector Público No Financiero (SPNF) registró en mayo un superávit primario de AR\$ 1.696.917 MM, y un superávit financiero de AR\$ 662.123 MM, luego del pago de intereses de deuda pública por AR\$ 1.034.795 MM (principalmente debido a compromisos con el FMI por USD 620 MM)**. Con estos datos, el SPNF lleva acumulado durante 2025 un superávit primario de 0,8% del PIB y un superávit financiero de 0,3% del PIB, dando mayor fortaleza al ancla fiscal luego de un 2024 que sorprendió a todos por la fuerza que se le dio a la misma.

Es importante recordar que al momento de presentar el Presupuesto 2025, el mismo proyectaba un equilibrio del resultado financiero, considerando que todo potencial superávit sería dedicado a reducir impuestos. Sin embargo, **en el marco del acuerdo con el FMI, dado un contexto internacional de mayor incertidumbre, el equipo económico decidió comprometerse a lograr nuevamente un superávit financiero de la misma magnitud de 2024 con el propósito de fortalecer aún más el frente fiscal** y contar con un margen de maniobra frente a eventuales shocks externos negativos. Como puede observarse en el gráfico, Argentina está logrando el objetivo, aún habiendo bajado parcialmente impuestos internos y temporalmente retenciones.

Resultado Financiero Acumulado - % del PIB



Fuente: IEB en base a Mecon

En detalle, el superávit alcanzado se logró a pesar de una caída interanual del 13,9% real en los ingresos totales, explicada fundamentalmente por la contracción del 40% real en la recaudación del impuesto a las ganancias. No obstante, este desempeño fue parcialmente compensado por el crecimiento real del 13,8% en los recursos del sistema de seguridad social.

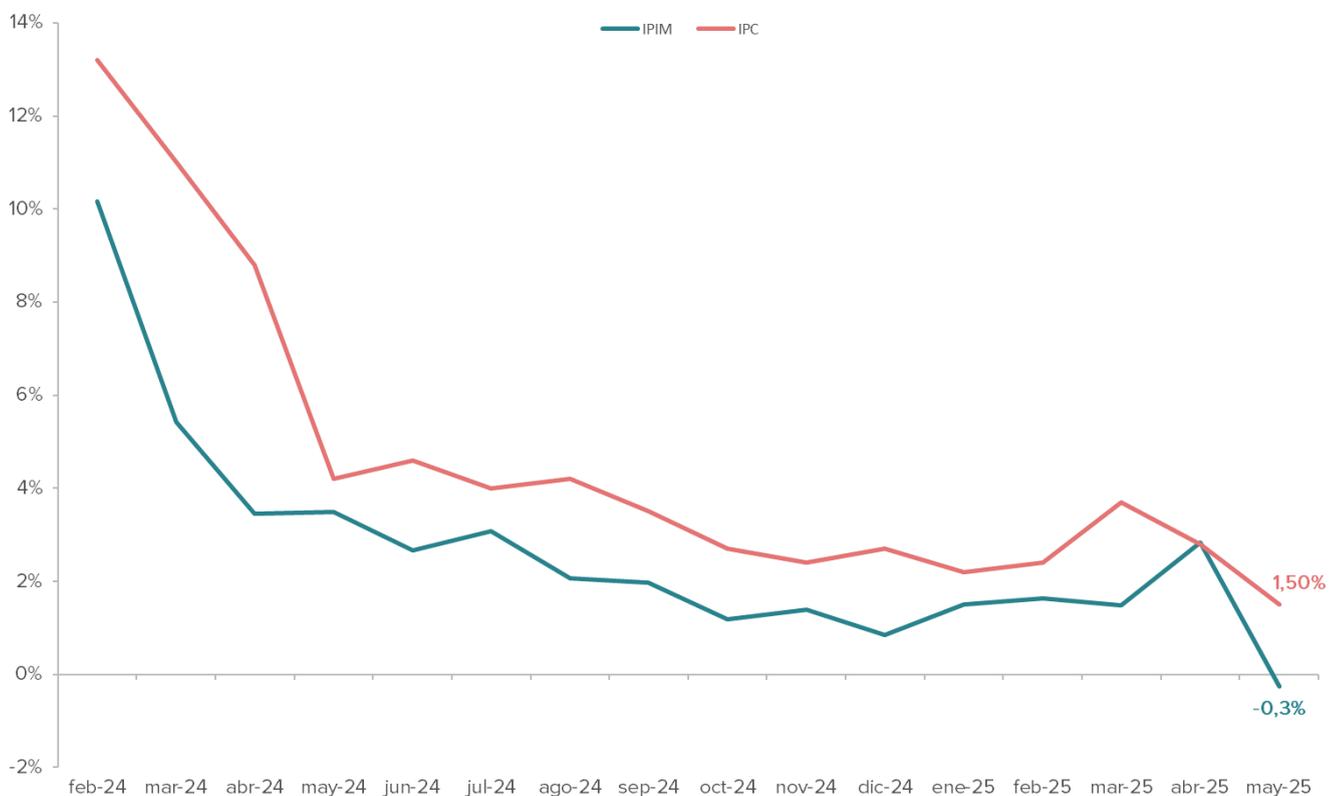
Por el lado del gasto, el primario se redujo 1,8% en términos reales. Dentro de este ajuste, se destacan incrementos significativos en las prestaciones sociales, que crecieron 9,6% real (siendo el componente de mayor peso dentro del gasto total), y en las transferencias a provincias, que mostraron un fuerte aumento del 108% en términos reales. Asimismo, resulta interesante remarcar que los únicos rubros del gasto que presentaron una variación real negativa, fueron los subsidios y transferencias a universidades, cayendo en términos reales 53% y 7,6%, respectivamente.

Tal como se anticipaba a comienzos de año, el mayor esfuerzo de ajuste fiscal se llevó a cabo durante 2024, cuando el gasto se recortó en aproximadamente 5 puntos del PIB. Para 2025, la estrategia del gobierno se centra en consolidar ese nivel de gasto, estabilizándolo en torno a los AR\$ 130 BB anuales, priorizando la sostenibilidad fiscal sin la necesidad de profundizar nuevos recortes de magnitudes sorprendentes como se registraron el año pasado.

Cambiando de tema, en relación a la dinámica de precios, a comienzos de la semana el INDEC publicó los datos del Sistema de Índices de Precios Mayoristas (SIPM) correspondientes a mayo, los cuales sorprendieron positivamente. **El nivel general del Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) registró una caída del 0,3% respecto al mes anterior, impulsada por una variación prácticamente nula en los “Productos nacionales” y una marcada baja del 4,1% en los “Productos importados”.**

Este resultado es particularmente relevante, ya que se trata de la primera caída mensual del IPIM desde enero de 2009, excluyendo el descenso excepcional del -1,3% registrado en abril de 2020 en el contexto de la pandemia.

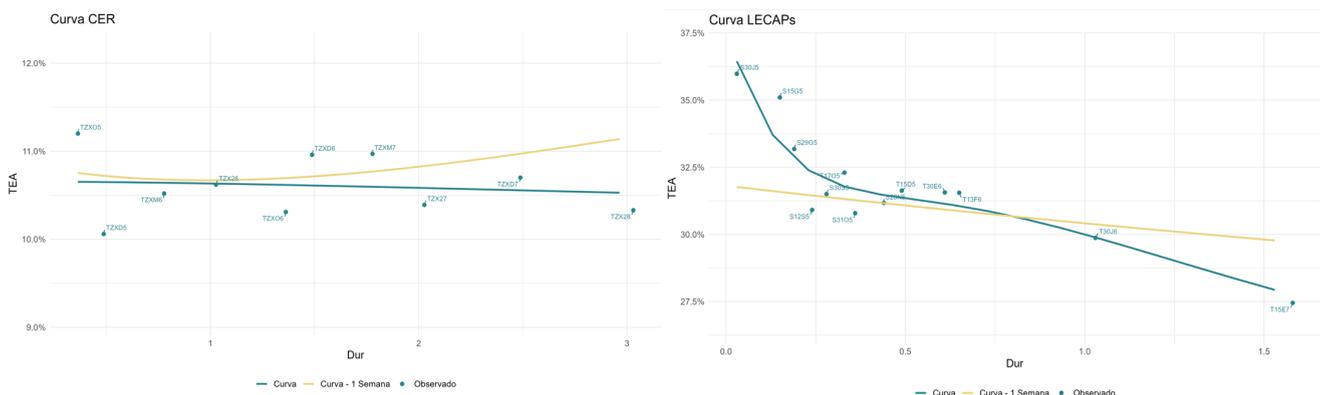
IPIM Vs. IPC - Variación Mensual



Fuente: IEB en base a Indec

DEUDA EN PESOS

Lo más destacado de la semana ha sido el “steeping” observado en la curva de pesos. Las tasas cortas, en contra de lo previsto por el mercado luego del dato de inflación y el anuncio del fin de las LEFIs, pasaron de niveles en torno al 32% a 35% en TNA 180. Dado este marco, hay ciertos fenómenos dignos de mencionar en el mercado de dinero: 1) Se observa una caída de efectivo en manos de entidades financieras con lo que la demanda de liquidez se vio incrementada para no incumplir con la normativa de efectivo mínimo del BCRA; 2) El M2 transaccional cayó luego de la licitación del 13 de junio, donde el tesoro absorbió AR\$ 1,975 BB, y la adjudicación de USD 810 MM en el Bopreal Serie 4.



Aún así, la parte larga siguió comprimiendo, para alcanzar niveles de tasa real (considerando una inflación interanual del 20,8%) del 7% en el T15E7. Mientras que el BONTE, operó en torno a los 28,5% de TIREA. **Por ende, hay una tendencia a largo plazo de evidenciar una baja de tasas, aunque en el corto plazo hay una dinámica afectada por la baja liquidez que evidencia el mercado de dinero.**

Por su parte, la tasa TAMAR a la que devengan los duales se encuentra en 32,6%, y aún así la parte larga no ha tenido la compresión vista en las LECAPs. Al final de la rueda, mientras que el T15E7 rinde 27,35% TNA, el TTD26 ofrece un retorno de 36,85%, con lo cual los duales aún tienen más espacio para comprimir.

DEUDA EN DÓLARES

En esta ocasión la colocación de BOPREAL Serie 4 alcanzó 27% del límite máximo ofrecido. Por este caso, creemos que la principal demanda vendrá por el sector bancario, dado que tienen ratios de capital sostenibles y podrían buscar evitar la normativa de la central que obliga a distribuir los dividendos en 10 cuotas.

A su vez, por curva, podría ubicarse en torno a niveles de 9,5% luego de la salida al mercado. En estos valores, el TC implícito alcanzaría los \$1.400, lo cual podría dificultar las próximas licitaciones.

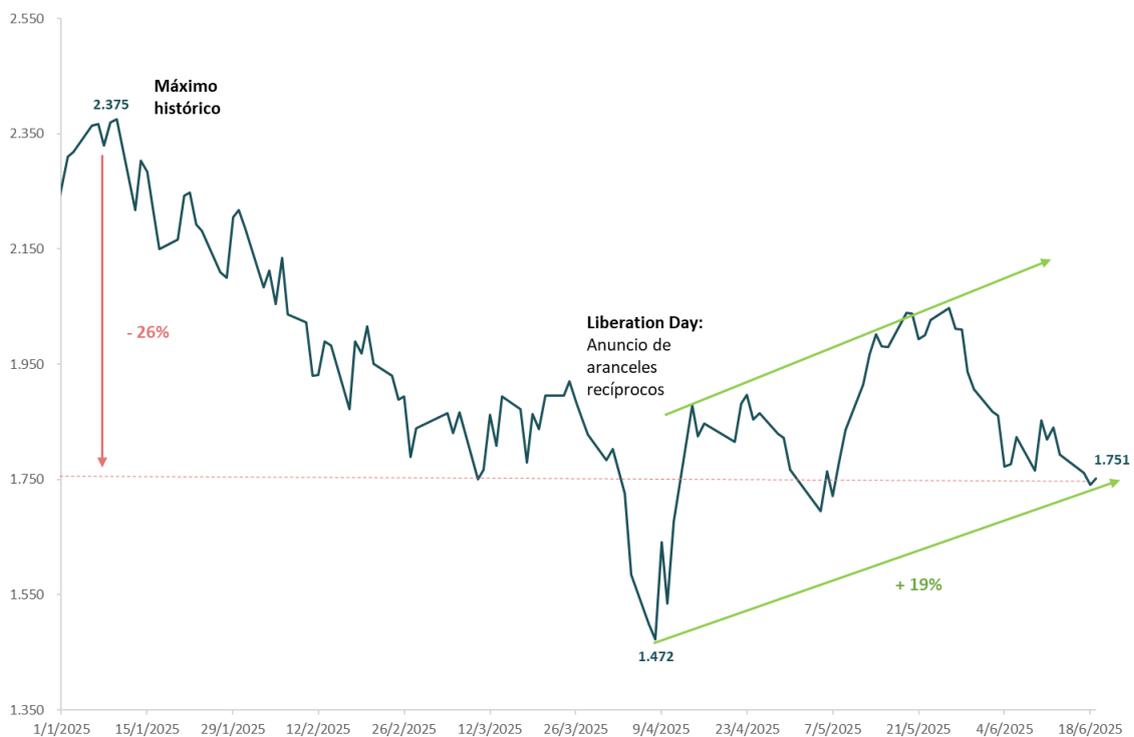
Sensibilidad BOPREAL Serie 4		
TIR	TC Implícito	Precio
7,50%	1.339,5	87,0
8,00%	1.354,9	85,7
8,50%	1.370,0	84,4
9,00%	1.384,8	83,1
9,50%	1.399,3	81,9
10,00%	1.413,5	80,7

Fuente: IEB

EQUITY ARGENTINO

El panorama internacional continuó tornándose desafiante para la renta variable global. La Reserva Federal de Estados Unidos, por su parte, comunicó la decisión de mantener la tasa de referencia en el rango de 4,25% - 4,5% tras su reunión mensual del día de ayer, manteniendo dos recortes de tasas para 2025, luego de hacer hincapié en que tomarán una decisión más inteligente si continúan esperando algunos meses, dado que los aranceles son un factor determinante sobre las expectativas de inflación a corto plazo. Mientras que, por otro lado, los conflictos geopolíticos se continuaron acrecentando en Medio Oriente tras los recientes ataques de Israel a instalaciones militares iraníes.

S&P Merval (en USD CCL y ajustado por inflación de EE.UU.)

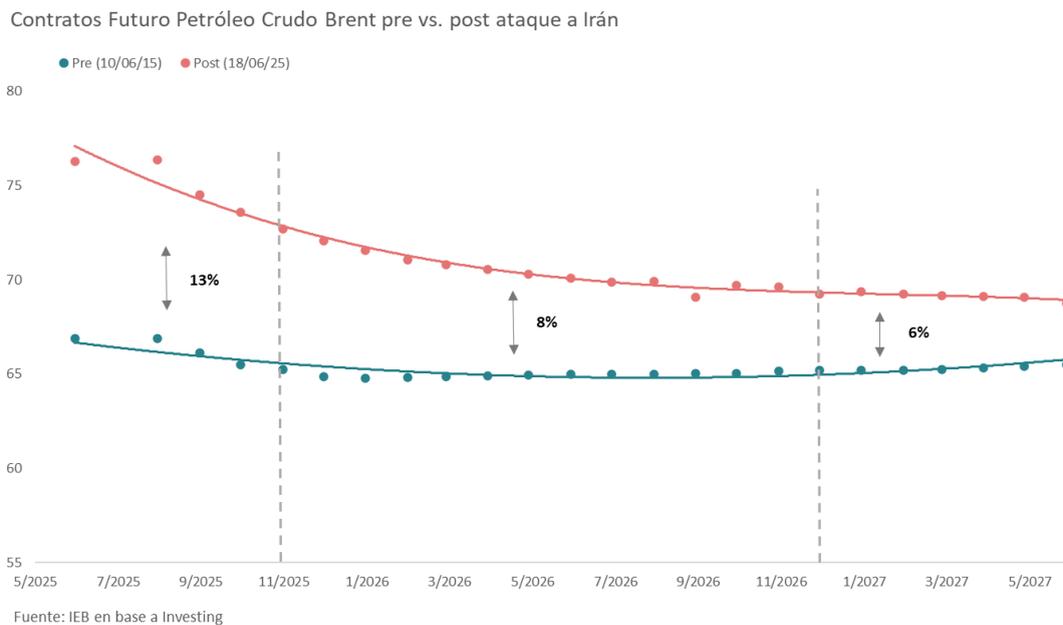


Fuente: IEB en base a LSEG y FRED

Es en dicho contexto que las acciones argentinas comenzaron a retroceder desde iniciada la semana, luego de responder positivamente a las nuevas medidas económicas anunciadas por el Gobierno y al fallo contra la

expresidenta, durante la semana previa. **Situación que llevó a una pérdida del 2,3% en dólares para el índice de acciones locales, retornando al piso del canal alcista que observábamos en nuestro semanal anterior.**

No obstante, no todos los sectores se vieron afectados negativamente tras los conflictos bélicos en Medio Oriente, ya que, luego del primer ataque – y tras las amenazas de Irán de bloquear el canal de Ormuz, por donde pasa el 25% del crudo y el 30% del gas natural - el precio spot tanto del Brent como del WTI se elevaron notablemente, llegando a cotizar por encima de los USD 70 por barril. Así mismo, los futuros del Brent se elevaron significativamente, alcanzando una suba del 13% promedio para el tramo corto de la curva de contratos, mientras que el tramo largo siguió al resto de la curva con un incremento promedio del 8%.



Sin embargo, creemos que este auge en los precios del crudo se sostendrá mientras continúe el conflicto armado en Medio Oriente, dado que, a pesar de las tensiones y amenazas de ambos países, la producción no se detendría. Por lo tanto, los fundamentos de largo plazo que venimos observando en nuestros semanales no se modificarían: mayor oferta de crudo mundial tras los incrementos en la producción anunciados por los países miembros de la OPEP+ y la mayor oferta por países emergentes, en un contexto de menor demanda mundial de crudo producto de la menor actividad económica mundial principalmente influenciado por los desafíos que atraviesa la economía de China.

Además de ello, si observamos periodos previos donde Irán también habría amenazado con obstruir el estrecho de Ormuz, podemos ver como los temores a un menor flujo de exportaciones de crudo generaron un fuerte incremento en los precios internacionales del petróleo, que terminaron por retroceder a niveles previos una vez alejado el temor. **Ahora bien, si el conflicto se agrava y se atacan áreas de producción de Irán o Israel, probablemente podríamos ver un incremento sostenido en los precios del crudo dado que inevitablemente generaría una reducción en la oferta de petróleo mundial.**

Brent vs. WTI



Fuente: IEB en base a LSEG.

Retomando nuestro tema de conversación – las acciones argentinas – las mismas no escaparon a la suba generalizada que evidenció el sector Oil & Gas, generando un incremento tanto para YPF (YPFD) como para Vista Energy (VIST) dado que sus ventas experimentarían un incremento en los precios realizados como resultado de la suba en los precios del Brent y WTI, lo que impactaría positivamente en los resultados futuros.

Figura 1: Argentina hoy es un "Standalone Market"

Developed Markets			Emerging Markets			Frontier Markets		
Americas	EMEA	APAC	Americas	EMEA	APAC	Americas	EMEA	APAC
Canada USA	Austria Belgium Denmark Finland France Germany Ireland Israel Italy Netherlands Norway Portugal Spain Sweden Switzerland UK	Australia Hong Kong Japan New Zealand Singapore	Brazil Chile Colombia Mexico Peru	Czech Republic Egypt Greece Hungary Kuwait Poland Qatar Saudi Arabia South Africa Turkey UAE	China India Indonesia Korea Malaysia Philippines Taiwan Thailand	—	Bahrain Benin* Burkina Faso* Croatia Estonia Guinea-Bissau* Iceland Ivory Coast* Jordan Kazakhstan Kenya Latvia Lithuania Mali* Mauritius Morocco Niger* Oman Romania Senegal* Serbia Slovenia Togo* Tunisia	Bangladesh Pakistan Sri Lanka Vietnam
Standalone Markets*								
						Americas	EMEA*	APAC*
						Argentina Jamaica Panama Trinidad and Tobago	Bosnia and Herzegovina Botswana Bulgaria Lebanon Malta Nigeria Palestine Ukraine Zimbabwe	—

Fuente: MSCI

Finalmente, la próxima semana se llevará a cabo la reunión anual de MSCI (Morgan Stanley Capital Internacional), donde sería posible una reclasificación de Argentina. Al cierre del semanal el MSCI publicó su "Accessibility Report" en el que más allá de tomar nota de ciertos progresos realizados por la Argentina, no modificó el "score card". Ello nos lleva a pensar que, en línea con lo que publicamos durante la semana

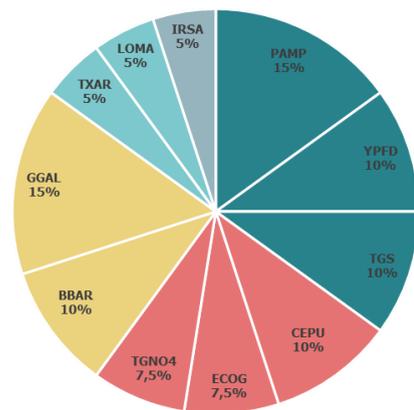
(“[Palpitando la reunión anual del MSCI](#)”), una reclasificación como mercado emergente queda descartada y, una “buena noticia” sería lograr un “under revision” para que dicha reclasificación ocurra en 2026.

La decisión de poner a la Argentina “under-revision” para una próxima reclasificación sería una buena noticia pero no abre de manera instantánea la puerta al ingreso de fondos que lo harían en caso de efectivamente ser un mercado emergente. El flujo de inversiones por parte de fondos que invierten en mercados emergentes es órdenes de magnitud superior al que invierte en un mercado frontera. No obstante, existen fondos e inversores que podrían buscar anticiparse a una reclasificación en 2026 tomando posición – o bien incrementando – lo que impactaría positivamente en la cotización de las acciones argentinas.

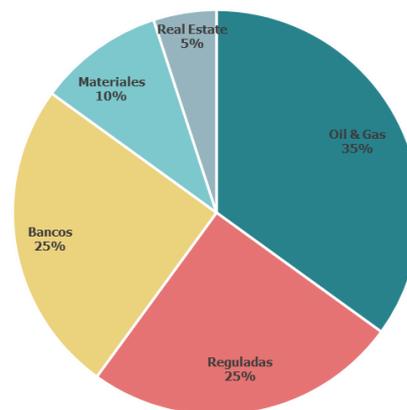
CARTERA Y ESTRATEGIA

En cuanto a la cartera de acciones locales, la mantenemos sin modificaciones. Creemos que la decisión de reducir la exposición al sector bancario fue acertada en un contexto de fuerte corrección para las acciones de los bancos, al mismo tiempo que, la mayor exposición al sector regulado y de Oil & Gas nos brindan una mayor defensividad a la cartera, así como también, nos ha beneficiado en este contexto de incremento en los precios internacionales del crudo. Permitiéndonos ir en busca de un mayor potencial de upside a través del sector real estate. Como resultado, la distribución de la cartera queda de la siguiente manera:

Cartera de Equity Argentino



Cartera por Sector



Company	Ticker	Mkt Cap (MM ARS)	Price	Change	Multiples (TTM)				Beta			
			Close	Previous	Daily	WoW	YTD	1Y	P/E	P/BV	EV/EBITDA	
BYMA												
Aluar	ALUA	1.733.200	619,00	628,00	-1,4%	-10,0%	-30,4%	-28,5%	35,2	1,2	14,5	0,80
Banco BBVA Argentina	BBAR	4.074.522	6650,00	6600,00	0,8%	-10,3%	-12,0%	54,5%	10,5	1,4	NM	0,89
ByMA	BYMA	1.528.813	200,50	198,25	1,1%	-5,5%	-14,9%	23,2%	15,5	2,5	NM	0,83
Banco Macro	BMA	5.460.591	8540,00	8630,00	-1,0%	-8,2%	-25,4%	14,3%	NM	1,6	NM	0,97
Telecom Argentina	TECO2	4.630.429	2150,00	2155,00	-0,2%	-7,3%	-30,0%	13,5%	28,5	0,8	5,9	1,12
Central Puerto	CEPU	2.141.411	1425,00	1430,00	-0,3%	-4,7%	-19,5%	18,0%	20,8	1,0	7,7	1,22
Sociedad Comercial del Plata	COME	405.472	130,00	130,00	0,0%	-10,8%	-47,4%	-22,5%	NM	0,8	NM	0,80
Cresud	CRES	762.300	1260,00	1275,00	-1,2%	-3,8%	-15,7%	28,6%	7,7	0,4	NM	1,10
Metrogas	METR	1.103.860	1940,00	1955,00	-0,8%	-9,3%	-30,3%	86,1%	6,8	1,6	3,9	1,17
Edenor	EDN	1.540.974	1700,00	1690,00	0,6%	-8,1%	-33,1%	57,6%	6,1	0,9	5,7	1,17
Grupo Financiero Galicia	GGAL	10.102.860	6360,00	6340,00	0,3%	-4,9%	-13,0%	57,2%	6,6	1,5	NM	0,83
Loma Negra	LOMA	1.595.826	2735,00	2705,00	1,1%	-6,5%	-5,0%	50,3%	14,6	1,8	9,1	0,76
VALO	VALO	6.030	335,00	334,00	0,3%	-8,7%	-24,9%	7,0%	0,2	0,0	NM	0,60
Pampa Energía	PAMP	4.710.963	3455,00	3410,00	1,3%	-4,7%	-17,0%	45,7%	8,3	1,3	4,9	1,00
Grupo Supervielle	SUPV	1.120.512	2560,00	2555,00	0,2%	-10,5%	-27,1%	43,9%	15,7	1,2	NM	1,11
Transportadora de Gas del Norte	TGNO4	1.324.713	3015,00	3010,00	0,2%	-6,8%	-14,5%	19,7%	11,3	1,4	4,3	1,09
Transportadora de Gas del Sur	TGSU2	4.968.223	6600,00	6500,00	1,5%	-2,2%	-2,0%	42,4%	11,8	2,0	6,1	1,30
Transener	TRAN	1.073.887	2415,00	2415,00	0,0%	-5,8%	-12,2%	39,6%	11,9	1,5	5,1	1,09
Ternium Argentina	TXAR	2.651.534	587,00	587,00	0,0%	-8,9%	-34,4%	-32,9%	NM	0,5	NM	0,95
IRSA	IRSA	1.216.108	1605,00	1610,00	-0,3%	-5,9%	-10,8%	43,5%	NM	0,9	9,7	0,80
YPF	YPFD	16.354.892	41700,00	41475,00	0,5%	-2,9%	-17,1%	52,1%	10,1	1,3	5,5	1,28
SP Merval (ARS)			2.064.607	2.050.983	0,7%	-5,6%	-18,5%	31,0%	10,6	1,3	6,1	1,00
SP Merval (CCL)			1.752	1.740	0,7%	-4,8%	-17,9%	39,8%	10,6	1,3	6,1	1,00
USD CCL			1178,52	1.178,52	0,0%	-0,9%	-0,8%	-6,3%	-	-	-	-
USD MEP			1168,90	1.171,54	-0,2%	-1,6%	-0,4%	-8,2%	-	-	-	-

Fuente: IEB en base a Bloomberg, Estados Contables y ByMA data.

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**GABRIEL PRORUK***Analista - Equity*gproruk@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.