

So far, twin surplus

22 de agosto de 2025

Economía

Desde enero de 2024 y de forma ininterrumpida, Argentina presenta tanto superávit fiscal como un saldo comercial positivo con el resto del mundo. Se trata de dos indicadores fundamentales para evaluar la solidez de la macroeconomía, así como su capacidad de resistencia frente a shocks.

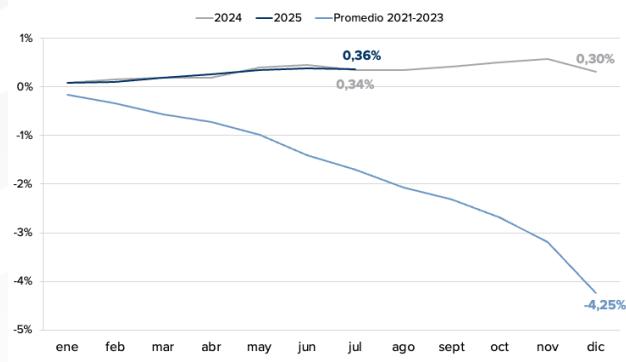
Al evaluar las distintas crisis que atravesó Argentina, sus causas suelen identificarse a partir del desequilibrio fiscal o en forma de crisis de balanza de pagos. Al repasar la historia económica Argentina, no observamos simultáneamente superávit fiscal y de cuenta corriente desde el mandato de Néstor Kirchner, con la gran diferencia que los intereses de la deuda no se pagaban en aquel entonces. En este marco, el hecho de que el último dato de cuenta corriente sea negativo no resulta preocupante, ya que se produjo en un escenario de crecimiento económico —lo que genera mayor demanda de productos importados—, con un saldo comercial positivo y una magnitud relativamente baja, de alrededor del 2% del PIB.

En definitiva, **al analizar estos parámetros sumado al hecho de mantener una política monetaria ortodoxa tendiente a mantener equilibrado el mercado de dinero, vemos que la economía se sostiene con fundamentos sólidos**. Por su parte, la oposición parece tener un diagnóstico similar, motivo por el cual apuntan a debilitarlos a través de sus propuestas. Lo ocurrido en Diputados no es más que otro intento de socavar el ancla fiscal del programa económico, siempre esgrimiendo causas nobles.

En el recinto se discutieron los vetos del Presidente a las leyes de emergencia en discapacidad, aumento de las jubilaciones y el proyecto ligado a los adelantos del tesoro nacional (ATN) a las provincias.

Con 172 votos afirmativos (contra 73 negativos), la oposición logró insistir con la ley de emergencia por discapacidad. En cuanto a la ley de aumento de las jubilaciones, el oficialismo logró los votos necesarios (83 frente a 160 de la oposición) para mantener el **veto**, aunque la estrechez del margen, de apenas 2 votos, refleja la debilidad política. **El proyecto de los ATN fue aprobado en Diputados y está a la espera de ser vetado por el Presidente**; obtuvo 143 votos a favor y 90 en contra, por lo que de mantenerse las posturas no lograría la insistencia si el Presidente decide vetar.

Resultado Financiero Acumulado - % del PIB



Fuente: IEB en base a Mecon

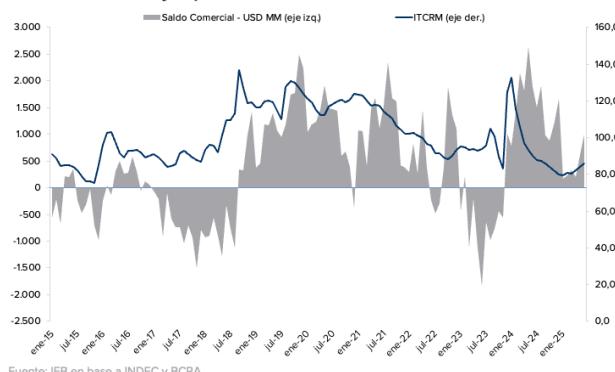
La lectura sobre lo sucedido en Diputados es que **la oposición logró avanzar parcialmente con su objetivo, pero el impacto sería acotado**. En el corto plazo, no vemos un deterioro en el equilibrio fiscal.

El proyecto aprobado supone un costo fiscal anualizado de entre 0,22% y 0,42% del PIB, considerablemente menor al 1,58% del PIB de los proyectos de jubilación (aumento de haberes y moratoria). Asimismo, en caso de que supere la instancia del Senado y sea sancionado, su ejecución no implicaría un repentino deterioro del orden fiscal, sino que sus efectos se manifestarían gradualmente en el tiempo. También debe considerarse el resultado electoral que cambiará la composición del

Congreso, pensando en las futuras sesiones legislativas.

Mantener los resultados fiscales superavitarios es la clave del programa económico. Esto evita que el Tesoro deba financiar déficit con emisión –lo que implicaría un aumento en la oferta de dinero y en consecuencia inflación– o con endeudamiento –lo que sentaría las bases para una nueva crisis de balanza de pagos del tipo “Sudden Stop”–. El dato de julio muestra que, al séptimo mes del año, el Sector Público Nacional (SPN) registró un superávit financiero cercano al 0,3% del PIB, con un superávit primario de alrededor del 1,1% del PIB, manteniendo así el ancla fiscal. Los ingresos del SPN aumentaron 2,8% en términos reales interanuales, al tiempo que el gasto primario cayó 1,3%.

Saldo Comercial y Tipo de Cambio Real Multilateral



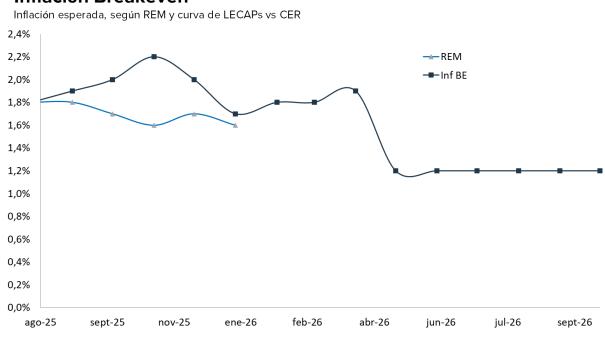
En cuanto a la balanza comercial, el **último informe de Intercambio Comercial Argentino publicado por el INDEC registró un superávit de USD 988 MM**, acumulando un total de USD 3.750 MM en lo que va del año. **Se trata del mayor saldo desde enero**, en línea con la tendencia creciente que muestra el comercio exterior desde comienzos de 2025. Sin embargo, más allá de este dato positivo, es importante señalar que el superávit se redujo en comparación con el año pasado. Esta disminución no obedece a una caída de las exportaciones, sino fundamentalmente a una recuperación de las importaciones, acompañando el aumento relativo en el nivel de actividad.

Renta Fija

El esquema pre-electoral parecía reflejar tres tendencias: 1) No hay una tasa real, ni nominal, de referencia; 2) Tasas reales por encima del 30% en el tramo corto de la curva pesos y CER-L; 3) Cobertura del FX barata. Estos 3 pilares fundamentales generan demasiado ruido en la vorágine intradiaria, aunque dejan en claro cómo posicionarse previo al cambio de esquema post-elecciones.

La relación entre la curva de pesos y la inflación esperada por el mercado, habla por sí sola del atractivo que tiene la parte corta de la curva. Como podemos ver, la inflación esperada para agosto y septiembre, alcanza 1,8% y 1,9% respectivamente, mientras que las tasas efectivas mensuales de las cuatro LECAPs/BONCAPs más cortas superan el 4,5%.

Inflación Breakeven

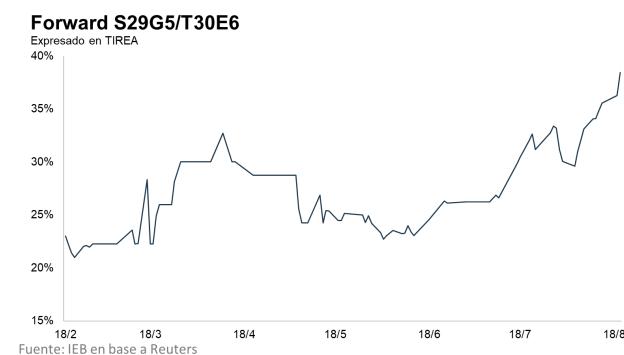


No obstante, si observamos con mayor perspectiva, la inflación “break-even” a partir de enero ya se encuentra en niveles del 1,2%, aunque podría ser una sobreestimación ya que tanto el T30E6, como el T13F6, se encuentran 300 bps por encima de la curva de pesos. En este sentido, las expectativas de desinflación y la forward entre el S29G5 y T30E6 indican que hay valor en estirar “duration”, pero no estimamos que estas ganancias se materialicen antes de las elecciones del 26 de octubre.

De todos modos, si tenemos en cuenta la volatilidad de las tasas de interés, la normalización de la curva

podría suceder de forma precipitada, con lo cual un posicionamiento previo al evento electoral sería adecuado, para aquellos que no tengan restricciones prudenciales o institucionales que se los impida.

La parte media de la curva pesos, en especial el T30J6, tiene un potencial retorno de 19%, en caso de que las tasas converjan a niveles cercanos al 35% luego de las elecciones. Por su parte, el TTJ26 (bono dual a junio 2026) tendría un potencial rendimiento de 21%, manteniendo un spread cercano a 200 bps con la curva de tasa fija.



Renta Variable

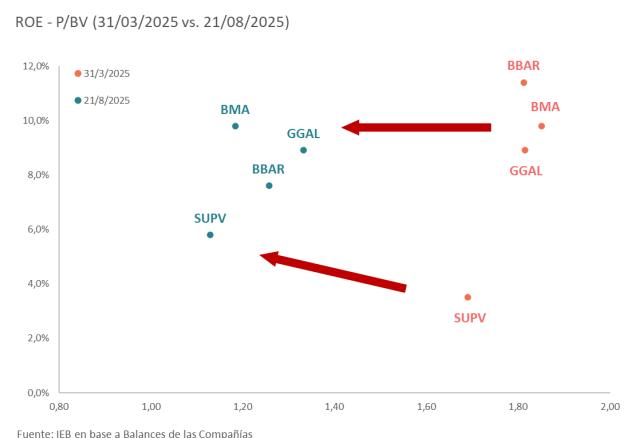
Un contexto internacional que se va tornando adverso al equity ante la duda de una potencial baja de tasas en septiembre, sumado a la incertidumbre generada por la situación en el congreso donde el oficialismo busca sostener los vetos a los proyectos que atentan contra el superávit fiscal y finalizando una temporada de balances floja que terminó repercutiendo negativamente en la renta variable local.

Los resultados del sector bancos - ya reportaron Grupo Supervielle (SUPV) y BBVA Argentina (BBAR) - han intensificado la tendencia a la corrección.

La semana previa, los resultados trimestrales de Grupo Supervielle (SUPV) ya nos anticipaban el panorama que podíamos encontrar en los resultados

trimestrales de los bancos. Así, evidenciando una desaceleración en el crecimiento de los créditos al sector privado, con un incremento en las moras (NPLs). No obstante, la desaceleración en los niveles de inflación continuó jugando a favor, permitiendo una mejora en los spreads entre tasas activas y pasivas, lo que repercutió en una mejora del ROE con respecto al trimestre previo. Mientras que los resultados de BBVA Argentina (BBAR) en el post-market del miércoles confirmaron esta dinámica para los bancos, sumando una disminución en el ROE (t/t).

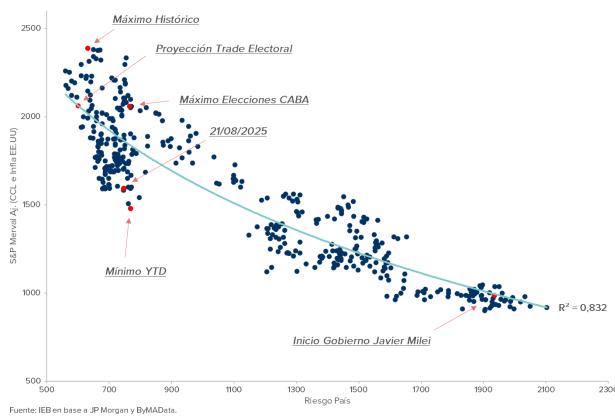
Si observamos los múltiplos a los que cotizaban los bancos argentinos a principio de año con un S&P Merval en máximos históricos, frente a los múltiplos actuales podríamos concluir que, tras la corrección, los bancos fueron fuertemente castigados. Sin embargo, creemos que las expectativas para los mismos son diferentes en un contexto de volatilidad en las tasas de interés, desaceleración del crédito y amesetamiento del nivel de actividad.



Ahora bien, si mantenemos nuestro escenario base mencionado en semanas anteriores, de una victoria para el oficialismo en las elecciones de medio término, creemos que es posible ver al S&P Merval nuevamente por encima de los USD 2.057 dólares alcanzados a finales de mayo de 2025. Dado que al analizar la correlación entre el S&P Merval en dólares y los niveles de riesgo país

asociados, actualmente nos encontramos con un S&P Merval por debajo de la línea de tendencia, lo que nos indica un índice de acciones subvaluado para la "Era Milei". **Es entonces que si estimamos un escenario favorable para el oficialismo en las elecciones, y con ello una compresión en los niveles de riesgo país de aproximadamente 150 puntos, podemos proyectar un S&P Merval retornando a la línea de tendencia, lo cual nos deja un retorno en dólares de entre 25%-30% y un S&P Merval por encima de USD 2.057.**

Correlación S&P Merval Aj. (CCL e Infla EE.UU) vs. Riesgo País



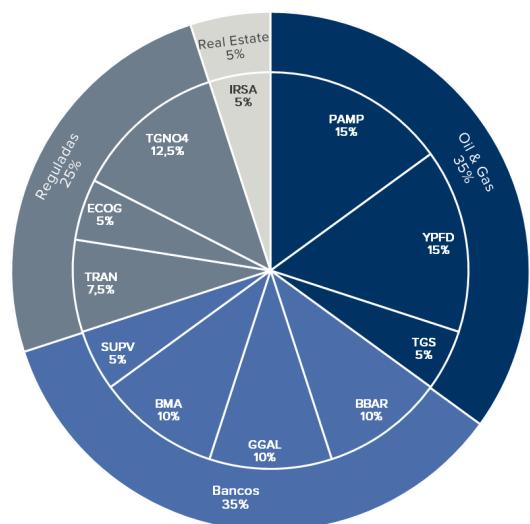
Entonces, ¿cómo jugamos el trade?

Es aquí donde entran en juego las proyecciones de ingresos, EBITDA, costos y márgenes de las compañías. Puesto que, al realizar las valuaciones de las mismas y descontar los flujos de caja futuros a una tasa de descuento, "r", menor ante la compresión del riesgo país, indudablemente obtendremos valores más elevados. A lo que se suma, en el mediano y largo plazo, un panorama más favorable para las proyecciones utilizadas como consecuencia de nuestro escenario base.

$$P = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Sin embargo, dentro del equity argentino, mantenemos nuestra preferencia por aquellos

sectores de mayor liquidez - Bancos y Oil & Gas - dado que continúan siendo la puerta de entrada a la renta variable local al concentrar el 80% del volumen negociado de acciones. **Mientras que mantenemos un 25% en el sector regulado** de manera de atenuar el impacto que podría experimentar la cartera ante la ocurrencia del evento opuesto al esperado en las elecciones. **Con el restante 5% ubicado en Real Estate**, sector que continúa mostrando un incremento en la compra-venta de inmuebles producto del crecimiento en los créditos hipotecarios.



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 nº 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula nº 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) nº 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) nº 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) nº 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) nº 546.