

Clima electoral

29 de agosto de 2025

Economía

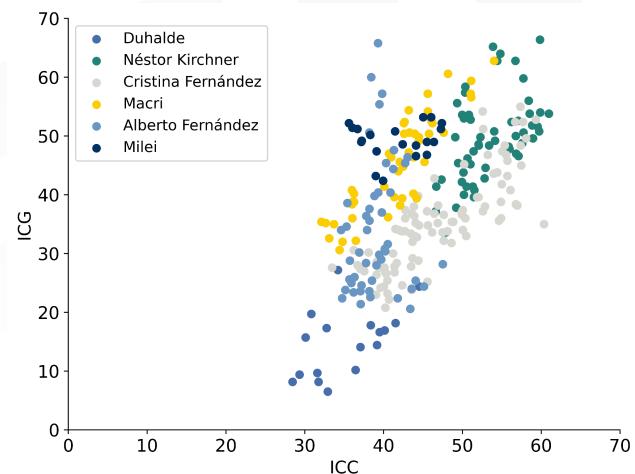
En la antesala de las elecciones legislativas provinciales de PBA y en pleno clima electoral, toda información, dato y encuesta se utiliza para interpretar potenciales resultados. En esta línea, los últimos indicadores publicados han sido el dato del ICG (índice de confianza en el gobierno) y el ICC (índice de confianza del consumidor) proporcionado por la UTDT. Así, el actual clima de incertidumbre será una constante para las próximas semanas; al menos hasta la elección de septiembre en donde quizás pueda obtenerse información que permita extrapolar el resultado de octubre.

Tanto el ICG como el ICC arrojaron datos desfavorables para el oficialismo, registrando una caída de 6,7 pp y 6,5 pp respectivamente. **El ICG se presenta como el más importante, ya que tiene correlación con los resultados del oficialismo en elecciones.** Éste se mide de 0 a 5 y al dividirlo por 5 se obtiene el porcentaje comparable al ICC y a los resultados electorales. El último dato corresponde a la encuesta realizada entre el 1 y 14 de agosto, por lo que el caso de los audios de Spagnuolo no está contemplado. Su valor ajustado fue de 42,40%, el original de 2,12.

El ICG mide la evolución de la opinión pública sobre el gobierno nacional a partir de cinco dimensiones centrales: la evaluación general de su desempeño, la percepción de si gobierna en función del “interés general”, la eficiencia en la administración del gasto público, la honestidad de sus funcionarios y la capacidad para resolver los problemas del país. El relevamiento de agosto indicó que en promedio todas las dimensiones cayeron 13,7% respecto al mes anterior, siendo la honestidad de los funcionarios la que menos cayó (-9,9%) y la preocupación por el interés general la que más lo hizo (-18,2%). Justamente, la primera de ellas es la de mayor peso en el índice (2,54 puntos) y la segunda

la de menor (1,73 puntos), lo que podría dar un indicio de la percepción o valoración de la población sobre el gobierno.

Analizando los relevamientos previos para la gestión de Milei, puede notarse que hay dos observaciones del ICG que se presentan como outliers por el bajo valor del índice. Uno es el último dato y el otro corresponde a septiembre de 2024. En ambos casos, había incertidumbre por debates en el Congreso. Para el caso de septiembre de 2024, se discutía un aumento de jubilaciones y el financiamiento universitario, que tras ser vetado por el Presidente, los “87 héroes” contribuyeron a mantener el orden fiscal. En la misma línea, el dato de agosto de 2025 coincide con el veto al aumento de jubilaciones y emergencia por discapacidad. En definitiva, los puntos más bajos de confianza en el gobierno se dieron exclusivamente en momentos de ruido político.



Del análisis de los datos de la UTDT se desprenden conclusiones distintas cuando se los agrupa por presidencias. Para el mandato de Milei, vemos que no hay una correlación entre el ICG y el ICC. La única similitud es que, en los dos momentos de tensión política vistos, ambos índices cayeron. Para el mandato de Macri se observa lo contrario; vemos una alta correlación entre el ICG y el ICC. Respecto al ICC, éste tiene una alta correlación con el nivel de

actividad para el mandato de Milei, y una moderada para el de Macri, pero llamativamente no así para el resto de presidencias.

Para todos los mandatos, la variación del tipo de cambio no parece tener incidencia en el ICG. La inflación en cambio sí tiene correlación con el ICG, observando los datos del 2016 en adelante. Para las presidencias de Macri y Alberto Fernández puede notarse como los mayores niveles de inflación redundaron en un menor ICG. El caso de Milei es particular, porque pueden verse valores similares de ICG para muchos niveles de inflación. **Es importante remarcar que las demandas que tiene la sociedad cambian a lo largo del tiempo, por lo que no sería del todo adecuado hacer una extrapolación lineal hacia el futuro sin tenerlo en cuenta. En otras palabras, si bien es cierto que la inflación sí era importante en la percepción de confianza al gobierno en el pasado, no necesariamente continuará siéndolo en el futuro dado que las prioridades sociales pudieron haber cambiado.**

ICG - Periodo Milei vs. Macri



Fuente: IEB en base a UTDT

Si comparamos la evolución del ICG para la presidencia de Macri y Milei, para el mes de agosto Macri contaba con un ICG de 50,6%. Al momento de la elección, el ICG era de 59,4% y el resultado de 41,75%. Por su parte, el dato de agosto de ICG para Milei es de 42,4% y, suponiendo que se mantiene así para la elección de octubre, se encuentra notoriamente por debajo del ICG de Macri pero levemente por encima de su resultado electoral.

Asimismo, tras tocar 43,2% en septiembre del 2024, el índice de octubre remontó y fue de 48,6%.

Más allá de cualquier análisis, lo cierto es que el clima de incertidumbre sí ha tenido cierta incidencia en las variables económicas, motivo por el cual la política monetaria intensificó su enfoque ortodoxo. Al observar el mercado de dinero, notamos cómo la demanda cayó un 11% desde el primero de agosto, lo que desestabilizó un mercado que se encontraba prácticamente en equilibrio. Desde enero del 2025, la diferencia porcentual entre oferta y demanda de dinero oscilaba en torno al 0% –con una pausa entre fines de abril y junio, principalmente por el giro de utilidades del BCRA al tesoro– pero una vez entrado agosto y el ruido político, la diferencia se acrecentó, no por un aumento de la primera sino por una caída de la segunda. Asimismo, los depósitos en dólares, que venían creciendo desde abril, presentan un amesetamiento desde el primero de agosto. Se trata de síntomas que reflejan incertidumbre, algo propio del clima preelectoral. En línea con nuestro escenario base de victoria del oficialismo, éstos efectos no persistirán pasadas las elecciones, ya que los “fundamentals” de la economía no se ven alterados.

Renta Fija

En la licitación de esta semana, el Tesoro alcanzó un financiamiento neto positivo sobre sus vencimientos que, tras el canje del BCRA de sus tenencias en S29G5 por T15D5, sumaban ARS 6,69 BB. Además logró estirar “duration” con respecto a la última licitación dado que esta métrica ponderada fue de 0,33 -medido en años- mientras que el 13 de agosto solo pudo alargar vencimientos por 0,22.

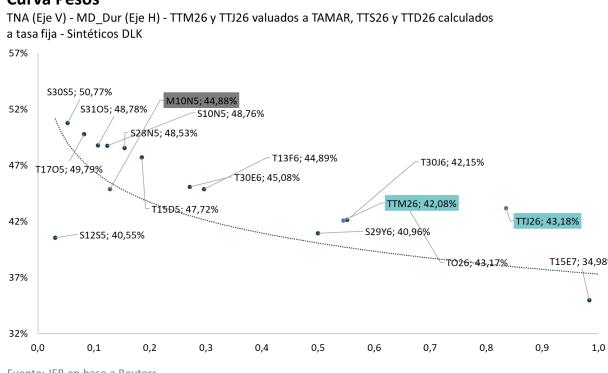
Si bien previo a la licitación el BCRA decidió subir los encajes fraccionarios en 3,5 p.p. para todas las obligaciones en pesos y 2 p.p. sobre cuentas corrientes, cajas de ahorro y otras cuentas a la vista

-integrables en títulos públicos adquiridos en licitaciones primarias con “duration” mayor a 60 días - es de esperar que esta dinámica no continúe en las próximas licitaciones. Aunque, si esperamos que el Tesoro tenga pretensiones de incluir títulos TAMAR para que los bancos tengan alicientes para participar.

Con respecto a este último punto, los bancos al adquirir títulos valuados a TAMAR, obtienen una cobertura sobre su principal fuente de financiamiento que son los depósitos a plazo fijo. Asimismo, al licitar un margen, se apropián del mismo y obtienen un rédito sin incrementar su riesgo.

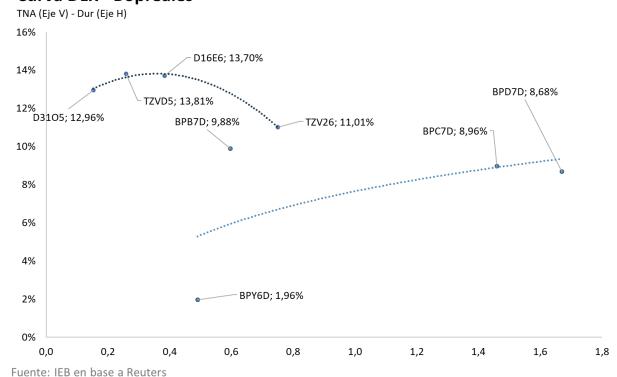
Por otro lado, tanto la curva de pesos y CER-L se vieron negativamente afectadas por la dinámica política aunque para el día jueves ya volvían a rebotar con fuerza. Los CER tuvieron subas superiores al 2% en el tramo medio y largo, lo cual marca que el mercado no tiene expectativas de que la tasa real se encuentre por encima del 15% en el mediano plazo.

Curva Pesos



A pesar de las subas, la incertidumbre permanece y no creemos que se disipe previo a las elecciones, con lo cual las alternativas de inversión que ofrecen baja volatilidad son los “dollar linked” -con rendimientos cercanos al 13%- y las LECAPs cortas. De este modo, es posible aprovechar las elevadas tasas reales en pesos y cubrirse ante un salto del FX.

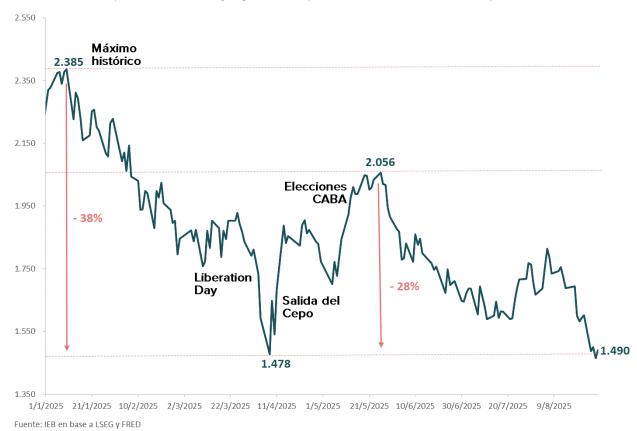
Curva DLK - Bopreales



Renta Variable

Mientras el equity internacional continuó su camino alcista luego del discurso de Jerome Powell en Jackson Hole, la renta variable local mantuvo el rumbo contrario producto de las tensiones en el plano político. A lo que se sumó la temporada de balances por debajo de las expectativas, llevando a un inicio de semana extremadamente negativo para el S&P Merval.

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



Actualmente, el S&P Merval se encuentra en valores similares a los alcanzados en el “Liberation Day”, mínimo desde comienzos de año. Por lo que se podría esperar que funcione como soporte y desde allí comience un sendero de recuperación impulsado por un resultado favorable para el oficialismo en las elecciones de medio término.

Es en medio de este contexto que finalizaron las presentaciones de resultados trimestrales de los

bancos argentinos. **Banco Macro (BMA)** sorprendió presentando la postura más defensiva del sector bancario, con un ROE de 12% para el 2T25 siendo el más alto del sector. Además de ello, supieron contener el margen de interés neto (NIM), finalizando el periodo en 23,5%, (por encima del 23,2% del 1T25 y 19,9% del 2T25) mientras que los préstamos con moras de más de 90 días (NPLs) mostraron un incremento leve con respecto a trimestres comparables (menor a 1%).

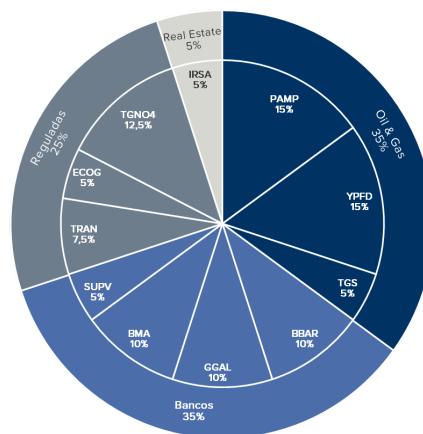
Sin embargo, **Grupo Financiero Galicia (GGAL)**, **Grupo Supervielle (SUPV)** y **BBVA Argentina (BBAR)**, presentaron resultados por debajo de las expectativas del mercado continuando con la dinámica del sector en general, dinámica a la cual no escapó Banco Macro pese a unos resultados por encima del promedio. Hacia adelante creemos que se va a seguir observando un estancamiento de los créditos junto con un crecimiento de los NPLs durante el 3T25. Manteniendo tanto ROEs como NIMs bajos y expectativas de crecimiento acotadas a corto plazo.

	2T25	1T25	2T24
GGAL			
NIM	20,9%	20,6%	53,0%
ROE	9,1%	8,9%	42,8%
NPL	5,5%	3,6%	2,7%
P/BV	1,20	1,68	1,52
BMA			
NIM	23,5%	23,2%	19,9%
ROE	12,0%	3,8%	5,4%
NPL	2,1%	1,4%	1,2%
P/BV	1,08	1,41	1,45
SUPV			
NIM	20,8%	19,2%	36,3%
ROE	5,8%	3,5%	10,4%
NPL	2,7%	2,0%	0,8%
P/BV	0,97	1,64	1,22
BBAR			
NIM	19,1%	19,2%	44,2%
ROE	7,6%	11,4%	19,5%
NPL	2,3%	1,4%	1,2%
P/BV	1,13	1,76	1,23

A pesar de la reacción positiva que se observó durante la rueda de ayer en las acciones, esta no alcanzó para compensar la caída exacerbada que acumuló el sector bancario a lo largo del mes. Dejando los múltiplos P/BV del sector en valores cercanos a los observados en el 1T24, promediando

1,14x al cierre del jueves. **Por lo tanto, dado lo detallado en este semanal, vemos atractivo tomar posición en el sector bancario de cara al proceso electoral.** A pesar de los fundamentos que presenta actualmente el sector -con un tercer trimestre que lucirá aún más desafiante- creemos es el más adecuado para jugar el “trade electoral”, para aquellos inversores que consideren como resultado una victoria del oficialismo. La potencial baja de riesgo ante un triunfo del oficialismo y el flujo de dicho sector producto de la liquidez con la que cuenta dentro del mercado de equity argentino lo tornan, así, en el vehículo con retornos potenciales más elevados como “trade electoral”.

También mantenemos una alta participación en el sector Oil & Gas - segundo sector con mayor liquidez - y un sector que consideramos que ya ha factorizado los fundamentos de un precio internacional del crudo en los niveles actuales. El potencial riesgo podría ser un acuerdo de paz entre Ucrania y Rusia que empuje el precio del crudo a niveles inferiores. También mantenemos nuestra sobreponderación del sector Reguladas, siendo este último el que ha mostrado mayor resiliencia en esta temporada de balances producto de la normalización tarifaria. Es claro que es el sector que presenta flujos de caja más estables y defensivos. Finalmente, el remanente de la cartera lo mantenemos en Real Estate, quedando nuestra cartera de la siguiente forma:



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

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@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

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

VALENTIN VEDDA

Analista - Macro

vvedda@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.