



# Perspectivas PPI 2025:

## Tiempo de consolidar el rumbo

6 de enero de 2025

# Perspectivas PPI 2025:

## Tiempo de consolidar el rumbo

- 1 **Elecciones 2025: ¿qué hay en juego?**
- 2 **Inflación y actividad: dos variables claves en el año electoral**
- 3 **Superávit fiscal: el ancla real del programa**
- 4 **Sector externo y reservas: la gran incógnita de cara a 2025**
- 5 **Monitoreo de pasivos: ¿en qué estado están?**
- 6 **Deuda en dólares: ¿cuál es el próximo objetivo de crédito?**
- 7 **Deuda en pesos: buscando valor en las curvas en pesos**
- 8 **Deuda provincial: camino a *testear* aguas internacionales en 2025**
- 9 **Deuda corporativa: ¿dónde están las oportunidades?**
- 10 **¿Llegan las inversiones? mucho terreno por ganar**
- 11 **Equity: ¿cuáles serán los ganadores de 2025?**

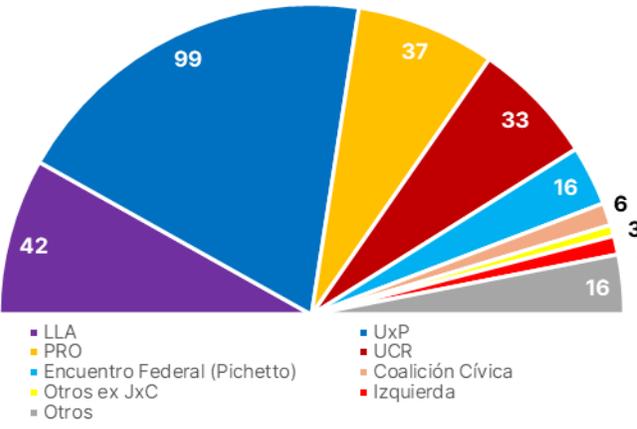
## Cámara de Diputados

### Renovación Cámara Diputados 2025

Bloque	Bancas a renovar	Bancas total	Renueva sobre total
LLA	8	42	19%
<i>Ex JxC</i>	60	95	63%
PRO	22	37	59%
UCR	24	33	73%
Encuentro Federal (Pichetto)	8	16	50%
Coalición Cívica	4	6	67%
Otros ex JxC	2	3	67%
UxP	47	99	47%
Izquierda	4	5	80%
Otros	8	16	50%
<b>Total</b>	<b>127</b>	<b>257</b>	<b>49%</b>

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

### Composición Cámara de Diputados



Más allá del debut de la boleta única, lo diferente de las elecciones legislativas de 2025 respecto a anteriores es que el Gobierno **no pone en juego muchas bancas en el Congreso: sólo 8 en Diputados y ninguna en el Senado**. Igualmente, es una elección relevante. Será el primer test político de la gestión Milei. Si bien el oficialismo demostró tener cintura política a lo largo de 2024 con la aprobación de la Ley de Bases y el paquete fiscal, estos comicios son **una oportunidad para ampliar la representación que tiene en las Cámaras (7 Senadores y 42 Diputados)** y, así, poder realizar reformas estructurales con menor necesidad de negociar con otros bloques.

En este sentido, sin todavía conocerse cómo serán las alianzas entre las distintas fuerzas políticas, a primera vista sería positivo que haya un **traspaso interesante de bancas desde los partidos que conformaban JxC hacia LLA**. En Diputados, el ex bloque de JxC renovará 60 escaños de los 95 que actualmente posee (63%): 22 el PRO, 24 la UCR, 8 Encuentro Federal (Pichetto), 4 la Coalición Cívica y 2 otros. En tanto, en el Senado, se pondrán en juego 9 bancas de las 26 que dispone (35%): 2 el PRO, 4 la UCR y 3 HCF (bloque Pichetto en Senadores). Recordamos que el ex bloque de JxC renueva los escaños obtenidos en los comicios de 2021, que había sido una muy buena elección al conseguir 41,8% de los votos a nivel nacional para diputados frente 33,7% de UxP. Por esto mismo, UxP pondrá en juego menos bancas: 47 en la Cámara Baja (47% de las 99 que tiene) y 14 de la Alta (42% de las 33 que posee). Adicionalmente, otros bloques, como la izquierda y los partidos provinciales, renovarán 12 de las 21 bancas que tienen en Diputados y 1 de las 6 que poseen en el Senado.

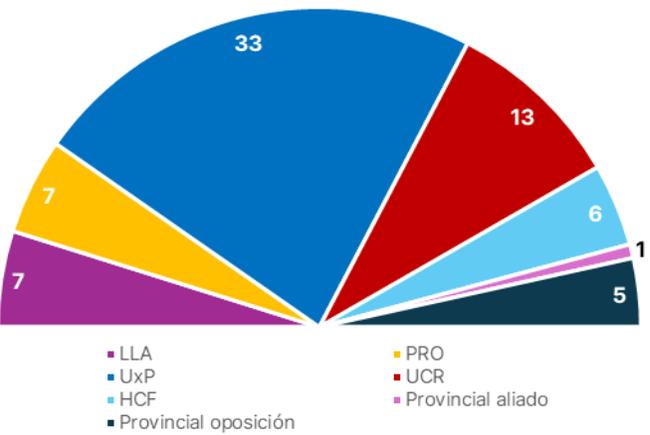
## Senado

### Renovación Senado 2025

Bloque	Bancas a renovar	Bancas total	Renueva sobre total
LLA	0	7	0%
<i>Ex JxC</i>	9	26	35%
PRO	2	7	29%
UCR	4	13	31%
HCF	3	6	50%
UXP	14	33	42%
Provincial aliado	0	1	0%
Provincial oposición	1	5	20%
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>72</b>	<b>33%</b>

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

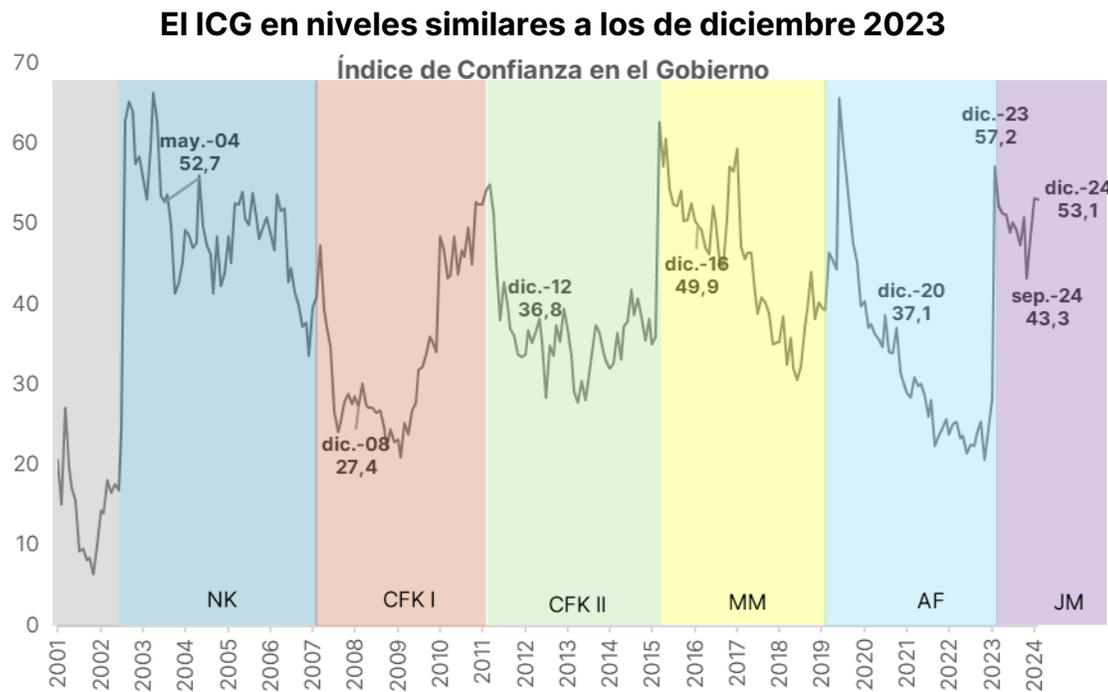
### Composición Senado



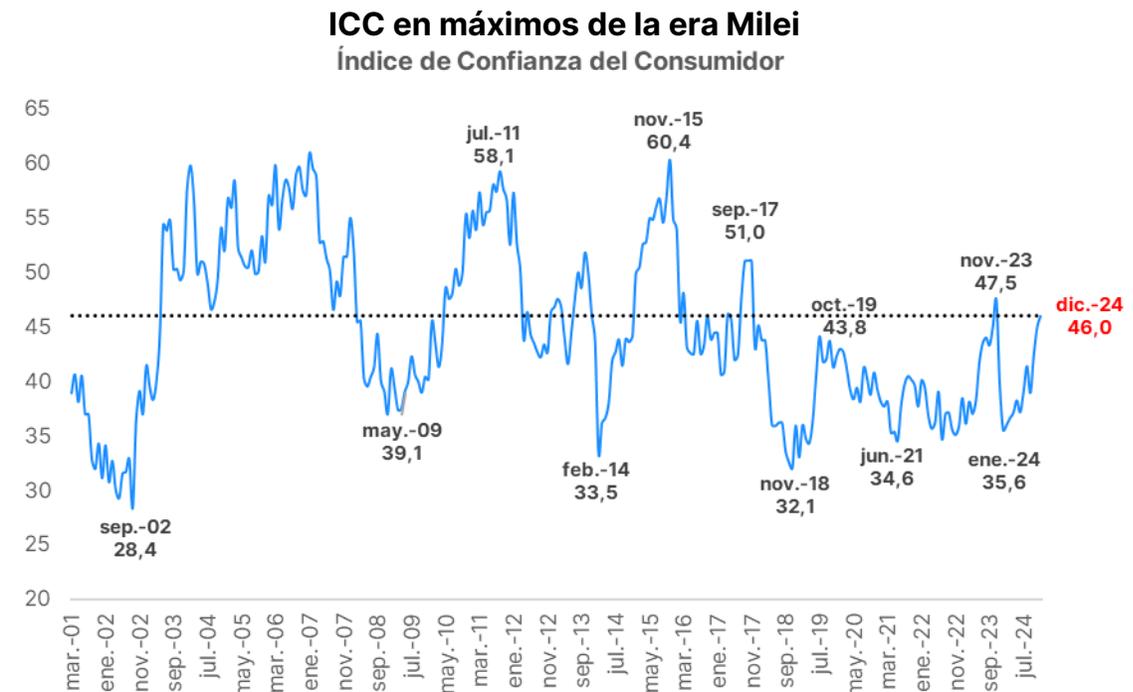
En cuanto al **cronograma electoral**, las fechas que marcarán el compás del mercado serán:

- 15 de mayo: fecha límite de presentación de alianzas.
- 25 de mayo: fecha límite de presentación de listas.
- 3 de agosto: elecciones PASO (si no se llega a un acuerdo para suprimirlas).
- 26 de octubre: elecciones generales.

Por último, destacamos que **todas las provincias elegirán diputados, pero sólo ocho senadores**: CABA, Chaco, Entre Ríos, Neuquén, Río Negro, Salta, Santiago del Estero y Tierra del Fuego. Será clave ver en estas provincias las alianzas, ya que en algunas conviene que vayan separados la LLA y el PRO (*a priori*, CABA y Entre Ríos) –para dejar al peronismo tercero-. Además, Santiago del Estero y Corrientes tendrán elecciones a gobernador.



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**



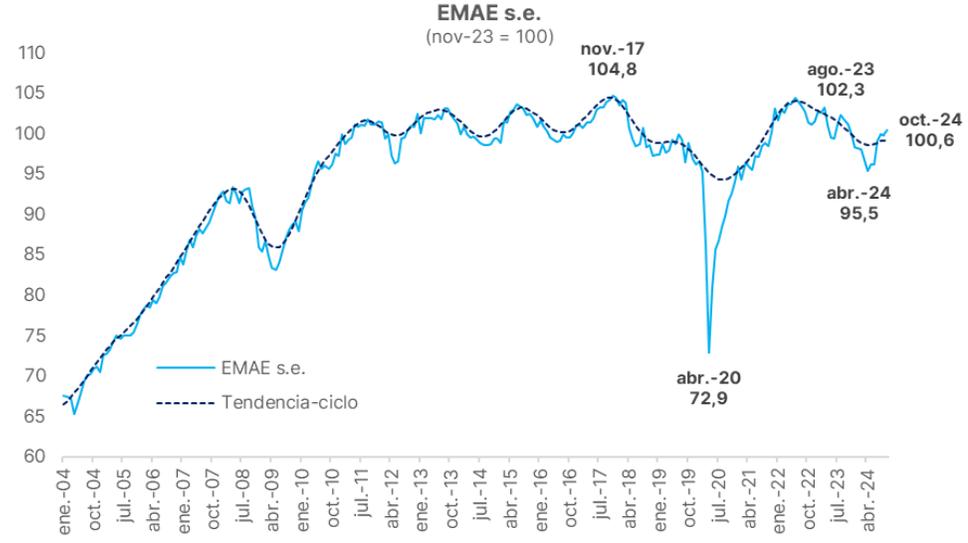
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Uno de los logros de la gestión Milei a lo largo de 2024 es haber **conservado gran parte de su capital político en un contexto de fuerte ajuste fiscal**. Recordemos que el resultado primario pasó de un déficit de 2,7% del PBI en 2023 a un superávit estimado de 1,9% en 2024, debido que el gasto primario se desplomó 28,5% real anual en los primeros once meses del año (para mayor detalle del ajuste ver [página 7](#)), lo que más que compensó la caída de ingresos de 6,6% (-8,4% sin extraordinarios). **El buen momentum económico**, derivado de la consolidación de la desinflación, el blanqueo más exitoso de lo previsto, las compras de divisas en un momento en el que se esperaba que el BCRA vendiera y la compresión de la brecha cambiaria, **resultó en un fuerte rebote de la confianza en el último trimestre**, lo que se evidenció tanto en el Índice de Confianza en el Gobierno (ICG) como en el Índice de Confianza en el Consumidor (ICC).

El **ICG** es un indicador clave para seguir, ya que es un **buen proxy de la intención de voto al oficialismo**. Para tener de referencia, en los últimos años, con un ICG por debajo de 35%, el oficialismo tuvo malas elecciones legislativas a nivel nacional y presidenciales. Luego de trepar 22,6% desde su mínimo en la era Milei marcado en septiembre (+12,2% octubre, +9,9% noviembre y -0,3% diciembre), el ICG alcanzó 53,1% en diciembre, por encima de lo que tenía Fernández (37,1%) y Macri (49,9%) para el treceavo mes de gestión. De esta forma, quedó 7,2% por debajo del pico de diciembre 2023. Por esto mismo, Milei se convierte en **el segundo presidente que más retuvo su capital político durante su primer año de gobierno**, solo por detrás de Néstor Kirchner. Adicionalmente, destacamos que la historia muestra que, si la confianza en el gobierno se mantiene en estos niveles, la LLA podría hacer a priori una buena elección. A modo de ejemplo, en los comicios de medio término de 2017, el ICG se ubicaba en 56,6% en octubre de aquel año y JxC obtuvo 41,8% de los votos a nivel nacional para diputados.

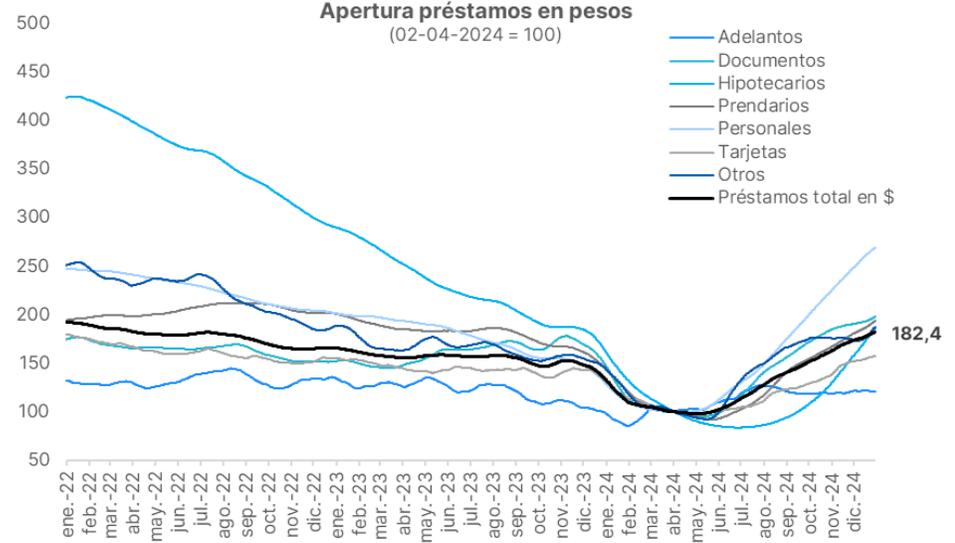
En tanto, el **ICC**, con el cual la UTDT mide la percepción de los individuos sobre el estado de la economía, la situación económica personal y las expectativas de mediano plazo, marcó un **nuevo máximo en la era Milei en diciembre**. Tras escalar 29,3% desde el piso de enero y 18% entre octubre y diciembre, alcanzó 46%. Así, se encuentra apenas 3,1% por debajo del nivel de noviembre 2023.

### Recuperación casi en "V" de la actividad



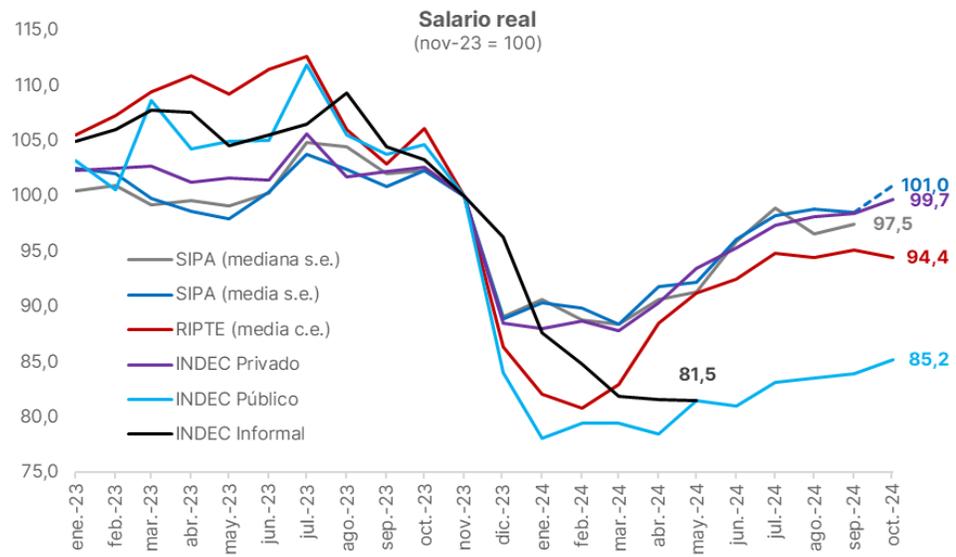
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

### Boom de crédito al sector privado



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

### Fuerte rebote de los salarios reales



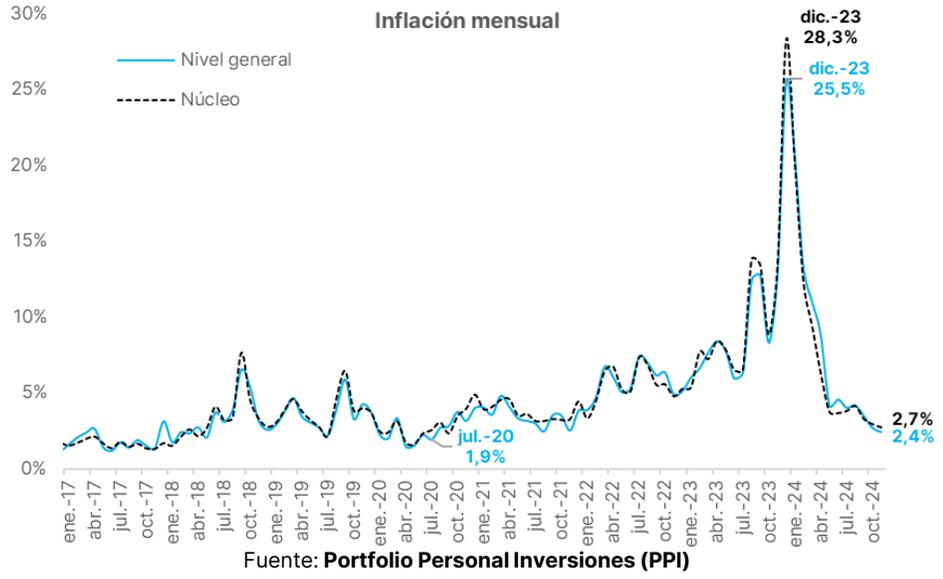
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La actividad económica hizo piso en abril y tuvo una recuperación casi en forma de "V". El EMAE, *proxy* del PBI, recortó 6,7% entre agosto 2023 (inicio de la recesión) y abril 2024, lo que fue prácticamente compensado por el rebote de 5,3% entre abril y octubre 2024. Así, tras seis subas consecutivas, se encuentra 0,6% por encima del nivel de noviembre 2023, pero todavía se ubica 1,7% por debajo del de agosto 2023. **Hay espacio para que la actividad haga *catch up*.** Más aún, considerando que podría escalar 4,2% para volver al pico de noviembre 2017, previo al *Sudden Stop* en la gestión Macri.

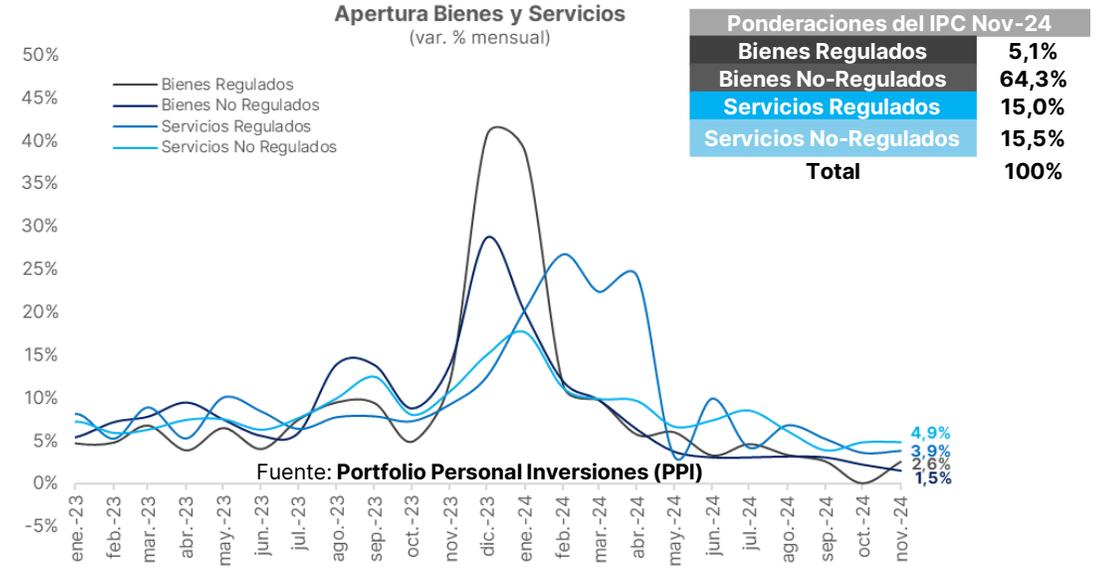
Asumiendo que la actividad se expande 0,6% s.e. en el cuarto trimestre de 2024 en línea con el último REM (supuesto pesimista porque implica caída mensual de 0,2% promedio en noviembre y diciembre), deja **un arrastre estadístico para 2025 de 1,9%**. Las consultoras privadas proyectan un rebote del PBI de entre 3% y 5%, por lo que ven crecimiento real más que puro arrastre estadístico. **Los drivers que impulsarían son la recuperación del salario real y del crédito.** Es decir, sería una **recuperación por consumo** (68,7% del PBI) más que por inversión (sólo incentivada por el RIGI en un contexto de cepo).

Si bien los **préstamos en pesos** escalaron 82,4% real desde su piso de abril, impulsado por los préstamos personales (+168,6%), **tienen lugar para seguir creciendo.** El stock de préstamos a PBI es 8,9% frente a 13,3% en 2017. Los que tienen más espacio para aumentar son los vinculados al consumo, como los personales y los hipotecarios. Por su parte, los **salarios reales del sector privado casi se recuperaron por completo desde los mínimos** marcados tras la fuerte aceleración inflacionaria de diciembre y el primer trimestre de 2024 (0,3% debajo del nivel de noviembre 2023). Si se mantuviesen en este nivel, el salario real promedio del sector privado sería 5,2% superior en 2025 al de 2024. Los salarios del sector público (-14,8%) vienen recuperándose (de forma más lenta). Los informales ya habrían hecho piso (-18,5%), pero es información con mucho rezago (mayo). 5

## Fuerte desaceleración inflacionaria en 2024

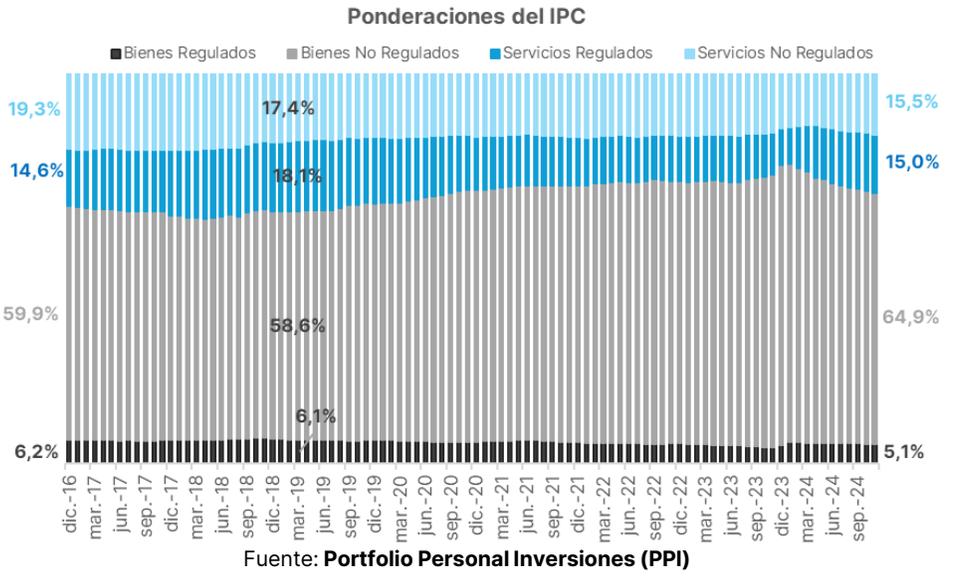


## Inminente baja del *crawl*/para atacar los bienes no regulados



Ponderaciones del IPC Nov-24	
Bienes Regulados	5,1%
Bienes No-Regulados	64,3%
Servicios Regulados	15,0%
Servicios No-Regulados	15,5%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

## Los servicios no regulados tienen espacio para recomponerse

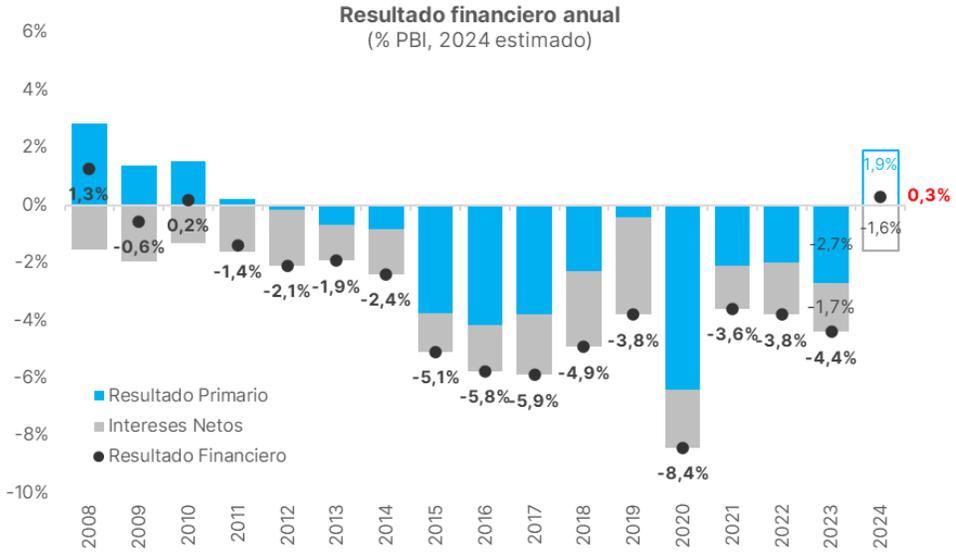


La desaceleración inflacionaria fue uno de los grandes logros de la gestión Milei en 2024. **La inflación general mermó de un pico de 25,5% en diciembre 2023** (la más alta desde febrero 1991) tras el salto discreto del dólar oficial de 118,3% el 13/12/23 **a 2,4% en noviembre**. En tanto, la núcleo recortó de un récord de 28,3% para la serie con origen en enero 2017 a 2,7%. Ambas medidas marcaron su ritmo más bajo desde febrero 2020 al excluir la pandemia.

En base a los dichos de Milei y Caputo luego de los últimos dos buenos *prints* de inflación, para consolidar la desaceleración, **se optaría por reducir el *crawling peg* de 2% a 1% para influir sobre los bienes no regulados** (64,3% de la canasta). Estos viajaron al 1,5% en noviembre, por lo que quebraron por primera vez el umbral de 2% desde que se impuso este *crawl* en diciembre 2023 tras la devaluación. Difícilmente puedan mantenerse por debajo del 2% por mucho tiempo sin esta desaceleración. Por ende, el *crawl* pasó de ser un ancla nominal a una suerte de barrera para desinflar. Por esto, **el mercado *pricea* parcialmente la baja del *crawling peg* a partir de febrero**. Esta maniobra también cobraría sentido en un contexto en el que los precios relativos continúan ajustándose. **Los servicios no regulados todavía tienen espacio para seguir recomponiéndose** por las subas no realizadas en diciembre 2023 y enero 2024, lo que presiona la inflación al alza al viajar por encima de 4%. Su ponderación actual es de 15,5%, aunque llegaron a pesar 17,1% en marzo 2019, cuando los precios relativos estaban relativamente "alineados".

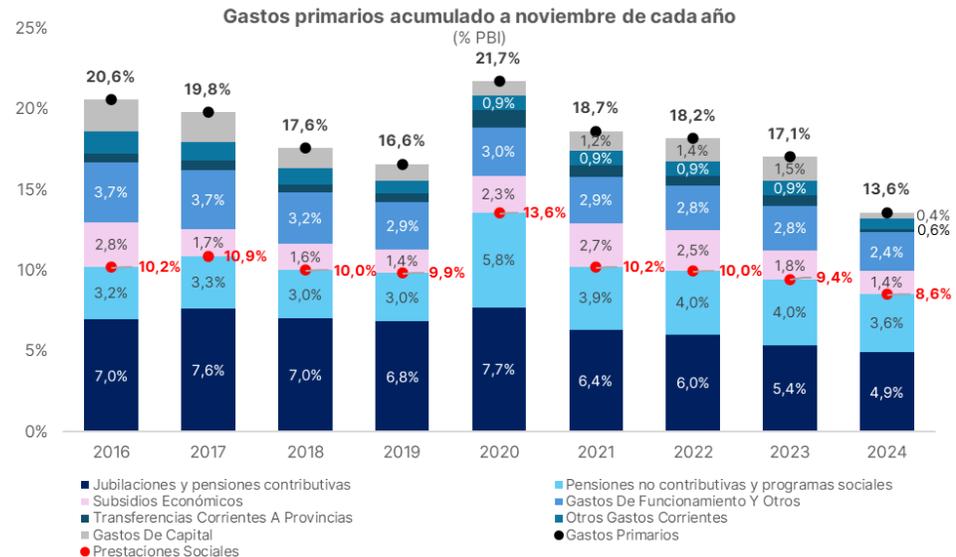
**¿Qué espera el mercado para 2025?** La inflación cerraría 2024 en 117,5% (asumiendo 2,6% en diciembre) frente a 211,4% en 2023. El mercado espera que la tendencia a la baja se profundice en 2025, con la inflación mensual alcanzando 1,4% promedio en el segundo semestre (ver [página 27](#)). Prevé que la inflación sea 18% en 2025, mucho más optimista que el REM de noviembre (26,8%).

## De déficits fiscales crónicos a superávit



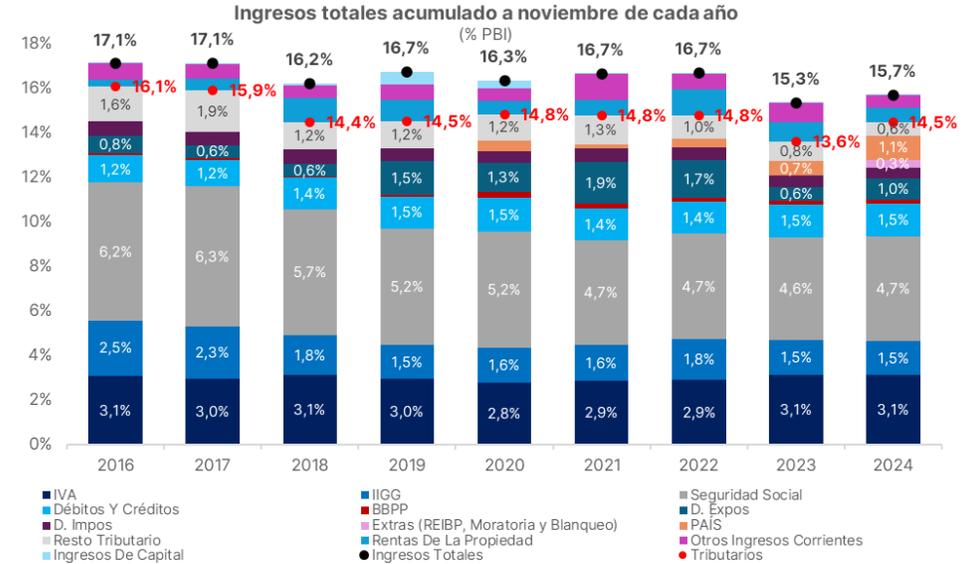
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Fuerte ajuste del gasto público



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Hay espacio para que los ingresos se recuperen



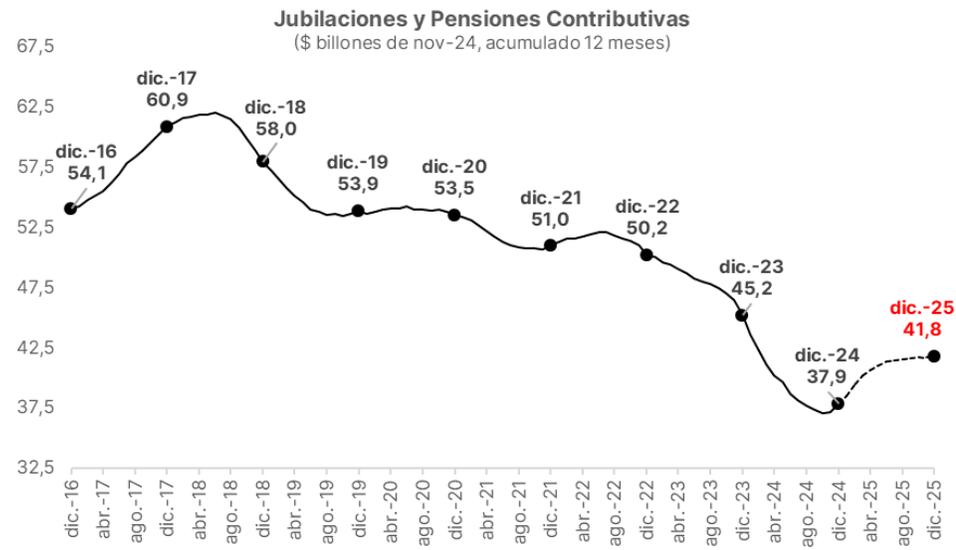
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Al asumir, el Gobierno se propuso un objetivo desafiante en el frente fiscal: **equilibrar las cuentas públicas tras 13 años consecutivos de déficits financieros**. El compromiso con el ancla fiscal fue tal que incluso se sobrecumplió la meta de “equilibrio fiscal”. En los primeros 11 meses de 2024, se obtuvo un superávit primario de 2,1% del PBI y uno financiero de 0,6%. El MECON estima que el año cerró con un **resultado positivo primario de 1,9% y uno financiero de 0,3%**, lo que en los hechos implicaría un diciembre muy favorable considerando la estacionalidad del gasto (déficit primario de 0,2% frente a 0,8% promedio en la gestión Fernández). Así, se habría alcanzado el **mayor superávit primario y financiero desde 2008**.

**¿Qué hubo detrás del ajuste? Un recorte del gasto primario de 3,5 pp del PBI en 11 meses del año**, bajando de 17,1% a 13,6%, el **nivel más bajo desde el 2000**. Se dio una **combinación de “licuadora” y “motosierra”**, con foco en lo segundo en la última parte del año. Las partidas del gasto que mayor ajuste tuvieron en 2024 fueron: i) gastos de capital (de 1,5% a 0,4%); ii) prestaciones sociales (de 9,4% a 8,6%); iii) subsidios económicos (de 1,8% a 1,4%); iv) transferencias a provincias (de 0,6% a 0,2%); y v) gastos de funcionamiento (de 2,8% a 2,4%).

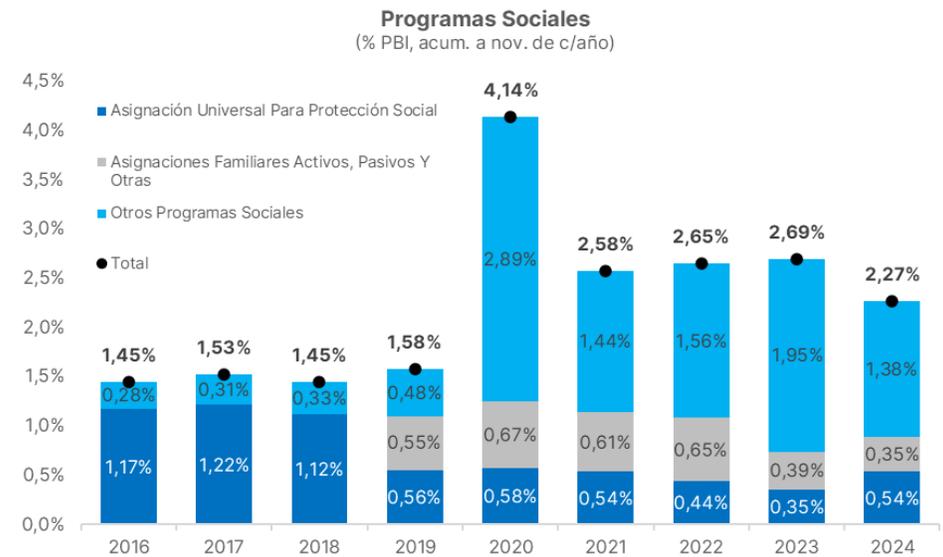
Por su parte, los **ingresos totales** subieron 0,4 pp del PBI en 11 meses del año, pasando de 15,3% a 15,7%, pero aún así permanecieron en el **nivel más bajo desde 2002 al excluir 2023**. Esta mejora se explicó principalmente por los **ingresos extraordinarios**, como el REIBP, la moratoria y el blanqueo, que **aportaron 0,3% del PBI**. El impuesto PAÍS, que se eliminó el 23/12, contribuyó con 1,1% del PBI, 0,4 pp más que en 2023. Es clave que en 2025 la pérdida de recaudación por ingresos extraordinarios sea compensada con una **recuperación de los tributos vinculados a la actividad y el empleo**. Los que tienen mayor espacio para rebotar son los impuestos a la seguridad social (+1,6 pp del PBI) y el impuesto a las ganancias (+0,9 pp).

## Jubilaciones al alza, pero sin boom



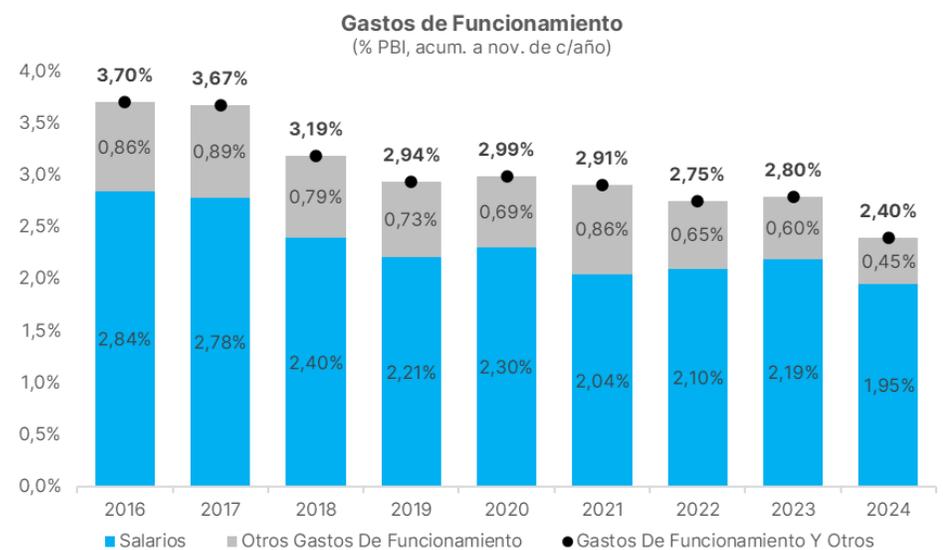
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Cambio estructural en los programas sociales



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Salarios públicos seguirían contenidos



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

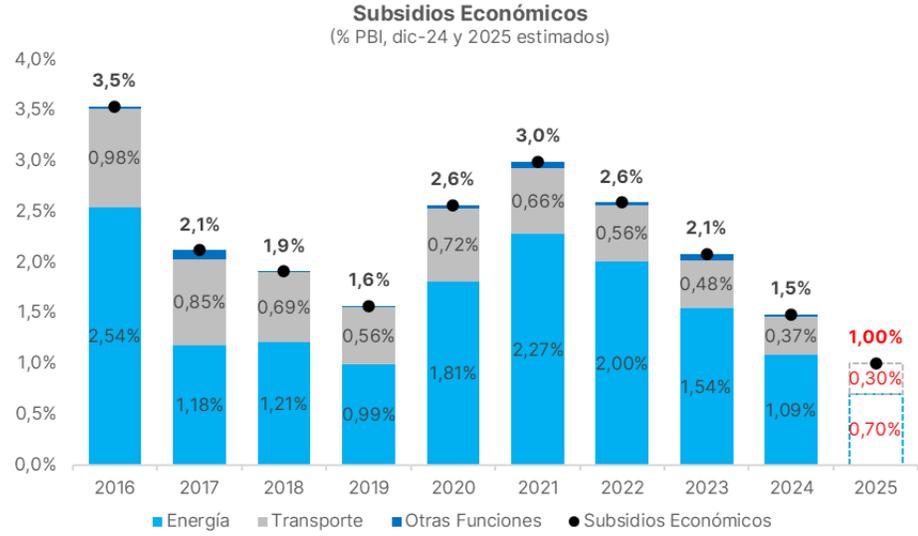
A pesar de ser un año electoral, el gobierno no puede relajar la política fiscal como suele ocurrir en Argentina, ya que, justamente, es el ancla real que sostiene el programa. No solo es clave el **tono de "halcón fiscal"** que mantiene (se anunció "más motosierra" en 2025), sino también algunos **cambios estructurales que dejó el 2024**.

Por el lado de las **jubilaciones** (5,5% del PBI y 36% del gasto primario), el cambio en la fórmula previsional a partir de julio generó una indexación que **las estabilizó en niveles históricamente bajos**. Según estimamos, el gasto acumulado de 12 meses podría crecer 10% en términos reales (baja base de comparación versus 2024) para estabilizarse desde mediados de 2025 en niveles 16,8% y 7,5% inferiores a los de 2022 y 2023. En relación al PBI, implicaría un incremento de 0,3/0,4%.

En cuanto a los **programas sociales** (2,5% del PBI y 16,3% del gasto primario), **la desintermediación de las organizaciones sociales habría implicado un cambio estructural**. La drástica reducción de "otros programas sociales" de 1,95% a 1,38% del PBI entre 2023 y 2024 (11 meses) más que compensó el fuerte aumento de la Asignación Universal para la Protección Social (de 0,35% a 0,54% PBI). Así, se incrementó la protección sobre los estratos más bajos a pesar de que el agregado de programas sociales recortó de 2,69% a 2,27% PBI. Con miras a 2025, los niveles pre pandemia de 0,48% PBI permiten imaginar que **el gobierno podría aplicar recortes adicionales sobre esta partida**.

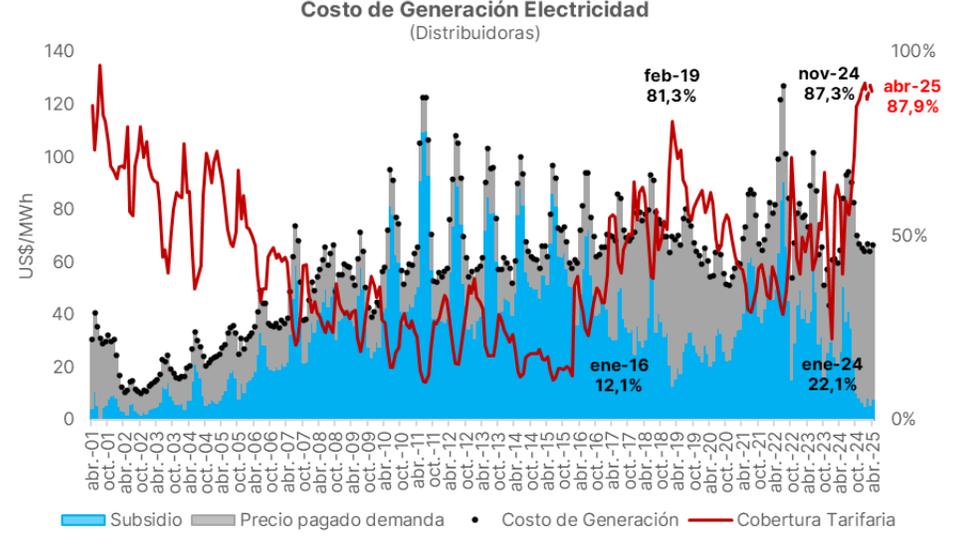
Respecto a los **gastos de funcionamiento** (2,7% del PBI y 17,7% del gasto primario), no se vislumbra un fuerte rebote de los salarios públicos, que caerán 20% versus 2023, ya que la **negociación paritaria** se perfila a ser **forward looking**. El resto de los gastos de este rubro también reflejaron la "motosierra" de este año al tocar mínimos desde 2016, al igual que los salarios.

## El gran recorte vendría en subsidios energéticos



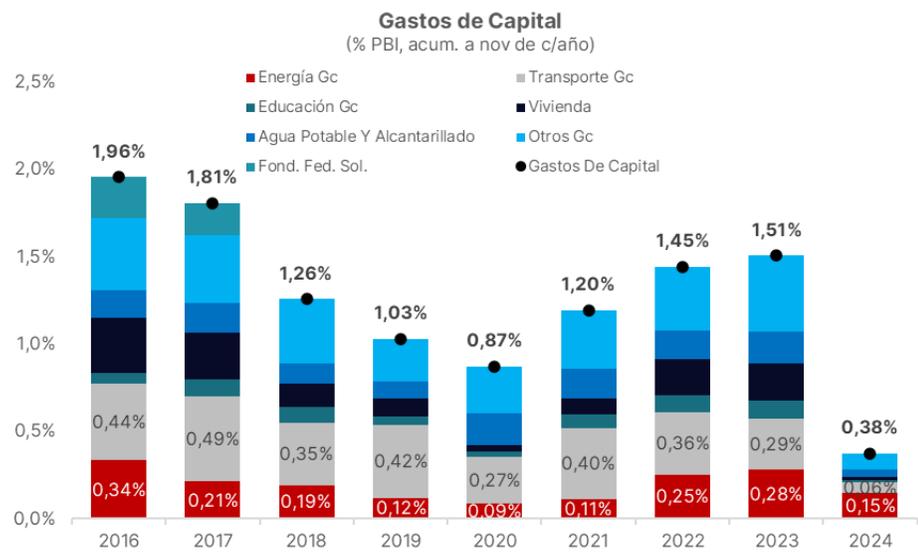
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## La suba de tarifas terminará de impactar en 2025



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## El ajuste en CAPEX luce parcialmente reversible



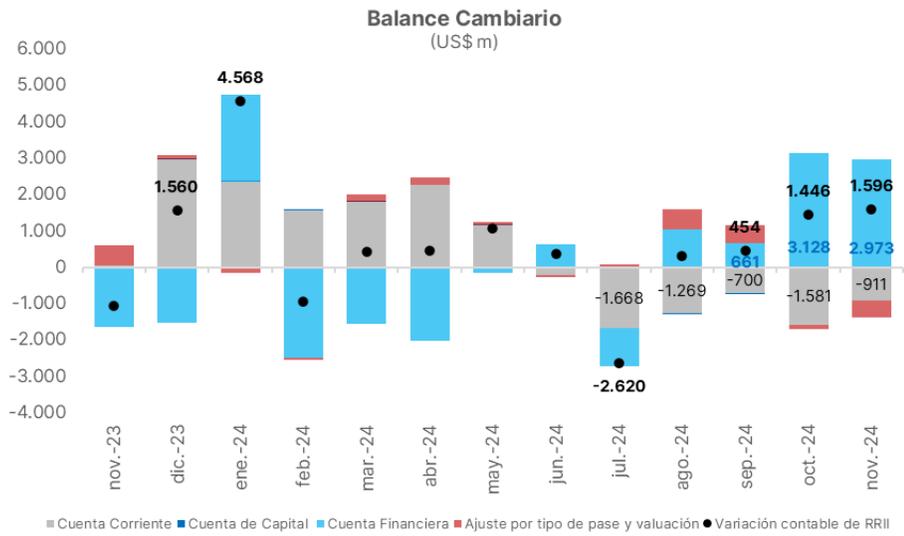
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El gobierno focalizó una porción relevante del ajuste en los **subsidios económicos, que recortaron de 2,1% del PBI en 2023 a 1,5% en 2024**, mínimos desde 2016. Los subsidios energéticos, producto de fuerte subas de las tarifas de electricidad y gas, recortaron de 1,5% a 1,1% del PBI, mientras que los subsidios al transporte, vía significativo aumento inicial de tarifas de colectivos y trenes en el AMBA, retrocedieron de 0,5% a 0,4% del PBI.

La suba de las tarifas eléctricas comenzó en abril, de manera general, y se intensificó sobre las demandas residenciales N2 y N3 en junio de manera particular. Las tarifas de gas natural siguieron el mismo patrón, con el primer incremento en abril. De esta manera, el ajuste tarifario terminó operando con plenitud recién en el segundo semestre de 2024, mientras que **en 2025 tendrá impacto sobre todo el año**. A modo de ilustración, **la cobertura de la tarifa eléctrica por distribuidoras pasará de ser de 51,5% promedio en el primer cuatrimestre de 2024 a un estimado de 89,5% en el primero de 2025** (en base al programa estacional de CAMMESA). Al ser los subsidios a la electricidad el 65% de los subsidios energéticos, estimamos que esta mejora en el ratio de cobertura implicaría una **reducción de entre 0,3% y 0,4% del PBI de los subsidios energéticos**.

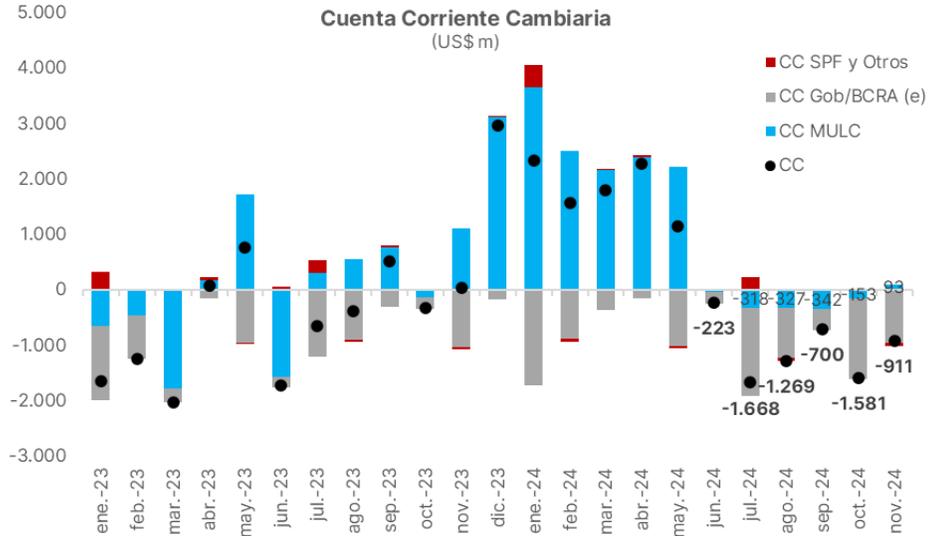
Por el lado de los gastos que tienen más lugar para expandirse, se destacan los de capital. **El CAPEX se desplomó de 1,5% en 2023 a 0,4% PBI en 2024** (11 meses). En retrospectiva, representa el 44% del anterior mínimo histórico de 2020 (pandemia) y apenas el 19% del récord de 2016 de la era Macri. Con vistas a un año electoral, en el que las negociaciones políticas con las provincias tendrían un peso relevante, y a un modelo que requiere **un salto de la productividad para sostener un tipo de cambio real bajo en términos históricos, cuesta imaginar un 2025 que no exhiba un rebote en este rubro**. En la misma línea política, las transferencias corrientes a las provincias (de 0,62% a 0,22% PBI en 2024) también podrían relajarse. La magnitud del rebote dependerá del espacio que otorguen la mejora en la recaudación y la contención del resto del gasto.

## El blanqueo devolvió la acumulación de reservas



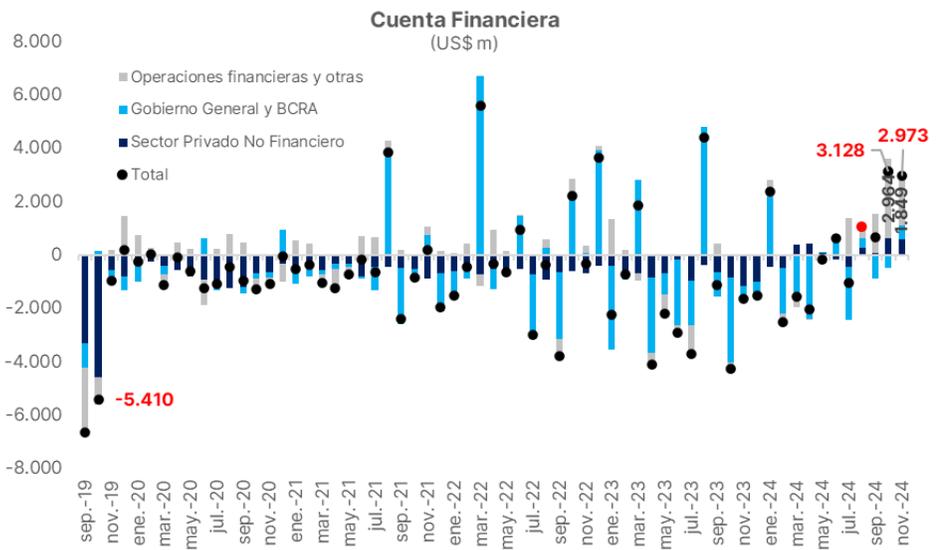
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Cuenta corriente deficitaria (privada ajustada)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Cuenta financiera superavitaria desde el blanqueo



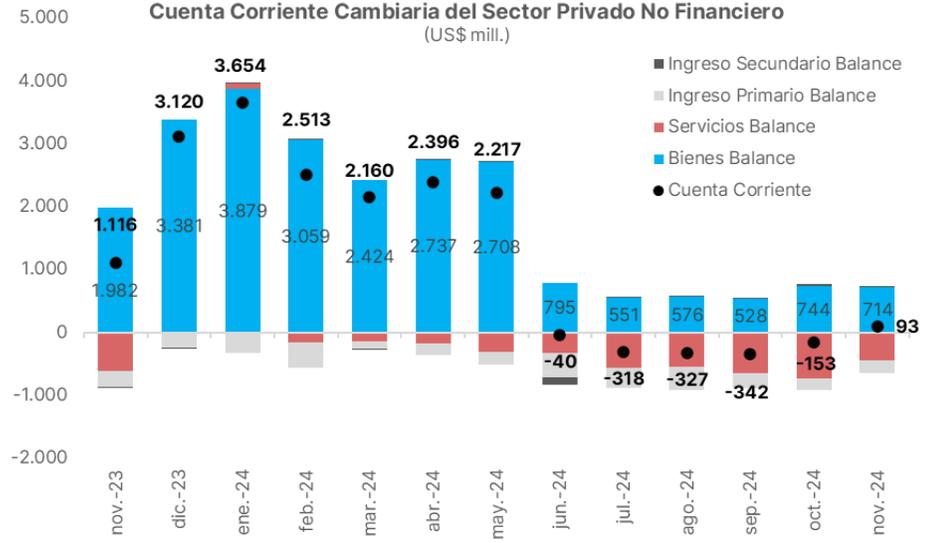
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El blanqueo fue clave para cambiar la dinámica de acumulación de reservas. Mientras que en los primeros meses de la administración Milei la variación de reservas fue muy positiva, principalmente por una cuenta corriente superavitaria, la tendencia fue agotándose hasta llegar a una pérdida de US\$2.620m en julio (pago de soberanos). A partir de agosto, **se revirtió el ciclo gracias a la entrada de los dólares del blanqueo por la cuenta financiera**, focalizada en octubre y noviembre. Este elemento permitió a los activos, que habían retrocedido desde mayo, retomar el rally iniciado tras el *ballotage*.

La cuenta corriente, que fue positiva en los primeros seis meses del gobierno gracias a un superávit privado holgado impulsado, en buena medida, por la calendarización del pago de importaciones, pasó a terreno entre levemente negativo y neutro desde junio. A esto se sumó el déficit del sector público por el pago de intereses, que empujó a la cuenta corriente a un déficit de seis meses consecutivos con un acumulado de US\$6.352m. **Con vistas a 2025, el sector privado se perfila a mantenerse en terreno negativo, mientras que el gobierno afrontará pagos de intereses por US\$6.800m entre bonos, FMI y el resto de los organismos. Esto redundará en una cuenta corriente deficitaria que requerirá una cuenta financiera positiva para evitar la caída de reservas.**

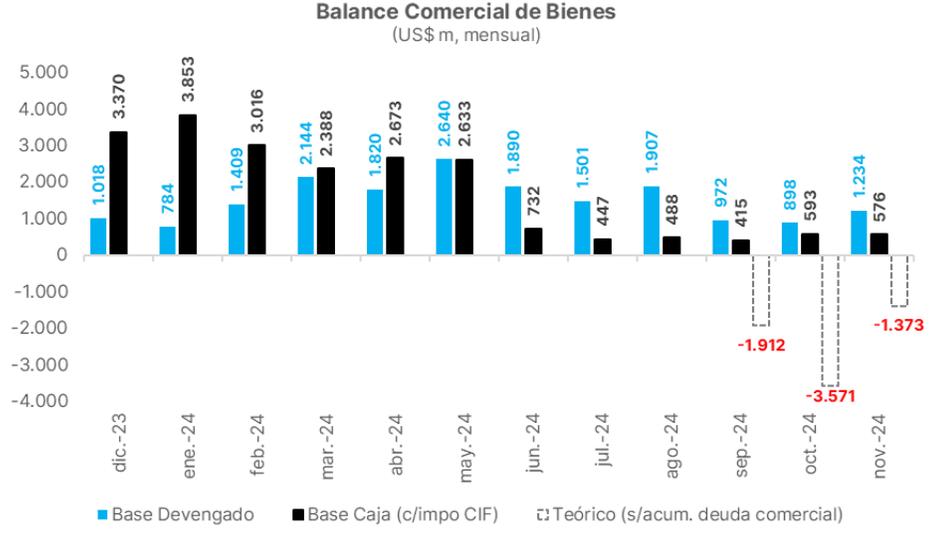
Por su parte, la cuenta financiera experimentó un cambio significativo a partir de septiembre con el blanqueo, al registrar sendos superávits en torno a US\$3.000m mensuales en octubre y noviembre, lo que más que compensó el déficit de cuenta corriente. El blanqueo tuvo la particularidad de permitir una cuenta financiera positiva con Cepo (algo inédito), operando como una entrada de capitales pero del sistema local. **La clave será la magnitud de esta entrada a lo largo de 2025, pudiendo contribuir las colocaciones de corporativos en el exterior (CCL), lo cual implicaría pescar "fuera de la pecera del blanqueo".**

## Reducción del saldo comercial desde junio



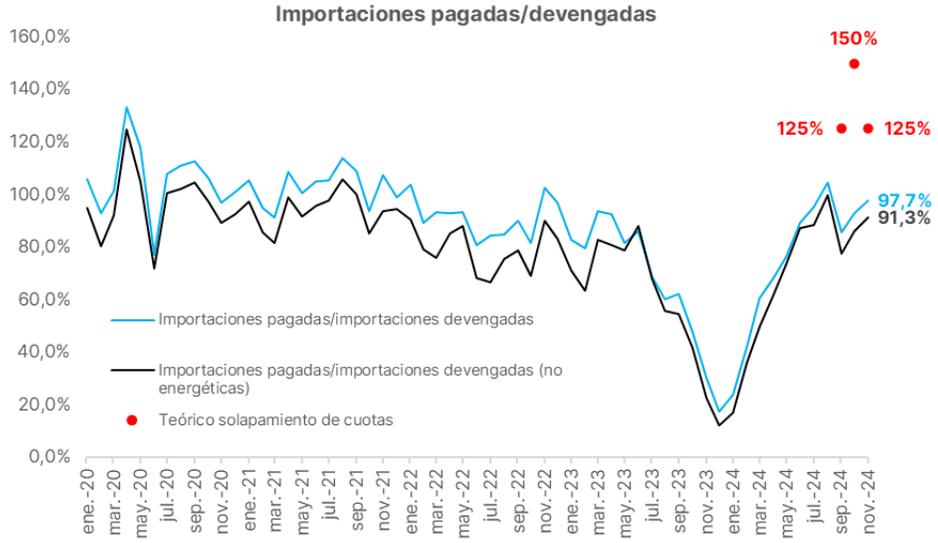
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## El carry sostiene el superávit de bienes



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Pagos de importaciones menores a los previstos



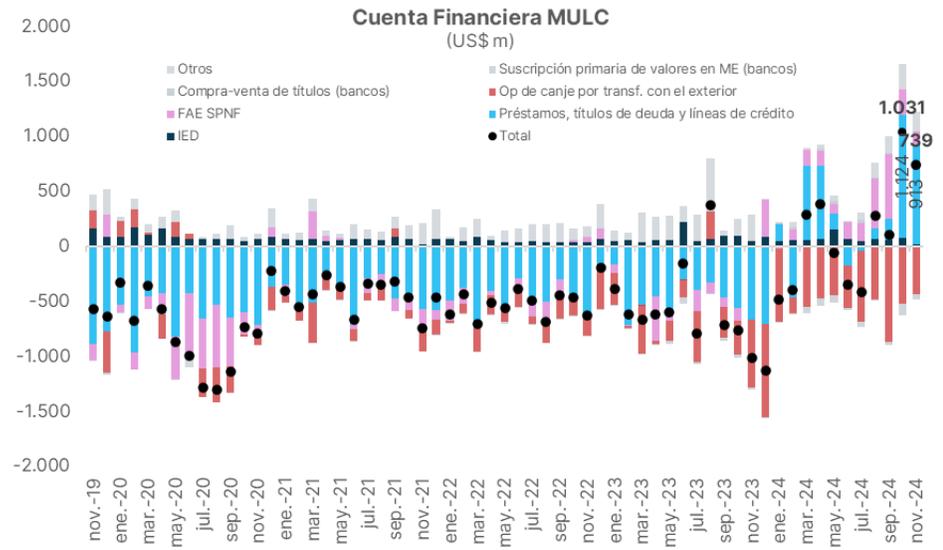
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El deterioro en la cuenta corriente privada se dio básicamente por la desaparición del efecto de la postergación de los pagos de importaciones en los primeros cinco meses del año. Además, la “pérdida” que implica la liquidación del 20% de las exportaciones por el *blend* estuvo presente todo el año. Así, el superávit cambiario de bienes se achicó de US\$2.400/3.900m en diciembre/mayo a US\$500/800m desde junio.

Lo destacable es que, a pesar de su disminución, el saldo de bienes siguió siendo positivo por el diferencial positivo entre la tasa de interés en pesos y el *crawling peg (carry)*, que incentivó el adelantamiento de los cobros de exportaciones y la postergación de los pagos de importaciones (aún con acceso otorgado al MULC). Al respecto, comparamos el balance de bienes cambiario “teórico” entre septiembre y noviembre, que hubiera tenido lugar si los exportadores no acumulaban deuda comercial (cobro de 80% de las exportaciones devengadas por MULC) y si los importadores hacían uso de su acceso al MULC en meses en el que el solapamiento de cuotas del “viejo” y “nuevo” esquema provocaba que las pagadas pudieran representar 150% de las devengadas. La conjunción de ambos factores arrojaba saldos “teóricos” de entre US\$1.300m y US\$3.600m entre septiembre y noviembre, que *ex post* no se verificaron: se mantuvieron en terreno positivo. Detrás de esta dinámica, no hubo otra cosa que exportadores adelantando cobros e importadores postergando pagos. **Para 2025, el balance de bienes teórico se sitúa en un déficit de US\$1.458m en caso de mantenerse el *blend***, ya que las exportaciones serían de US\$66.441m (el 80% de US\$83.051m) y las importaciones de casi US\$67.899m (REM noviembre). **Es por ello que es clave que se sostenga esta dinámica de *carry* para atenuar el déficit privado de cuenta corriente.**

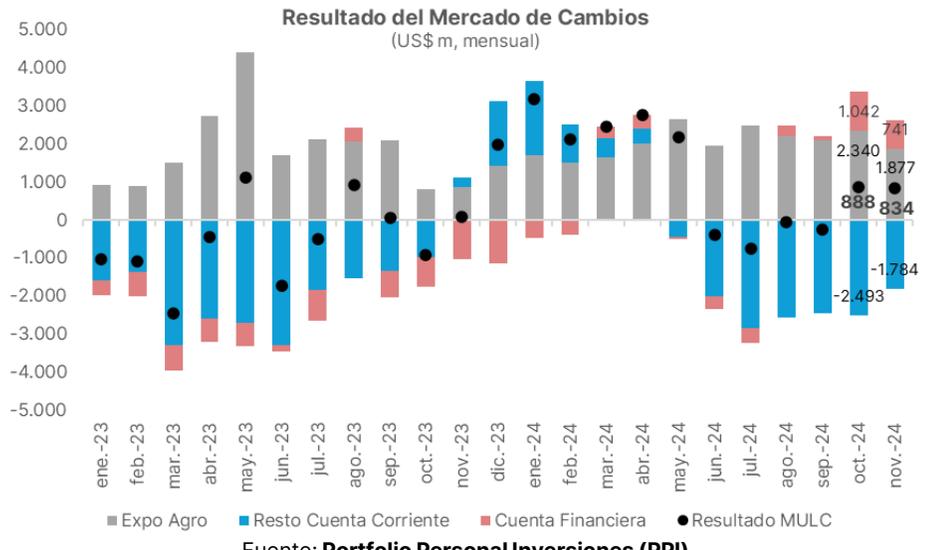
En cuanto al déficit de servicios, que promedió US\$760m en octubre/noviembre, está atenuado por pagos de tarjeta de turismo emisivo sin acceso a MULC por unos US\$380m (registrados como ingreso por la cuenta financiera). No obstante, el TCR bajo presionará directa (MULC) y/o indirectamente (intervención vía MEP) sobre las reservas. 11

## El blanqueo generó una dinámica virtuosa de la CF



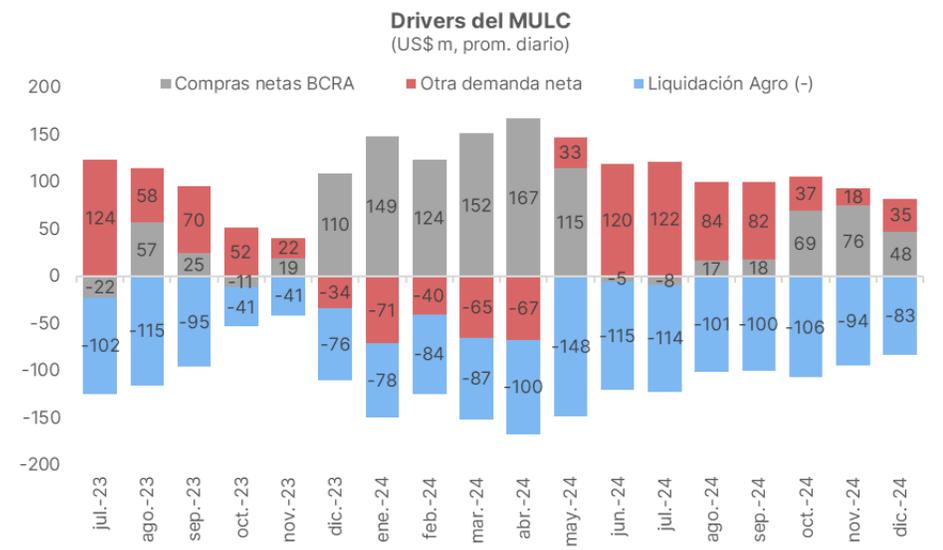
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## La CF empezó a "ayudar" al agro



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## La tendencia se extendió en diciembre



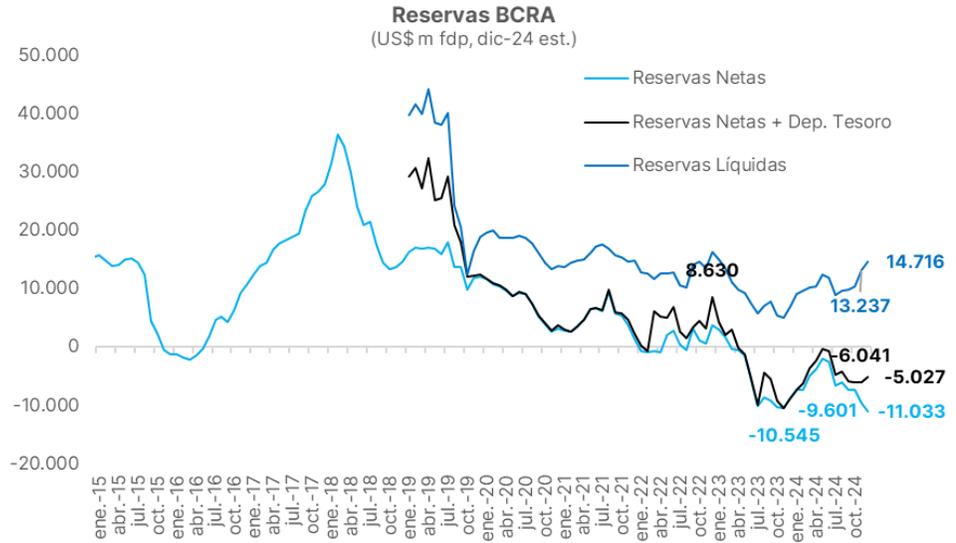
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En octubre y noviembre, la cuenta financiera del MULC volvió a ser superavitaria en magnitudes relevantes por primera vez desde 2017. **El blanqueo activó una dinámica virtuosa de fuerte suba de los depósitos en dólares, que redundó en un salto de los préstamos en esta moneda y colocaciones de ONs corporativas en MEP.** La línea "préstamos, títulos de deuda y líneas de crédito" muestra un ingreso neto por la cuenta financiera no observado en más de cinco años en torno a los US\$1.000 millones mensuales. Esta dinámica se habría extendido en diciembre.

La nueva tendencia provocada por el blanqueo a partir de septiembre, y plenamente manifestada a partir de octubre, fue que **al siempre positivo agro se sumó una cuenta financiera superavitaria, que más que compensó el usual déficit de la cuenta corriente ex-agro** (a excepción del período diciembre-abril en el que la postergación de pagos de importaciones permitió un superávit). Esto redundó en un resultado holgado del mercado de cambios del sector privado de más de US\$800 millones en octubre y noviembre, tras cuatro meses de resultados neutros o levemente negativos.

Esta tendencia se prolongó en diciembre. Los determinantes de las compras del BCRA en el MULC (aunque a menor ritmo que en noviembre) fueron un agro que siguió liquidando a buen ritmo y una "otra demanda neta" que se mantuvo en niveles "bajos" como en octubre y noviembre. Esto implica que la cuenta financiera privada casi compensó la suma del déficit de la cuenta corriente ex-agro y el acceso al MULC de las provincias para afrontar vencimientos de deuda. **La desaceleración en las compras oficiales de las últimas ruedas de diciembre muestran que el desafío serán los pagos de importaciones que ya no estarán postergados a la espera de reducciones en el impuesto PAÍS** (como ocurrió entre agosto y diciembre), **aunque seguirán incentivados a posdatarse por el diferencial entre la tasa en pesos y el ritmo de devaluación (carry trade).** 12

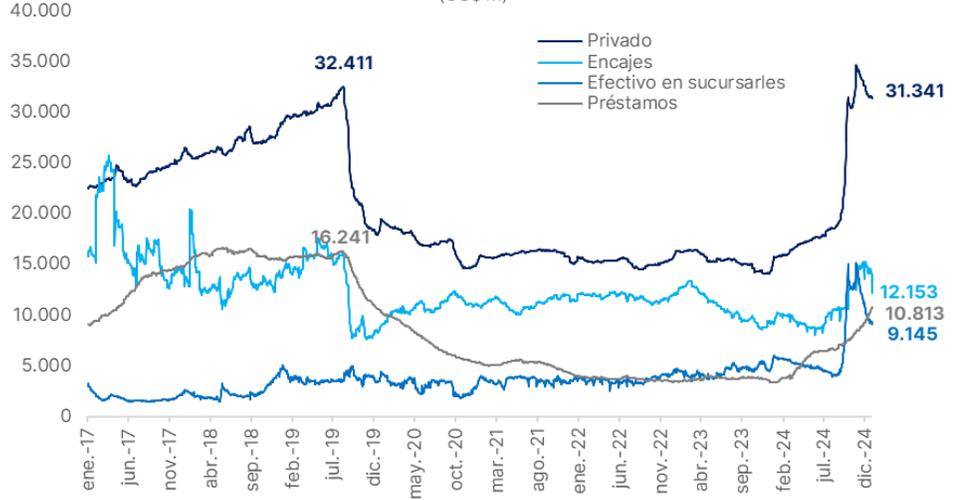
## La gran diferencia con fin de 2023 es la liquidez



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Sigue habiendo dólares ociosos

Aplicaciones de los depósitos en dólares del sector privado (US\$m)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Descomposición de reservas al 27/12/24

Activos (1)	31.524	Pasivos a 12 meses (2)	42.557
Valores (3)	3.241	Swap chino	17.808
Divisas y depósitos (US\$) (4)	11.476	Encajes	14.017
Oro	5.190	Instituciones financieras	0
Divisas y depósitos (Yuan)	11.578	Repo SEDESA	1.966
DEGs	42	Cheques en divisas	20
Otros	-2	Depósitos gobierno	6.006
		Otras obligaciones en US\$	30
		BOPREAL S1	39
		BOPREAL S2	1.167
		BOPREAL S3	1.007
		Resto	498
		<b>Reservas netas (1) - (2)</b>	<b>-11.033</b>
		<b>Reservas netas + Depo. Gob.</b>	<b>-5.027</b>
		<b>Reservas líquidas (3) + (4)</b>	<b>14.716</b>

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Las **reservas netas cerraron 2024 en un estimado de -US\$11.033m**, por debajo de los mínimos de -US\$10.545m de fin de nov-23, producto de reservas brutas por US\$31.524m y pasivos a 12 meses vista por US\$42.557m (metodología FMI, que sigue el BCRA en su publicación mensual de “Reservas Internacionales/Liquidez en Moneda Extranjera”). La primera diferencia es que a fin de dic-24 se deducen los depósitos del Tesoro en el BCRA como pasivos por US\$6.006m, cuando en nov-23 eran prácticamente cero. Así, **la suma de reservas netas y estos depósitos asciende a -US\$5.027m** versus -US\$10.481m en nov-23, aunque con el pago de soberanos de enero esta medida descenderá a -US\$8.300m. La segunda diferencia es que **hoy se incluyen como pasivos de corto plazo las tres series de BOPREAL (solo los pagos necesariamente en dólares) por US\$2.200m**, que si bien tuvieron origen en la acumulación “forzosa” de deuda por parte de los importadores en 2023, no eran un pasivo de la autoridad monetaria (sino privado). Más allá de esta diferenciación, consideramos que lo más relevante pasa por **las reservas líquidas del BCRA, que son las que determinan la capacidad de intervención tanto en el MULC como en los dólares financieros**. El BCRA conservaba una liquidez estimada en US\$14.716m a fin de diciembre y pasarían a US\$11.400m tras el pago de soberanos del 10/01. Al respecto, el REPO del BCRA con bancos internacionales por US\$1.000m mejorará tanto las reservas líquidas como netas, ya que el pasivo incurrido es a un plazo de 2 años y 4 meses.

**La clave para que tanto las reservas netas como líquidas sigan aumentando es que se sostenga la dinámica virtuosa iniciada a partir de la entrada de los dólares del blanqueo.** Con un stock de depósitos similar al actual, los préstamos en dólares pre *Sudden Stop* 2018 llegaron a US\$16.500m, por encima de los US\$10.813m actuales. Es decir, el efectivo en sucursales en US\$9.145m es excesivo para el nivel actual de depósitos (US\$1.800m en 2017). La caída reciente de depósitos (US\$3.263m desde el 31/10) podría estar relacionada a colocaciones de ON MEP, que el emisor va liquidando en el MULC, transformándose en suba de reservas netas.

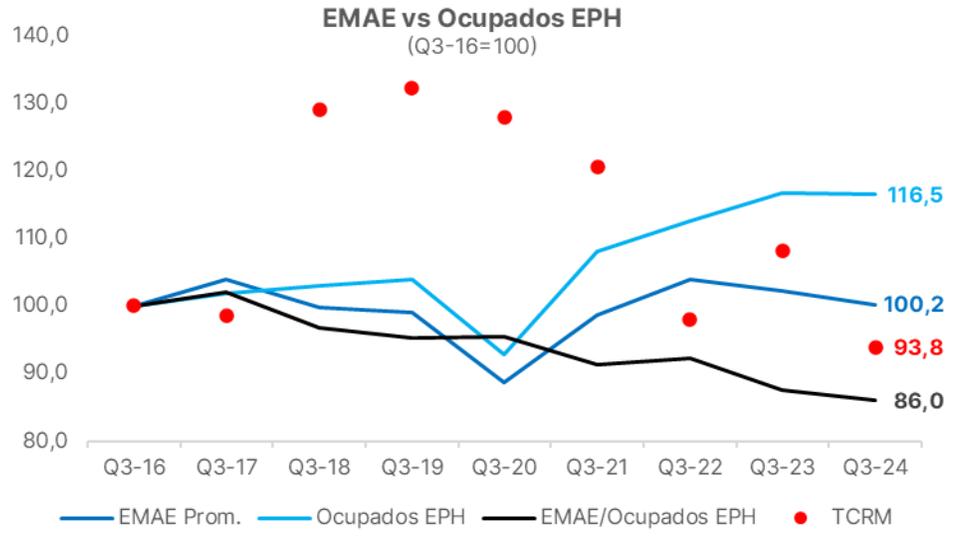
## Proyección de cuenta corriente cambiaria 2025

<i>Con Blend</i>	Cuenta Corriente	Bienes	Expo	Impo	Servicios	Intereses
Privada	-6.458	-1.458	66.441	67.899	-2.000	-3.000
Pública	-6.798	0	0	0	0	-6.798
<b>Total</b>	<b>-13.256</b>	<b>-1.458</b>	<b>66.441</b>	<b>67.899</b>	<b>-2.000</b>	<b>-9.798</b>

<i>Sin Blend</i>	Cuenta Corriente	Bienes	Expo	Impo	Servicios	Intereses
Privada	10.152	15.152	83.051	67.899	-2.000	-3.000
Pública	-6.798	0	0	0	0	-6.798
<b>Total</b>	<b>3.354</b>	<b>15.152</b>	<b>83.051</b>	<b>67.899</b>	<b>-2.000</b>	<b>-9.798</b>

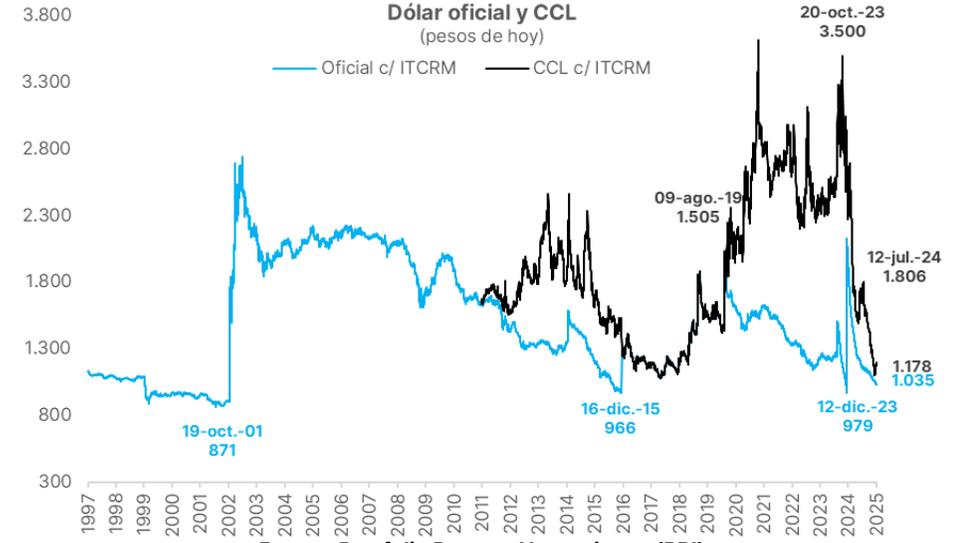
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Productividad baja tensiona con TCRM bajo



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Un TCRM muy ajustado



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La cuenta corriente (CC) se perfila a deficitaria en 2025. El sector público nacional tendrá pagos de intereses por US\$6.800m, considerando que US\$1.050m ya fueron transferidos al BONY en octubre. Por su parte, el **déficit del sector privado dependerá de la existencia del blend y del grado de apalancamiento comercial**. El superávit comercial devengado sería de US\$15.152m (REM), aunque el sostenimiento del *blend* (post octubre se iría a otro esquema) lo transformaría en un **déficit de US\$1.458m**. No obstante, **de mantenerse el carry de exportadores e importadores**, podría crecer la deuda comercial y el **balance de bienes cambiario ser superior**. Asumiendo un déficit de servicios de US\$2.000m (neto de los ingresos de cuenta financiera, CF, por pago de turismo emisivo con dólares MEP) y de intereses privados por US\$3.000m, el agujero a financiar sería de US\$13.000m. La eliminación del *blend* supondría un superávit de US\$3.300m, aunque habría un *outflow* (de magnitud incierta, pero significativo) por la CF, que sería la intervención del BCRA para reemplazar a los exportadores (US\$15.000/16.000m en 2024). **La reciente suba de la brecha alejó la idea de una pronta eliminación del blend**.

Si bien el déficit de CC podría ser financiable con los dólares "ociosos" del blanqueo, eventuales emisiones de deuda corporativa en el exterior y entrada de capitales por el sector público, **queda claro que el TCR es bajo para tener equilibrio en la CC y, mucho más, para acumular reservas sostenidamente**. Respecto al ingreso de capitales del sector público, el BCRA consiguió un REPO y no debería descartarse un acuerdo con el FMI con *new money* (aunque el Cepo seguiría siendo la traba). El gobierno parece confiar en que el blanqueo operó como primer puente y el FMI operaría como un segundo hasta que Vaca Muerta y la minería "sean una realidad" y, mientras tanto, hacer las reformas para que la mejora en la productividad permita tener un TCR más bajo. Al respecto, uno de los últimos trabajos relevantes<sup>1</sup>, muestra que la productividad estaba 9,3% por debajo del pico de 2007 en 2016. Como *proxy*, el producto por trabajador ocupado cayó 14% adicional desde entonces. El TCRM de 3Q-24 era 6,2% menor al de 3Q-16 y es la mitad del de 2007.

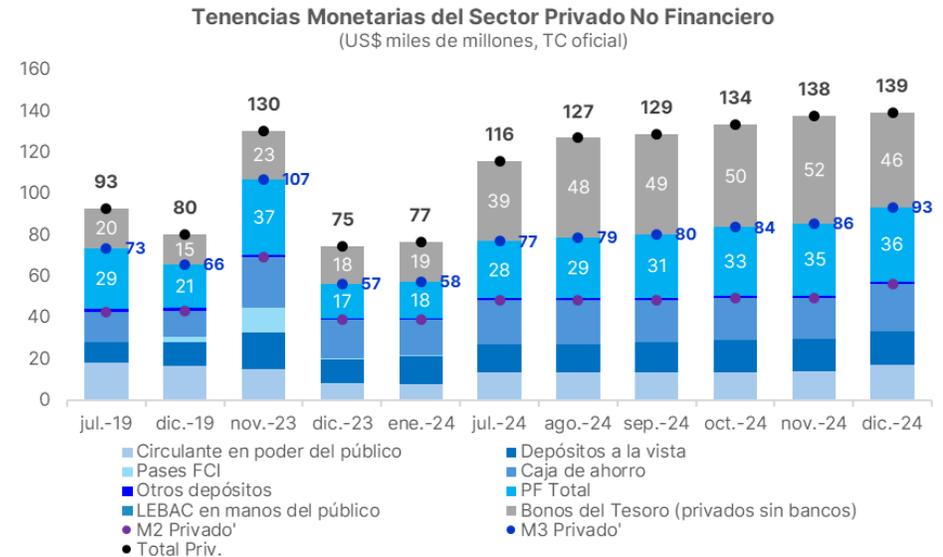
<sup>1</sup>Baumann Fonay, I. & Cohan, L. (2018). Crecimiento económico, PTF y PBI potencial en Argentina

## Brechas en niveles bajos



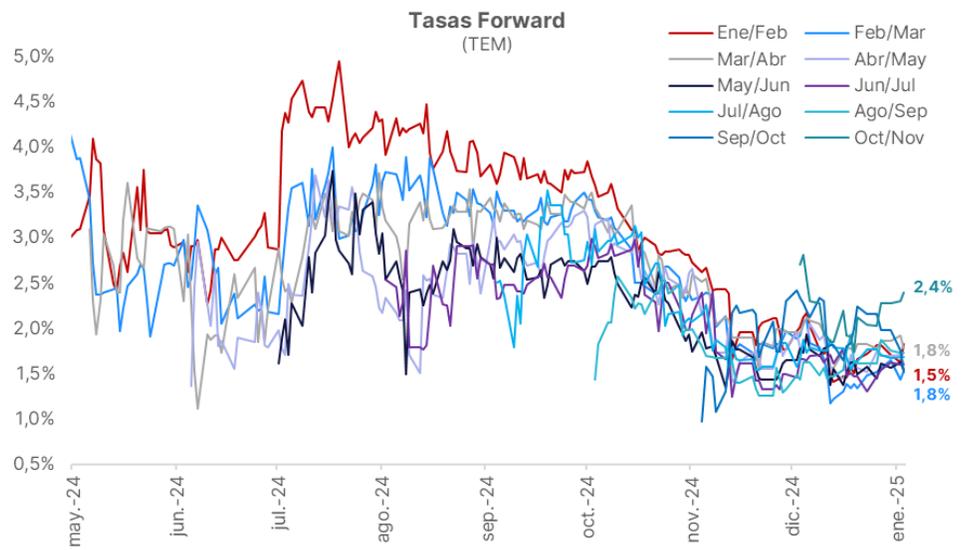
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## El problema son los stocks de pesos, no los flujos



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## El mercado descuenta *statu quo* cambiario hasta las elecciones

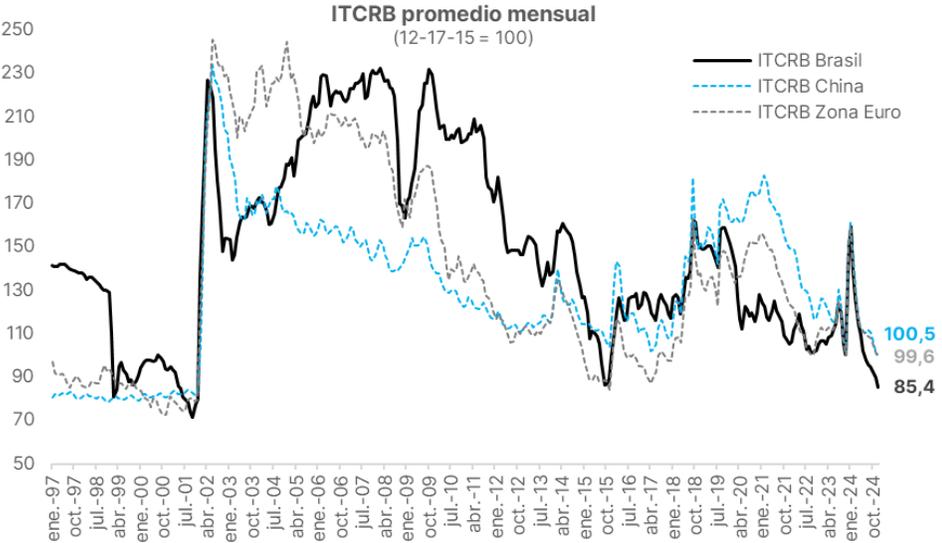


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**Que la brecha esté en niveles bajos no implica que se acerque la salida del Cepo.** Para sostener la desinflación, el gobierno tiene que mantener la brecha acotada, interviniendo cuando lo considere conveniente (como se vio en las últimas ruedas de diciembre en las que utilizó un estimado de US\$270/280m). **La clave es que tiene reservas líquidas para hacerlo** (ver [página 13](#)). Salir del Cepo implicaría romper la regla cambiaria que, hasta ahora, le ha dado frutos al programa económico. En otras palabras, el *carry* en el que están posicionados exportadores e importadores se desarmaría, al igual que el endeudamiento en dólares MEP que permite que la cuenta financiera sea superavitaria. La escasez de reservas netas (no líquidas) le impediría al BCRA liberar la cuenta financiera y el pago de dividendos (cuenta corriente) y fijar el tipo de cambio en simultáneo. **Es en ese aspecto, el de los stocks, por el que el equipo económico seguiría optando por manejarse con extrema cautela.** Las tenencias monetarias privadas (estimando las tenencias no bancarias de deuda en pesos) se encuentran muy por encima del mes previo a la reinstauración de controles cambiarios hace más de cinco años.

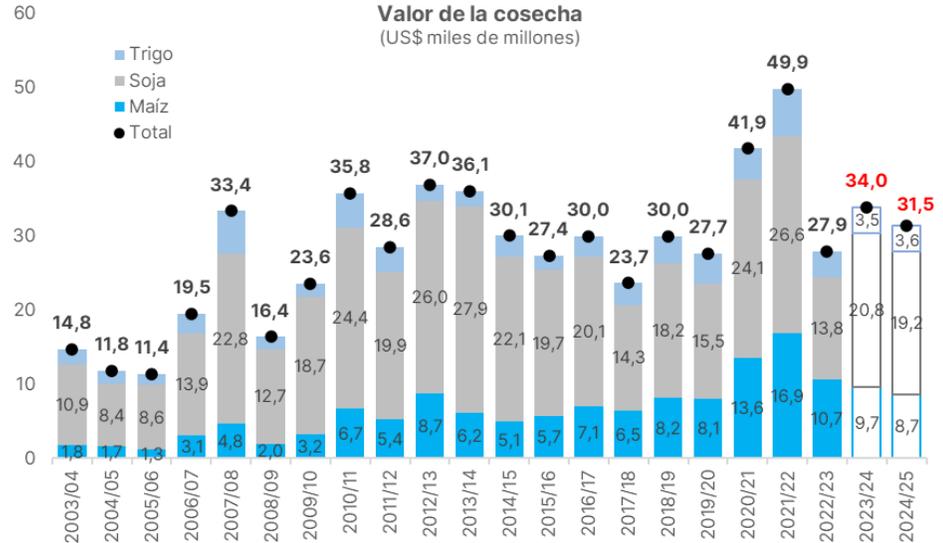
**El mercado *pricea un statu quo* cambiario.** Las implícitas de ROFEX descuentan una desaceleración del *crawling peg* en algún momento del verano, en línea con las promesas de Milei y Caputo luego de los dos últimos datos positivos de inflación. Esto se refleja en tasas mensuales de suba del tipo de cambio inferiores al 2% entre febrero y octubre. Recién para noviembre, el mercado espera que se acelere levemente el ritmo de devaluación a 2,4%, por lo que no descuenta un salto discreto (o al menos de gran magnitud) post elecciones de momento.

**TC real presionado por Brasil y dólar fuerte en el mundo**



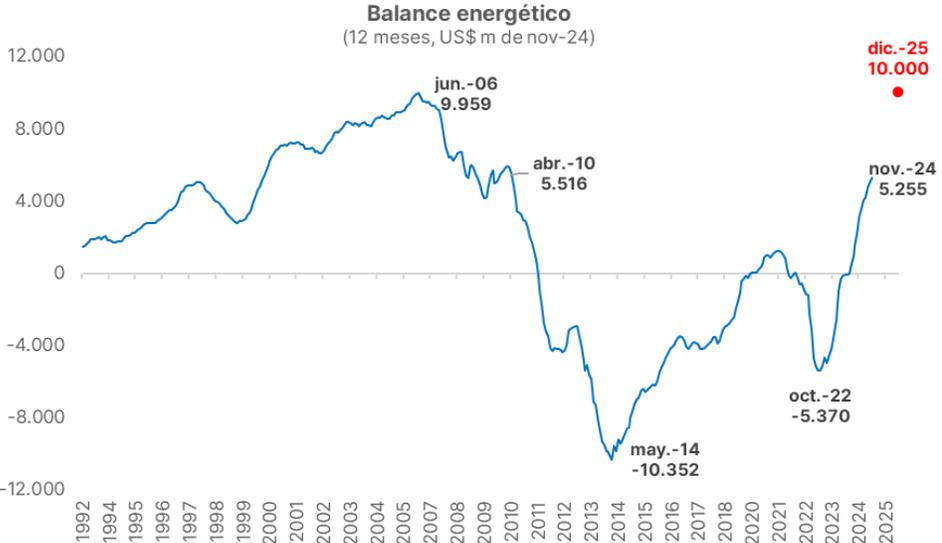
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**El valor de la cosecha tensionado por la baja de commodities**



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**El superávit energético podría ser menor de lo previsto**



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Consideramos que los **principales riesgos** que podría enfrentar el esquema cambiario en 2025 **son de origen externo**. Se resumen en tres: **la situación económica en Brasil, las consecuencias de las posibles políticas de Donald Trump y la desaceleración del crecimiento en China.**

Brasil es nuestro principal socio comercial con una ponderación de 30% en el ITCRM. Para el peso argentino no es inocua la depreciación del real brasileño. Más aún al considerar que el tipo de cambio real está muy bajo en términos históricos. Sólo hubo un peso más apreciado en la víspera del fin de la Convertibilidad y de las devaluaciones de diciembre 2015 y diciembre 2023. La situación en Brasil no sólo podría profundizar la apreciación del peso en un marco en el que la cuenta corriente ya es deficitaria (se requeriría un mayor superávit financiero para financiar este desbalance), sino que también podría impactar negativamente en la actividad si la depreciación del real es recesiva. Habría menores exportaciones de manufacturas de origen industrial, que representan casi un tercio del total en los últimos 12 meses.

Las políticas de Trump podrían extender aún más la apreciación del peso, ya que implicarían un dólar fuerte a nivel mundial. Esto a su vez presionaría a la baja los precios de los *commodities* agrícolas y del crudo. Respecto al petróleo, el efecto negativo sería doble, ya que Bessent anunció que se producirán 3m de barriles adicionales diarios cuando EE.UU. ya está produciendo un récord de 13,6m. La menor demanda de China, que viene desacelerando su crecimiento, profundizaría la caída del precio de la soja y del crudo al ser uno de los principales demandantes. Dicho esto, el valor de la cosecha gruesa estimado en US\$31.500m para 2025 (-US\$2.500m anual) podría ser techo si no hay una suba de las cantidades producidas que lo compense (la falta reciente de lluvias juega en contra), al igual que el superávit energético previsto en US\$10.000m.

## Stock de deuda en moneda extranjera

US\$ millones	Total	% PIB
<b>Organismos Internacionales</b>	<b>70.983</b>	<b>12,8%</b>
FMI	40.558	7,3%
BID	15.488	2,8%
BIRF	9.578	1,7%
CAF	3.954	0,7%
Otros	1.405	0,3%
<b>Club de Paris</b>	<b>1.204</b>	<b>0,2%</b>
<b>Otros Bilaterales</b>	<b>2.601</b>	<b>0,5%</b>
<b>Banca Comercial</b>	<b>261</b>	<b>0,0%</b>
<b>Otros</b>	<b>5.519</b>	<b>1,0%</b>
Letras en Garantía	4.371	0,8%
Avales	1.147	0,2%
Letras del Tesoro*	0	0,0%
<b>Deuda con BCRA*</b>	<b>68.987</b>	<b>12,4%</b>
<b>Títulos Públicos</b>	<b>101.684</b>	<b>18,3%</b>
<b>Total Moneda Extranjera</b>	<b>251.238</b>	<b>45,3%</b>

Nota: (\*) Deuda intra sector publico.

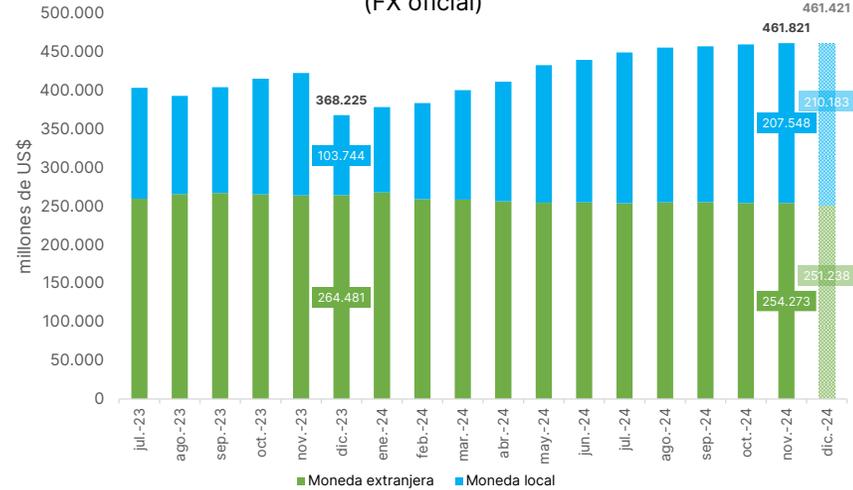
## Stock de deuda en moneda local

US\$ millones	Total	% PIB
Tasa fija	35.111	6,3%
CER	140.175	25,3%
Badlar	23.234	4,2%
Dollar Linked	3.067	0,6%
Dual	8.596	1,6%
<b>Total Moneda Local</b>	<b>210.183</b>	<b>37,9%</b>
<b>Total</b>	<b>461.421</b>	<b>83,2%</b>

Nota: Datos oficiales al Segundo trimestre de 2024 y actualizados con estimaciones propias a diciembre 2024.

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

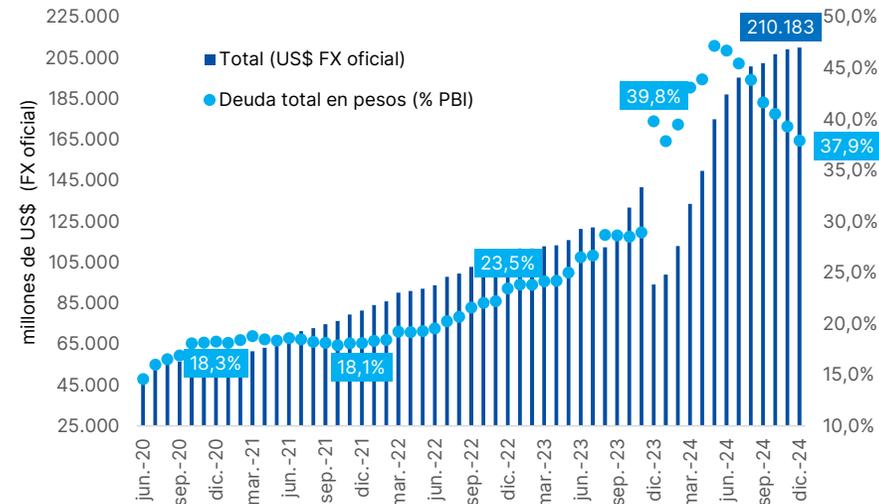
## Evolución de la deuda del Sector Público (FX oficial)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Nota: Datos oficiales a noviembre 2024 (diciembre estimado)

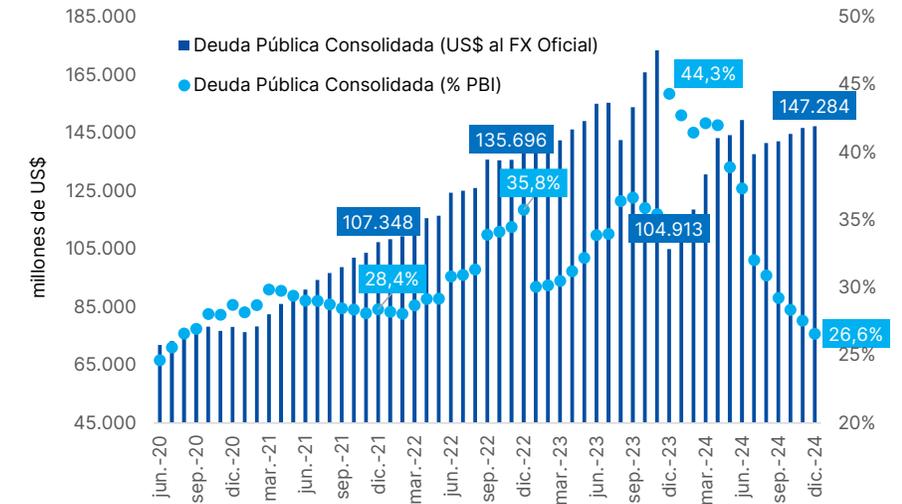
## Stock de deuda del Tesoro en pesos (en % de PIB – FX oficial)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

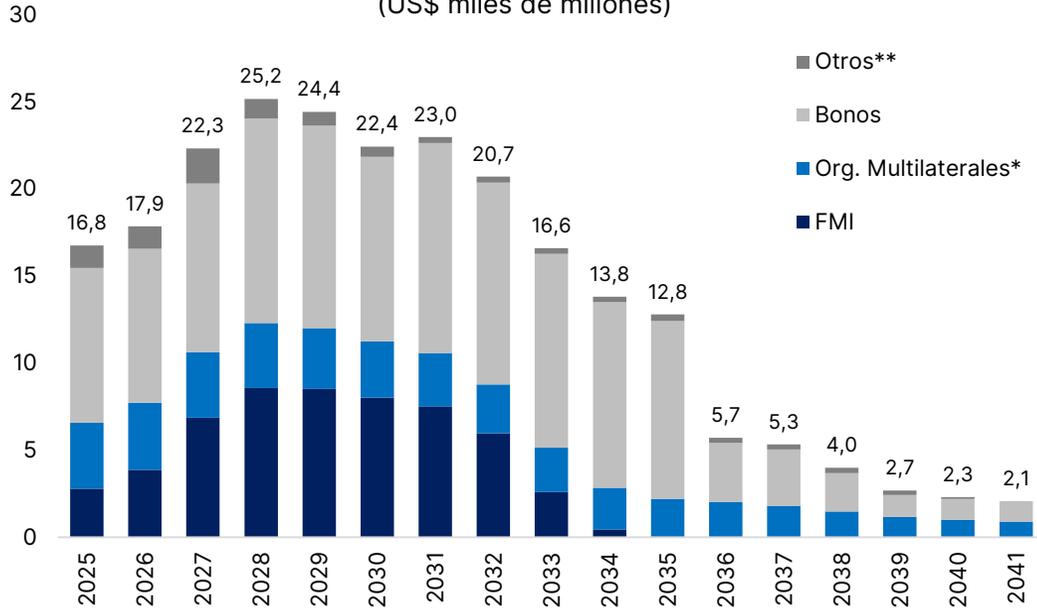
- El total de la deuda del Tesoro pasó de US\$368.000 millones en diciembre de 2023 a US\$461.421 millones en diciembre de 2024. La deuda en moneda dura se mantuvo estable, mientras que, la deuda en pesos (medida en dólares) explicó el diferencial. Ante el alto grado de indexación, la apreciación del tipo de cambio y la consolidación de la deuda del Banco Central (tras la liquidación de las LELIQs y los repos a 1 día), **el stock de la deuda en pesos aumentó considerablemente desde US\$94.273 millones en diciembre 2023 (o US\$141.808 millones en nov.-23) hasta US\$210.183 millones en diciembre 2024.**
- No obstante, es importante hacer la siguiente observación. **La deuda consolidada del sector público en pesos (Tesoro + Banco Central) no mostró los mismos cambios que la no consolidada.** Teniendo en cuenta el traspaso de la deuda del BCRA al Tesoro, la deuda consolidada del sector público –asumiendo nuestra estimación de tenencia de títulos del Tesoro por el BCRA–, se sitúa en torno al 26,6% del PIB en diciembre de 2024. Por el contrario, la deuda del Tesoro en moneda local –sin esta distinción– ronda 37,9% del PIB.

## Stock de deuda del Tesoro y el BCRA en pesos (en % de PIB – FX oficial)

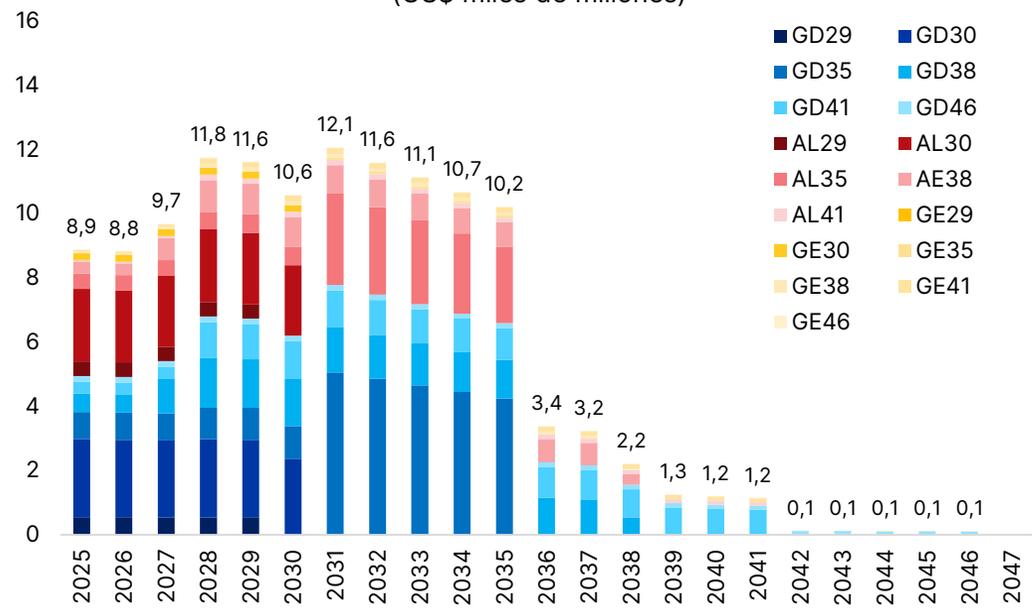


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

### Vencimientos de deuda por tipo de acreedor (US\$ miles de millones)



### Vencimientos de deuda soberana (Globales y Bonares) (US\$ miles de millones)



### Pagos de deuda durante el remanente del mandato de Javier Milei

	FMI		Bonos soberanos		Organismos multilaterales*		Otros**		Total	
	US\$ millones	% PBI	US\$ millones	% PBI	US\$ millones	% PBI	US\$ millones	% PBI	US\$ millones	% PBI
<b>2025</b>	2.784	0,5%	8.892	1,6%	3.790	0,7%	1.292	0,2%	16.758	3,0%
<b>2026</b>	3.866	0,7%	8.845	1,6%	3.854	0,7%	1.293	0,2%	17.857	3,2%
<b>2027</b>	6.866	1,2%	9.682	1,7%	3.774	0,7%	2.003	0,4%	22.325	4,0%

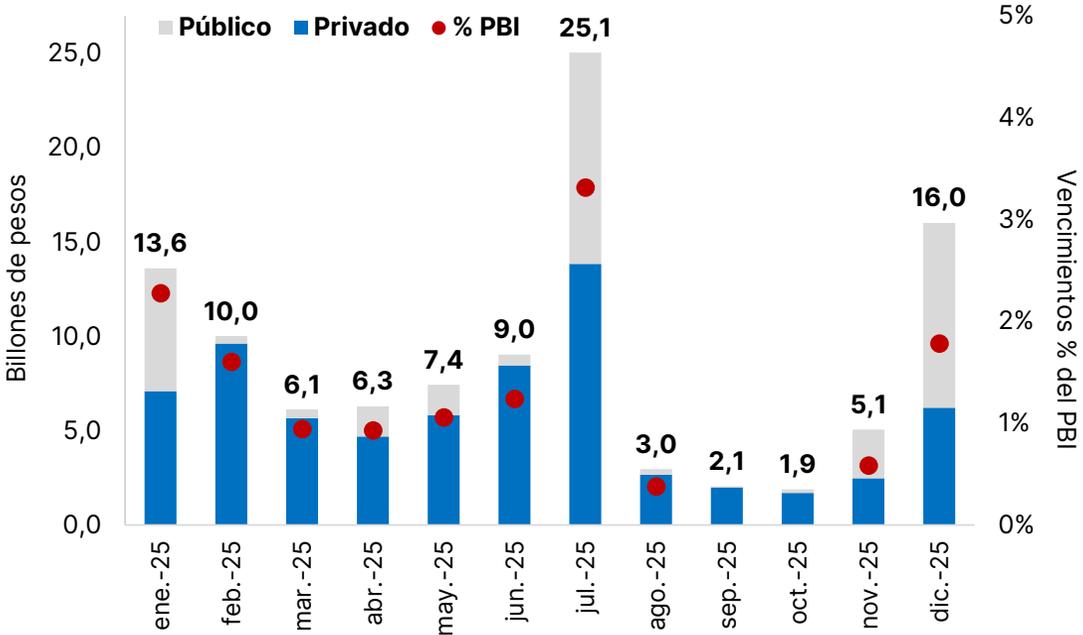
Notas: (\*) Los organismos multilaterales incluyen el BID, el BIRF, la CAF, el BCIE, el BEI, el FIDA, el FONPLATA y el Fondo OPEP.  
 (\*\*) Incluye bancos comerciales, préstamos bilaterales, Club de París, Letras del Tesoro y Garantías.

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**Argentina enfrenta vencimientos de deuda en moneda extranjera (principal + intereses) por US\$16.800 millones en 2025 (o 3% del PBI)**, de los cuales el 52,9% está explicado por los instrumentos reestructurados en septiembre 2020. Como ya sabíamos con antelación, el perfil de pagos de esa deuda se torna más desafiante a partir de este año en la medida que los títulos más cortos arrancan a devolver el capital. Las reservas netas (bajo la metodología FMI) se sitúan hoy en -US\$11.033 millones, aunque el primer pago de enero (US\$4.450 millones) ya no afectará ese nivel. El equipo económico mencionó en varias oportunidades que no hay planes para emitir deuda o aplicar un *liability management* amigable ([ver nuestra explicación](#) en la página 15 del informe de julio) este año, por lo cual los pagos saldrían (al final del día) de las reservas del BCRA. No obstante, un nuevo acuerdo con el FMI (con fondos frescos) o la llegada de un REPO con bancos privados fortalecerían su posición ([ver página 13](#)), al menos en el corto plazo. Desde nuestra óptica, **el mercado vería con muy buenos ojos retomar el acceso al mercado internacional en algún momento del segundo semestre del año**, en especial, de cara los sucesivos pagos de los próximos años. En síntesis, es muy relevante profundizar la baja del riesgo país para mitigar ese riesgo.

### Perfil de vencimientos de deuda en pesos

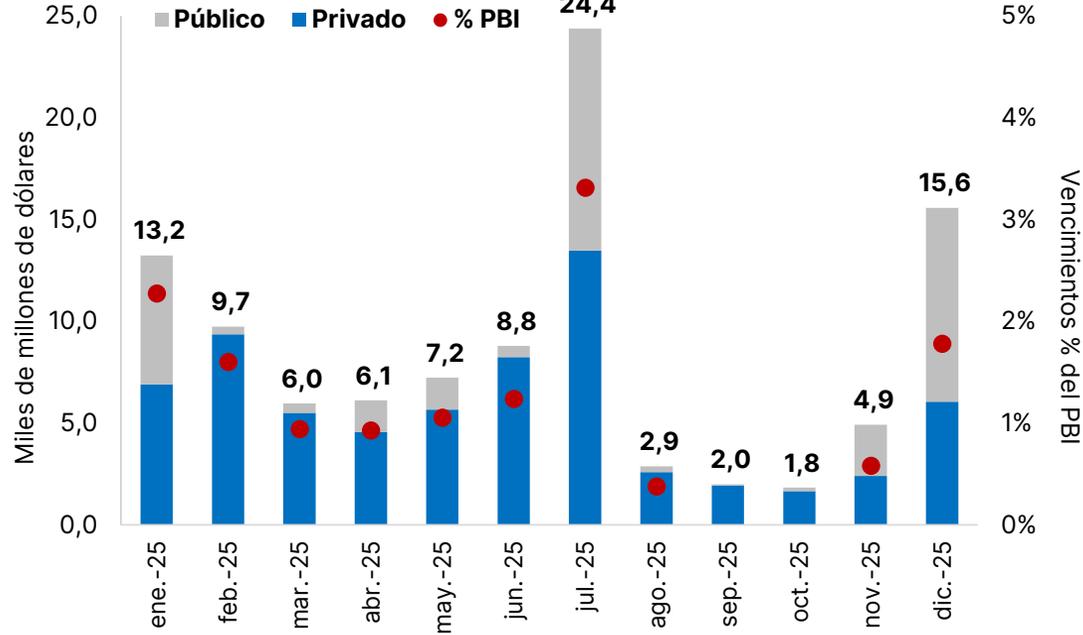
(AR\$/% de PBI; por tipo de acreedor)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

### Perfil de vencimientos de deuda en pesos

(FX oficial/% de PBI; por tipo de acreedor)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

A simple vista, **los vencimientos de la deuda en pesos son más abultados. El Tesoro enfrentará pagos por US\$89.800 millones (14,6% del PBI) en 2025.** Dado que toda la deuda consolidada del sector público recae sobre el Tesoro, la refinanciación se convirtió en un ratio a seguir (ver siguiente página en detalle). El perfil de vencimientos mensual luce más desafiante en julio (\$25,1 billones), aunque los mismos están explicados principalmente por las LEFIs, el instrumento que el Tesoro emitió para regular la cantidad de dinero en circulación.

### Necesidades de financiamiento en pesos del 2025

		Público (AR\$ billones)	Privado (AR\$ billones)	Total (AR\$ billones)	Total US\$ FX Oficial (mM)	Total US\$ CCL (mM)	% PBI
2025	1H25	11,2	41,4	52,6	51,1	44,7	8,1%
	2H25	24,2	28,9	53,1	51,7	45,1	6,5%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Licitaciones del Tesoro - Resultado Mensual

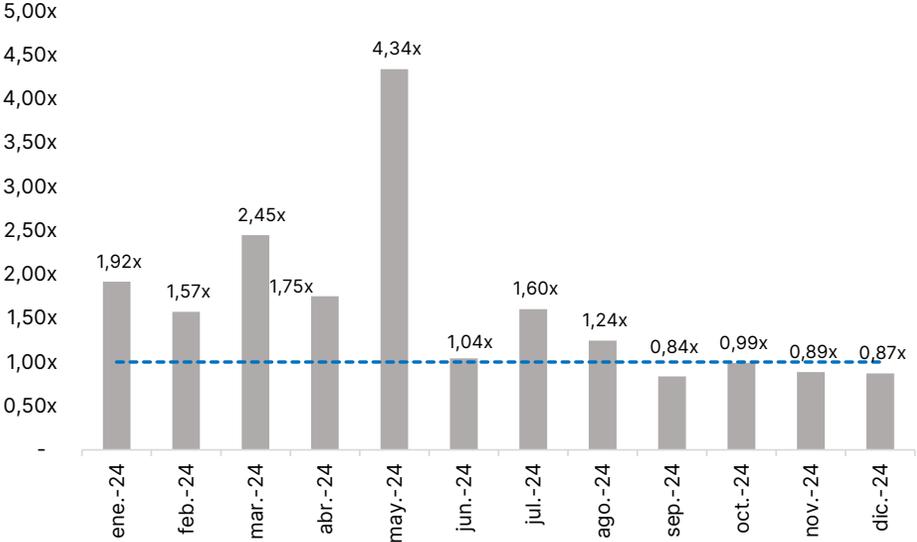
(AR\$ Mill.)

Fecha	Licitación	Pagos		Total (neto)	Roll Over
		Principal	Interés		
ene-24	5.339.533	2.671.170	116.880	2.551.483	1,92x
feb-24	8.053.810	4.923.427	199.647	2.930.736	1,57x
mar-24	1.324.281	537.206	3.998	783.077	2,45x
abr-24	5.732.924	3.184.478	90.139	2.458.307	1,75x
may-24	15.223.471	3.093.687	414.109	11.715.675	4,34x
jun-24	5.400.000	5.167.300	18.089	214.611	1,04x
jul-24	16.830.130	10.278.710	224.372	6.327.049	1,60x
ago-24	6.055.281	3.375.919	1.491.429	1.187.934	1,24x
sep-24	11.774.966	14.064.061	10.987	-2.300.081	0,84x
oct-24	6.799.439	6.582.770	293.120	-76.451	0,99x
nov-24	7.341.405	7.078.596	1.196.229	-933.421	0,89x
dic-24	5.403.919	6.170.873	34.613	-801.566	0,87x

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

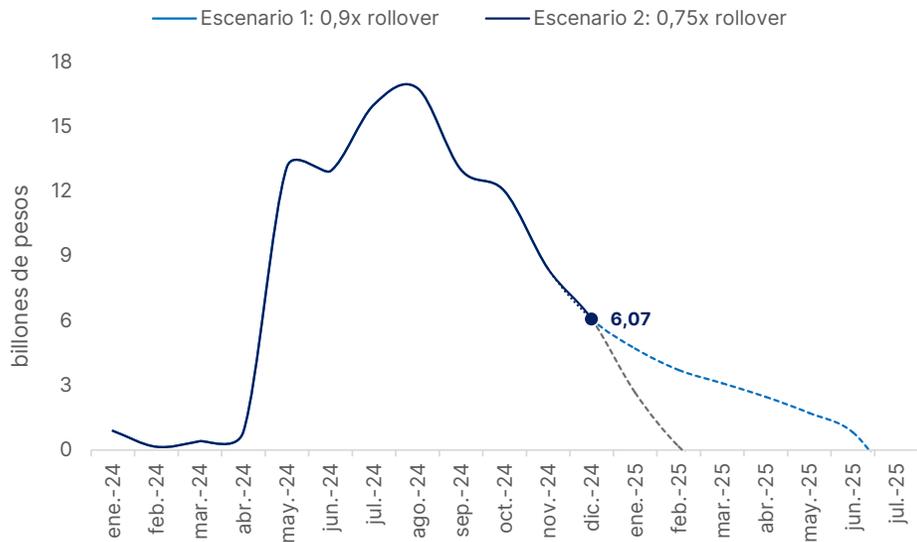
- **¿Hay que preocuparse por un rollover inferior a 1x? Nuestra respuesta rápida y breve es un rotundo no.** La recuperación de la demanda real de dinero alienta a los bancos (y a otros actores privados) a recomprar sus pesos (*crowding in*), lo que implica una caída virtuosa de la refinanciación de los pasivos del Tesoro. En los últimos cuatro meses, el *roll-over* mensual de las licitaciones locales se mantuvo por debajo de 1,0x y promedió 0,9x. Sin embargo, no observamos ni una aceleración de la dinámica de los precios ni un incremento de la brecha cambiaria. En otras palabras, la hipótesis de la escasez de pesos por parte del sector privado (que no renueva la totalidad de su posición de deuda pública) fue ganando terreno en el debate.
- **Una estrategia que depende del superávit fiscal.** El Tesoro posee cerca de \$6 billones en su cuenta en el Banco Central, acumulado por el financiamiento neto positivo de la primera parte del año y el superávit primario. Simulamos dos escenarios diferentes, suponiendo que el Tesoro no captura la totalidad de los pagos en las próximas licitaciones, no registra nuevos superávits primarios (prueba ácida) y que la totalidad de sus depósitos en pesos en el BCRA se aplican únicamente a pagar deuda local. En el primer escenario, suponemos una tasa de refinanciación de 0,9x (promedio de los últimos 4 meses), mientras que, en el segundo, la primera fecha se fija en 0,75x (25% de los vencimientos, se pagan). En el primer caso, el Tesoro podría pagar hasta junio de 2025, mientras que, en el segundo escenario, hasta febrero de 2025. Si no tomamos en cuenta las LEFIs (vencen en julio de este año), la primera fecha se extiende a septiembre.

### Ratios de rollover mensuales 2024



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

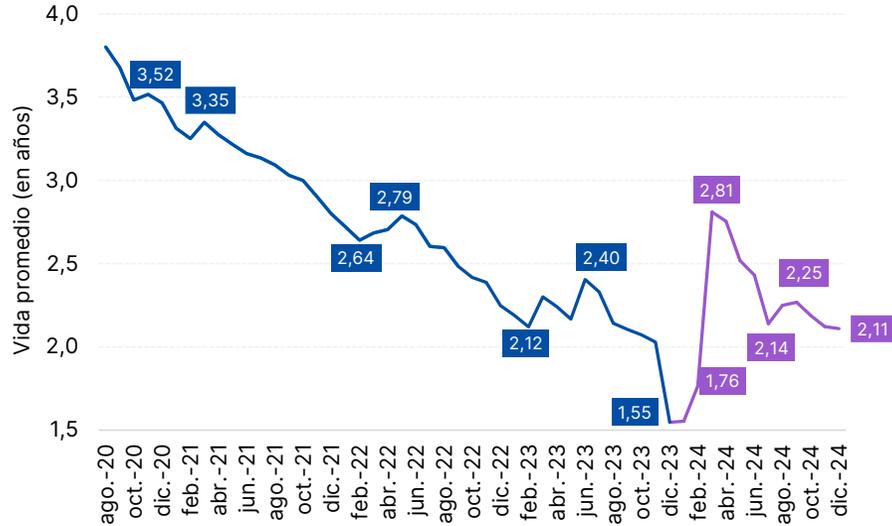
### Depósitos del Tesoro en pesos en el BCRA



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

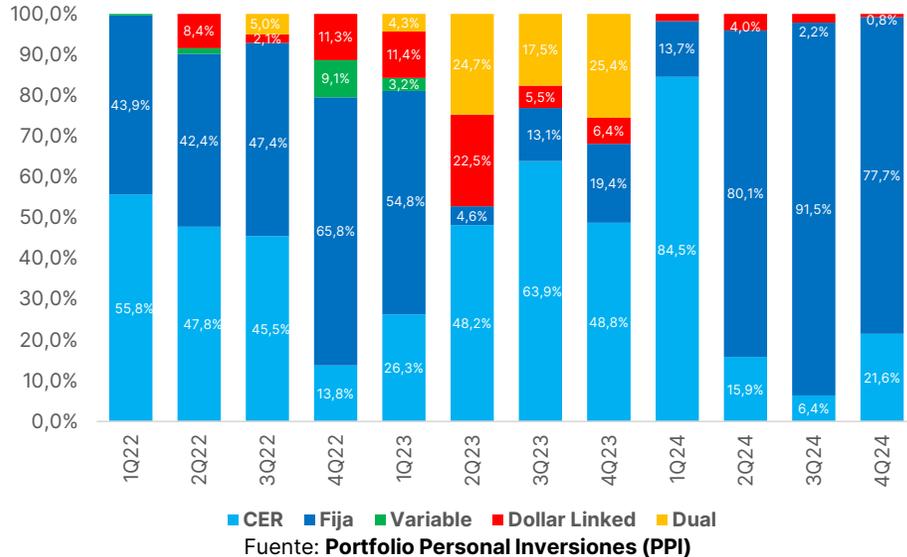
# Monitoreo de pasivos | Dos objetivos de 2024: la desindexación y la vida promedio

## Vida promedio de la deuda en pesos (años)



Fuente: **Portfollio Personal Inversiones (PPI)**

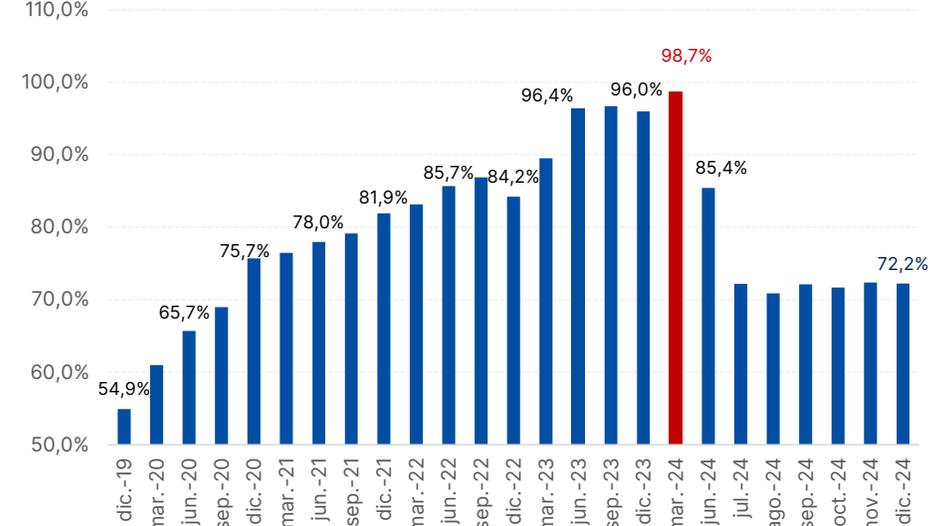
## Instrumentos emitidos (Por tipo de ajuste)



Fuente: **Portfollio Personal Inversiones (PPI)**

- La deuda en moneda local indexada -CER, *dollar linked* y duales- pasó del 54,9% al final del gobierno de Macri al 96% en diciembre de 2023. Esta fue la estrategia que utilizó el Tesoro para mantener el acceso al mercado de deuda local durante el mandato de Alberto Fernández. Por el contrario, la fuerte desaceleración de la inflación permitió a la administración actual implementar un plan de desindexación. Como resultado, **el porcentaje de deuda indexada cerró en 72,2% a diciembre de 2024, tras haber alcanzado un pico de 98,7% en marzo del mismo año.**

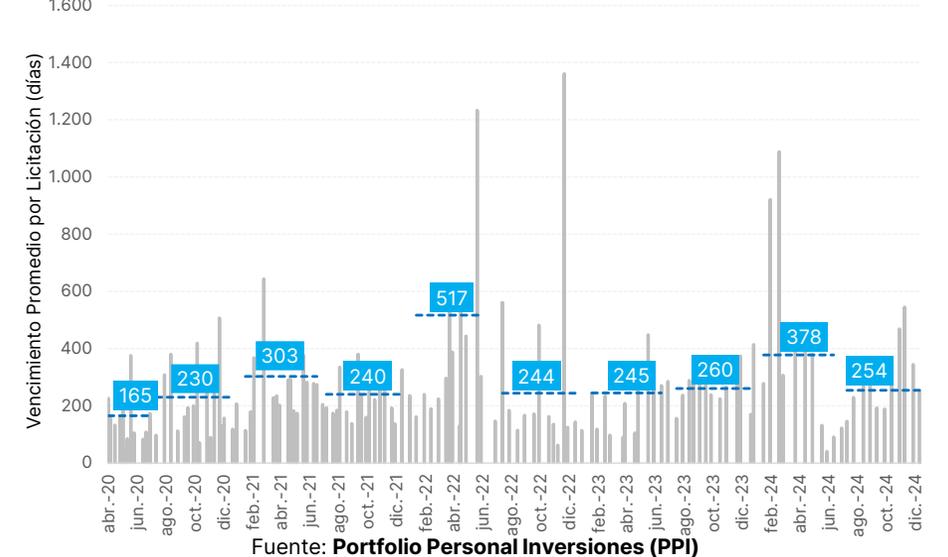
## Componente indexado de la deuda en pesos (CER, Dólar linked & CERDUO)



Fuente: **Portfollio Personal Inversiones (PPI)**

- Este proceso podría acentuarse si se mantiene la demanda por instrumentos a tasa fija. De hecho, **en el último trimestre del año pasado, el 76% de los ingresos fue captado por esta clase de activos.**
- En 2024 se dio un *trade-off* entre desindexar y alargar la vida promedio de la deuda, un desafío que seguramente continuará en 2025.** A pesar de esto, lograron mantener la vida promedio por encima de los dos años, superando los 1,55 años registrados en diciembre de 2023. Esta dinámica suaviza también los temores por el crecimiento del stock total.

## Plazo medio de colocación en cada licitación (días)

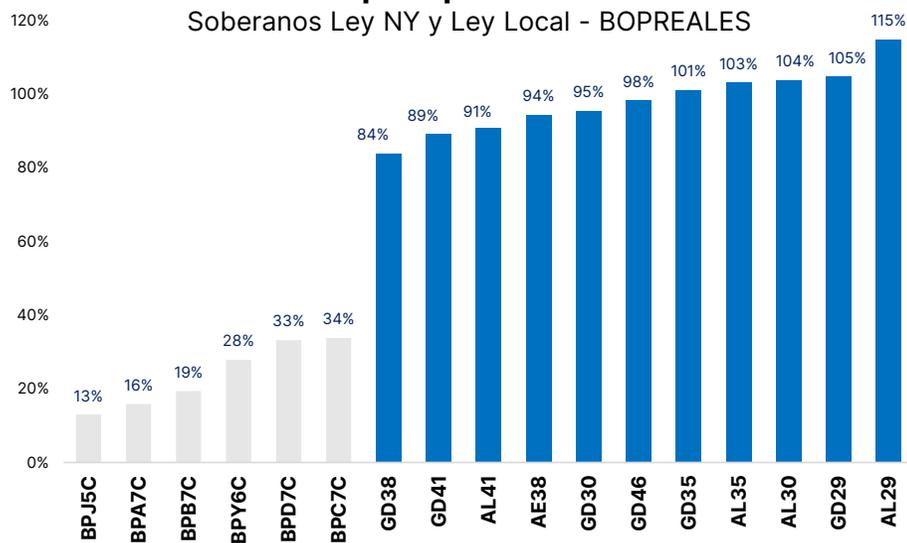


Fuente: **Portfollio Personal Inversiones (PPI)**

# Deuda en dólares | Repaso de un 2024 al "verde vivo"

- 2024 fue un año superlativo para los activos argentinos.** No cabe duda de que la piedra fundamental para los elevados retornos fue el ajuste fiscal sin precedentes, donde no sólo se logró un importante superávit primario (1,9% del PBI según estimación del MECON) sino que se ejecutó en un contexto social de relativa calma. Luego de una pausa entre mayo y julio por el fin de acumulación de reservas, el blanqueo acalló las dudas sobre la falta de dólares y volvió a darle impulso al *rally*. En noviembre hubo una nueva aceleración con el triunfo de Trump, al cual el mercado leyó como positivo por la afinidad ideológica con Milei, restando relevancia al viento de frente que implicó para el resto de los emergentes. En paralelo, la desaceleración inflacionaria mayor a la esperada a partir de septiembre apuntaló el proceso, lo que permite presagiar un buen desempeño electoral del oficialismo en las legislativas. Tanto la Confianza del Consumidor como la Confianza en el Gobierno reflejaron esa mejora a partir de octubre (ver [página 4](#)). Adicionalmente, la relación entre el gobierno y FMI mejoró marcadamente a partir de septiembre y podría hacerlo más con Trump en el poder.
- Los factores antes mencionados provocaron que **en 2024 los bonos en dólares alcanzaran un retorno promedio de 95%**. Cabe destacar que, en el segundo semestre del año (tras superar el período de mayor incertidumbre, marcado por la escalada de los dólares financieros) el flujo comenzó a concentrarse en los instrumentos más largos de la curva a partir del mencionado círculo virtuoso que desencadenó el blanqueo. Este cambio de tendencia se vio reflejado en la dinámica de los Credit Default Swaps (CDS), que recién mostraron una menor probabilidad de default en la parte larga en septiembre. Como muestra de ello, la probabilidad acumulada de default a 10 años apenas recortó de 100% a 96% entre el balotaje y fines de agosto, pero cerró 2024 en 81%. **A pesar de esto, y dado el historial de crédito del país, el mercado asigna una probabilidad de default mayor al 50% a cuatro años, lo que muestra el amplio camino por transitar.**

## Rendimiento en dólares por tipo de activo – Rendimiento 2024



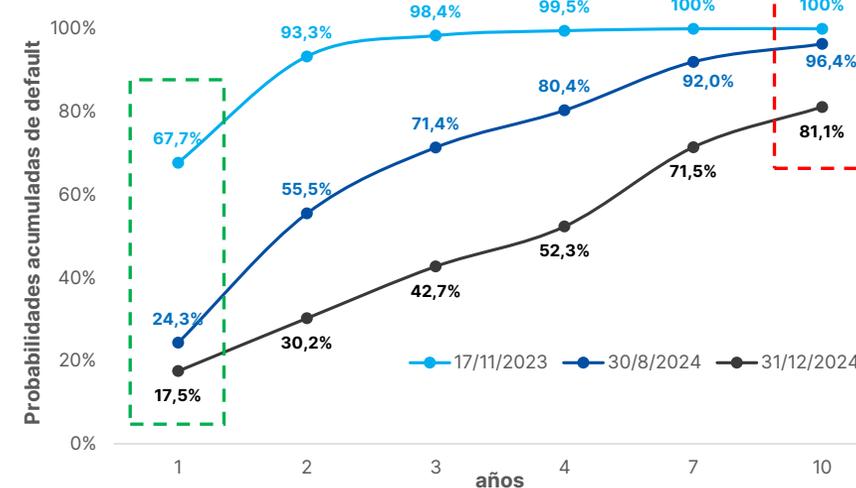
## El increíble rally de los bonos no estuvo exento de volatilidad

Evolución del precio ponderado de Globales Argentinos



## La Curva de CDS refleja el cambio de perspectivas

Evolución de CDS – Credit Default Swaps–

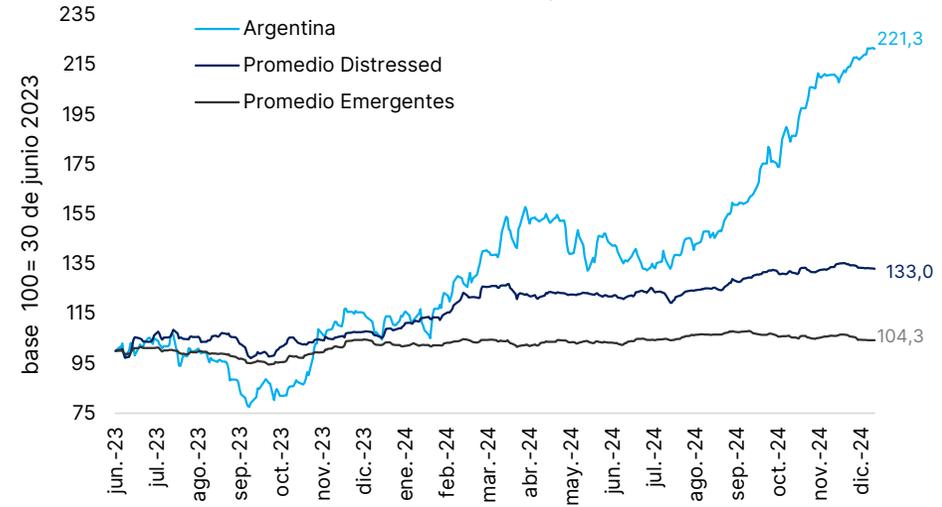


## El riesgo país se desplomó a 635 puntos básicos a fin de 2024



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

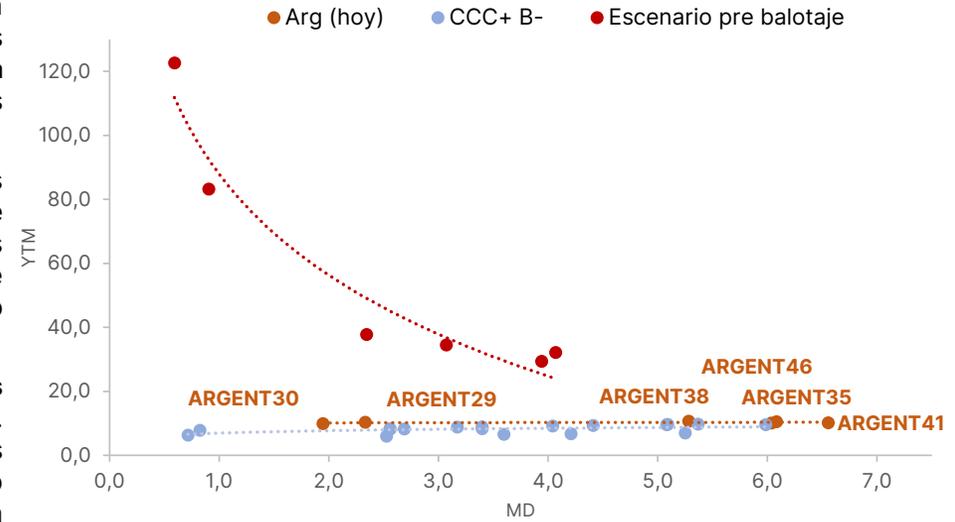
## Desempeño bonos emergentes/frontera vs Argentina (GD35 frente a comparables)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

- El correlato de este mayor optimismo en la perspectiva de la deuda fue la vertiginosa caída del riesgo país, que **cerró 2024 en 635 puntos básicos (pbs), luego de comprimir 1.741 pbs desde los 2.500 pbs pre-balotaje**. No deben ser soslayados los vaivenes del EMBI argentino a lo largo del año. Mientras los primeros datos fiscales y el cambio en la orientación general de la política económica dieron lugar a una fuerte compresión hasta 1.140 pbs en abril, las dudas en torno a la acumulación de reservas generaron una suba hasta 1.650 pbs a comienzos de agosto. Fue **la dinámica positiva del blanqueo lo que reinició el descenso para cerrar el año apenas por encima de los 600 pbs**. Los niveles actuales son los mínimos en casi seis años y se ubican **apenas 149 pbs por encima de la mediana de la era Macri**.
- La caída en la percepción del riesgo argentino toma más relevancia al compararse con la dinámica de los mercados emergentes/fronterizos. Estos no tuvieron un contexto global muy favorable, sobre todo a partir de la perspectiva de triunfo de Trump en septiembre, que impulsó al DXY 8,5% hacia un máximo de más de dos años y a la tasa de 10 años a un pico de 4,60%. Con estos elementos, el ETF EMB culminó el año donde lo empezó. De hecho, dado el beta de nuestros bonos, Argentina hubiera terminado prácticamente *flat* si se hubiera acoplado a la tendencia internacional, lo que evidencia que **los factores idiosincráticos explicaron enteramente su sobresaliente performance**.
- Mientras la política económica mantenga este enfoque, **el riesgo país podría extender su trayectoria bajista, y los rendimientos de la curva soberana deberían acercarse cada vez más al de sus comparables de crédito CCC+/B-**. Sin embargo, el camino por recorrer no estará exento de riesgos, teniendo en el horizonte dos desafíos exógenos como las elecciones legislativas y el viento de frente para emergentes que podrían implicar las políticas de Trump (tasas más altas, monedas y *commodities* más débiles y China con menor crecimiento). En el debe de la política económica sigue figurando la normalización cambiaria.

## La compresión del riesgo argentino fue notable



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En nuestro [informe de Perspectivas 2024](#), nos preguntábamos cuánto podría rendir la curva soberana en dólares en caso de convergencia a niveles de países comparables. Para ello, decidimos modelar una curva de referencia basada en países con calificación crediticia uno o dos niveles por encima de la nuestra (CCC según S&P Global), como Egipto (B-), Angola (B-), Barbados (B-), Camerún (B-), Nigeria (CCC+), El Salvador (CCC+) y Ecuador (CCC+). Si el plan fiscal tenía éxito y se concretaban los cambios estructurales, la compresión tenía sentido, aunque en aquel momento las proyecciones de retornos lucían exorbitantes.

A un año de la presidencia de Milei, el margen es notoriamente menor, y **ahora surge la pregunta de cuándo deberíamos comenzar a mirar a los “buenos alumnos” de mercados emergentes** (volveremos sobre este punto en la siguiente hoja). A modo de repaso, en diciembre de 2023, al iniciar este análisis, el GD35 ofrecía un retorno total a 12 meses del 122%, en contraste con un rendimiento del 18% al cierre de 2024.

Más allá del optimismo que tenemos sobre este *asset class*, no olvidamos que la deuda llegó a cotizar en paridades de entre US\$26/32 c/VN100. Por esta razón, también simulamos un retroceso a los precios previos al balotaje para identificar qué vehículos serían más defensivos ante un eventual retorno al panorama de 2023. Sin embargo, es importante aclarar que no consideramos este escenario como dicotómico. Es decir, **la probabilidad del “escenario constructivo” es mucho mayor a la del negativo**. Con esta salvedad, el ejercicio detallado contempla dos escenarios con las siguientes características:

- **Escenario constructivo:** estimamos dónde deberían ubicarse los bonos soberanos para diferentes calificaciones (CCC+, B-) en un horizonte de 1 año, asumiendo la curva de crédito de sus pares. Calculamos el retorno total a 12 meses vista considerando los precios estimados y los pagos intermedios (capital e intereses).
- **Retrocediendo a la mediocridad de Argentina:** por el contrario, si volvemos al nivel de precios previo al balotaje y consideramos un escenario de incumplimiento de pago en julio de 2025, equivalente a una curva altamente estresada, los bonos de la “*Old Indenture*” (ARGENT38/41), con cláusulas legales más robustas, serían los vehículos más defensivos.

Hacia adelante, el escenario de compresión hacia créditos con calificación CCC+ o B- luce más realista, y aún vemos algo de espacio. En promedio, la curva ofrecería un retorno del 15%, y da lugar a nuestro próximo interrogante. **¿Cuál debería ser el próximo objetivo de la deuda soberana?**

**Diciembre 2023: curva de argentina vs comparables (Retorno Total 12 Meses)**

Ticker	Actual			YTM Est.	Precio Est.	B- Pagos Intermedios	Retorno Total
	Precio	MD	YTM				
GD29	40	2,17	36%	9,4%	85	1,00	114%
GD30	40	2,30	33%	9,5%	78	4,75	106%
GD35	34	5,40	21%	10,3%	72	3,63	122%
GD38	40	4,59	21%	10,1%	77	4,25	106%
GD41	34	5,48	19%	10,3%	67	3,50	105%
GD46	35	4,15	22%	10,0%	72	3,63	117%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**Diciembre 2024: curva de argentina vs comparables (Retorno Total 12 Meses)**

Ticker	Actual			Compresión a curva CCC+ B-				Volver a precios pre balotaje (excluyendo pagos de julio)		
	Precio	MD	YTM	YTM Est.	Precio Est.	Pagos Intermedios	Retorno Total	Precio Est.	Pagos Intermedios	Retorno Total
<b>Ley NY</b>										
GD29	83,01	1,95	9,9%	8,5%	71,19	20,95	11%	25,94	10,50	-56%
GD30	79,08	2,33	10,4%	8,7%	68,79	16,69	8%	26,83	8,36	-56%
GD35	68,36	6,08	10,5%	9,8%	77,16	4,13	19%	27,20	2,06	-57%
GD38	71,86	5,28	10,7%	9,7%	81,68	5,00	21%	32,20	2,50	-52%
GD41	64,49	6,55	10,2%	9,9%	71,45	3,50	16%	28,19	1,75	-54%
GD46	68,62	6,04	10,1%	9,8%	70,58	8,62	15%	27,21	4,34	-54%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** con precios actualizados al 3 de enero.

# Deuda en dólares | ¿Cuál es el siguiente paso en el camino de la normalización?

Como mencionamos anteriormente, tras el desempeño sobresaliente de los Globales en 2024, nos permitimos comenzar a analizar un nuevo horizonte, incluso más optimista. Para ello, **tomamos como referencia un momento en la historia en el que el clima en los mercados internacionales era favorable para la Argentina: 2017, cuando el riesgo país alcanzó su mínimo durante la era Macri.**

- **Escenario 1 - Compresión de rendimientos a niveles de 2017:** analizamos los posibles retornos de la deuda soberana argentina en un horizonte de 12 meses, asumiendo que los rendimientos comprimen a los niveles observados durante el período más favorable de la administración de Macri en 2017 (este escenario es solo ilustrativo de base para el escenario 2).
- **Escenario 2 - Compresión a 2017 ajustado por curva de rendimientos de Treasuries:** basándonos en el Escenario 1, ajustamos la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro para reflejar los niveles actuales. En 2017, la curva de rendimientos del Tesoro de EE. UU. estaba ~249 puntos básicos por debajo de los niveles actuales. Al incorporar este ajuste, podemos simular un rendimiento para los bonos argentinos como si estuviéramos en 2017, teniendo en cuenta la prima de riesgo del presente. Esto da una evaluación más precisa de los retornos potenciales bajo las condiciones actuales.

De este modo **el escenario ajustado nos deja una TIR objetivo de entre 5,5% y 7,6%, entre el tramo corto y largo.** Cabe mencionar, que este nivel de comparación refiere al mejor momento del 2017 sin cepo, y con el mercado de capitales internacional ávido de suscribir deuda argentina, previo al *sudden stop* que sufrió dicha administración a inicios del 2018. Aún así, si bien este puede lucir demasiado optimista, no hay que perder de vista que cuando uno analiza los rendimientos de comparables B+, como por ejemplo Turquía, los rendimientos son incluso inferiores.

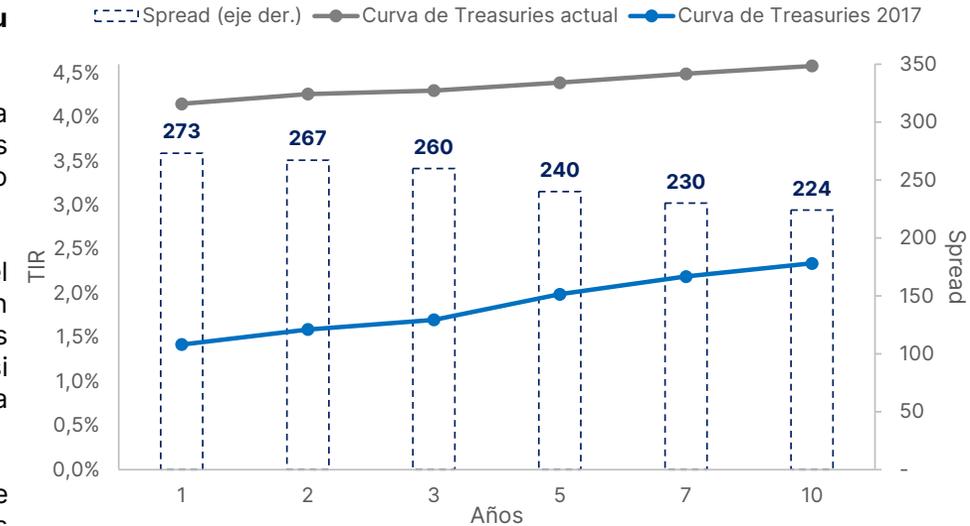
**Top picks para 2025:** Dada nuestra perspectiva constructiva, nuestros modelos favorecen alargar *duration*, ya que el efecto precio frente a movimientos en la tasa compensa los altos pagos intermedios del tramo corto de la curva. Por eso, **preferimos el GD35 & GD41.** Además, este último, al ser *“old Indenture”* y tener la menor paridad dentro de la curva, se posiciona como uno de los más defensivos ante un escenario negativo.

## ¿Próximo paso? Potencial de rendimiento de los Globales y Bonares (a 12 meses)

Ticker	Actual			Compresión de tasas a nivel del 2017				Compresión de tasas a nivel del 2017 (ajustada por la curva de Treasuries)			
	Precio	MD	TIR	TIR	Precio Est.	Pagos Intermedios	Retorno Total	TIR	Precio Est.	Pagos Intermedios	Retorno Total
GD29	83,01	1,95	9,9%	2,8%	78,0	20,95	19%	5,5%	74,6	20,95	15%
GD30	79,08	2,33	10,4%	3,2%	76,9	16,69	18%	5,8%	72,8	16,69	13%
GD35	68,36	6,08	10,5%	5,3%	99,2	4,13	51%	7,5%	87,5	4,13	34%
GD38	71,86	5,28	10,7%	5,0%	102,9	5,00	50%	7,3%	91,6	5,00	34%
GD41	64,49	6,55	10,2%	5,4%	94,2	3,50	51%	7,6%	81,8	3,50	32%
GD46	68,62	6,04	10,1%	5,3%	94,4	8,62	50%	7,5%	81,2	8,62	31%

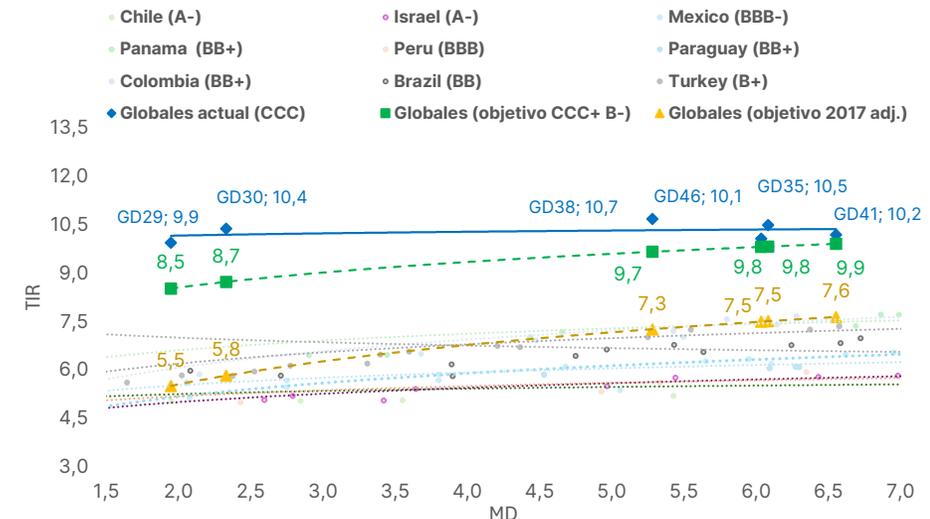
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** con precios actualizados al 3 de enero.

## Curva actual de Treasuries vs 2017



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Rendimientos actuales vs *targets* comparables



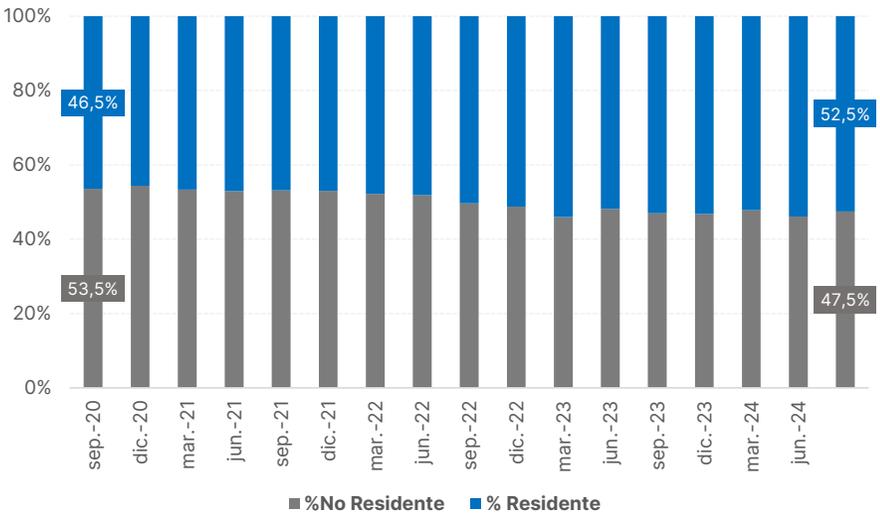
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

# Deuda en dólares | Pago de intereses y capital en enero 2025: ¿reversión de flujos?

- Ante el feriado en Estados Unidos por el fallecimiento del expresidente, Jimmy Carter, **el jueves 10 de enero será el primer pago de cupón y capital de 2025**. Esta vez los pagos de capital e intereses son más abultados que en julio de 2024, por lo tanto, la liquidez que tendrán los bonistas será mayor.
- **Nuestra hipótesis es que buena parte de estos fondos serán reinvertidos en la curva soberana.** En primer lugar, estimamos que cerca de US\$1.100/1.200 millones de los US\$4.450 millones del pago total están en manos de entidades públicas, lo cual ya proporciona un piso de reinversión. En cuanto al remanente, consideramos muy relevante las últimas estimaciones oficiales de la tenencia de los títulos. Al tercer trimestre de 2024, el 31% de la deuda Ley NY estaba en manos de residentes argentinos frente al 8,6% que poseían en septiembre 2020. Si consideramos que los tenedores locales también poseían el 83% de la deuda local, deducimos que 52,5% del total del pago fluirá hacia residentes y el resto estará en manos de no residentes. A simple vista, los tenedores locales son más propensos a reinvertir los cupones, pero también creemos que la situación se repetirá en el exterior. **La historia Argentina persiste como una de las "favoritas" a nivel global y los títulos soberanos todavía ofrecen tasas atractivas en comparación a sus pares** (ver gráfico de abajo a la derecha).
- **¿Qué ocurrió en julio del año pasado? En la semana post cobro de la renta y amortización de julio, la deuda soberana exhibió retornos de entre 2,4% y 3,8%** -incluso en un momento en el que el humor local y global era poco alentador-. Paradójicamente, los bonos donde más renta se cobraron (tramo corto) fueron los instrumentos que menos reaccionaron a este fenómeno. **Consideramos que mientras que se mantenga la historia constructiva de fondo, el apetito por mayor *duration* volcará buena parte de la reinversión al tramo largo de la curva.** Sugerimos volver a ver [nuestros 'top-picks' en la curva soberana](#).

## Tenencia de Soberanos por tipo de inversor

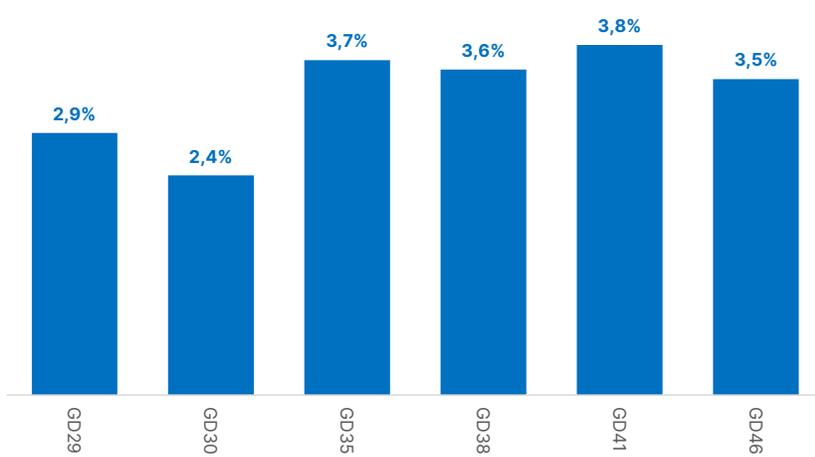
(Datos al 3Q24 / Bonos Ley Local y Ley NY)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Retorno post cobro de cupón de julio 2024

(semana post cobro de cupón)



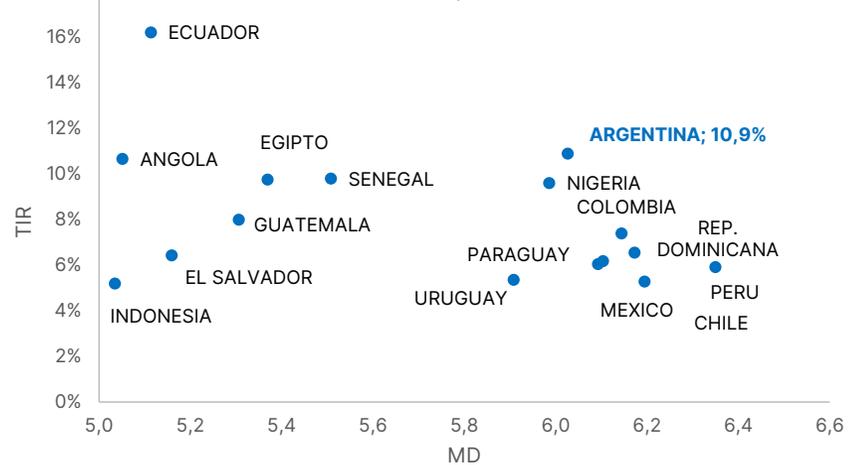
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

	Pago c/VN 100 de Cupón + Intereses	
	jul-24	ene-25

GD29	0,5	10,5
GD30	4,4	8,4
GD35	1,8	2,1
GD38	2,1	2,5
GD41	1,8	1,8
GD46	1,8	4,3
AL29D	0,5	10,5
AL30D	4,4	8,4
AL35D	1,8	2,1
AE38D	2,1	2,5
AL41D	1,8	1,8

## ¿Y si no qué opciones tenemos?

(GD35 vs comparables)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

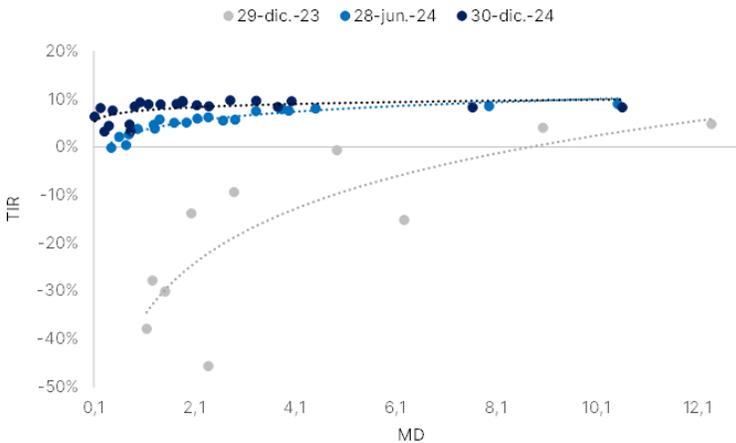
# Deuda en pesos | La reaparición del *carry trade* en Argentina

- En nuestro [informe de perspectivas del año pasado](#), escribimos que nos sentíamos más cómodos apostando por la compresión de riesgo país que por las estrategias de *carry trade*. Nuestro principal argumento estaba centrado en el escenario que ya estaba descontado en los precios (lo explicamos en detalle en la siguiente página). En resumen, la curva CER (la más líquida del mercado de pesos en ese entonces) brindaba tasas reales muy negativas convalidando la aceleración inflacionaria que vendría después del salto devaluatorio inicial. La matemática era sencilla: la apreciación del tipo de cambio debía ser muy fuerte para superar el retorno total de un escenario de normalización de crédito en la curva global. ¿Qué ocurrió? **La deuda en dólares fue la estrategia ganadora en el primer tramo del año.**
- A mediados de 2024, el panorama cambió.** El proceso de normalización de las tasas reales de interés (ver el gráfico de abajo a la izquierda), y la compresión sistemática del riesgo país, fue equiparando las aguas entre ambas estrategias. De esta forma, **el *carry trade* con LECAPs y BONCAPs fue el protagonista.** Fueron varios los factores que colaboraron para que esto ocurriera. Por un lado, la inflación desaceleró más rápido de lo esperado. Este contexto permitió un sendero de recortes de tasas más acelerado que el incorporado en los precios, lo cual favoreció ganancias por compresión de rendimientos en la curva tasa fija. **Desde nuestro punto de vista, el mercado espera que esta dinámica se profundice en los próximos meses (ver gráfico de inflación breakeven) y que el BCRA recorte otra vez la tasa.** Por otro lado, la apreciación del peso (frente al CCL) desde julio permitió ganancias en dólares significativas. Recordar que el CCL tocó un pico nominal en \$1.425 el 12 de julio y cerró el año en \$1.185 (-16,8% en términos nominales y -29,6% en términos reales). A modo de ilustración, **el tramo largo de LECAPs/BONCAPs ofreció un retorno total en dólares entre 31% y 36,2% en el último trimestre del año frente al 34,9% promedio en los bonos Ley NY.**

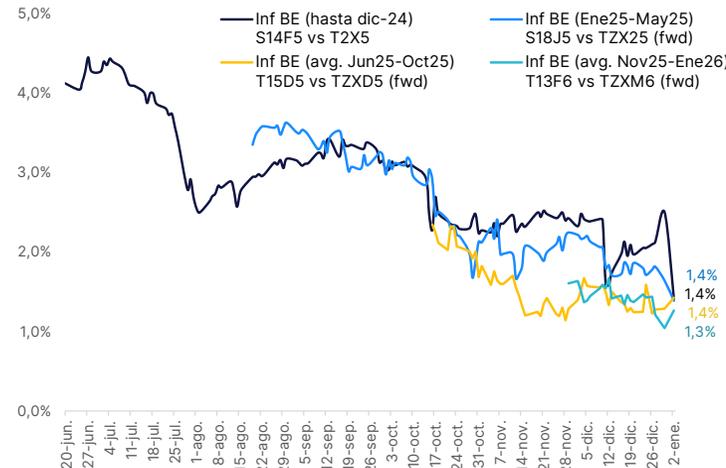
## Cuadro de Retorno Total Deuda en Pesos – en US\$ (CCL)

	ene.-24	feb.-24	mar.-24	abr.-24	may.-24	jun.-24	jul.-24	ago.-24	sep.-24	oct.-24	nov.-24	dic.-24	2024
T5X4	-21,3%	31,7%	16,5%	6,1%	-9,9%	-8,2%	8,4%	5,2%	9,4%	11,6%	8,5%	-5,9%	50,4%
T2X5	-15,6%	30,5%	15,9%	6,1%	-8,3%	-8,3%	6,9%	7,2%	8,4%	11,4%	11,2%	-4,4%	67,4%
TZXM5						-7,0%	0,5%	12,5%	8,3%	10,9%	10,5%	-5,6%	
TZX25			24,5%	-2,3%	-7,2%	-7,8%	3,7%	10,6%	7,1%	10,6%	11,7%	-5,1%	
TZX26			19,0%	-2,7%	-9,5%	-3,9%	-1,5%	12,4%	4,7%	12,2%	13,0%	-4,8%	
TZXD6			18,6%	-8,2%	-7,0%	-4,1%	-2,2%	13,8%	3,8%	12,8%	13,6%	-5,7%	
TZXD7			21,0%	-8,5%	-7,1%	-6,3%	1,1%	10,5%	1,6%	16,4%	13,1%	-6,0%	
TZX28			22,7%	-8,4%	-9,7%	-5,1%	-1,5%	13,9%	0,7%	20,6%	10,4%	-6,0%	
DICP	-15,8%	48,0%	12,1%	-0,8%	-6,8%	-13,8%	-4,5%	16,5%	0,4%	20,0%	11,7%	-11,3%	48,1%
S1404				5,2%	-7,3%	-6,3%	11,5%	2,6%	8,2%	9,1%	4,7%		
S29N4				7,6%	-12,7%	-7,0%	13,1%	3,0%	7,9%	11,6%	7,9%		
S31E5				20,6%	-8,4%	-8,7%	15,6%	3,5%	7,5%	13,1%	8,9%	-4,2%	
S28F5				6,9%	-8,2%	-10,0%	16,1%	3,9%	7,7%	13,9%	9,4%	-4,4%	
S31M5				4,2%	-10,8%	-9,5%	14,1%	4,8%	7,6%	14,7%	9,5%	-4,0%	
S29G5									8,8%	20,1%	10,8%	-1,5%	
S12S5										24,3%	11,3%	-1,6%	
S30S5										23,5%	11,3%	-1,9%	
T1705											25,7%	-1,8%	
T15D5											29,7%	-1,9%	
TV25	8,0%	0,7%	5,5%	3,6%	-12,7%	8,5%	-2,6%	0,6%	0,1%	6,6%	6,2%	-4,5%	19,5%
TZV25				4,2%	-11,2%	4,1%	-0,3%	-1,9%	2,6%	3,6%	7,6%	-1,5%	
AL29	-0,5%	16,2%	15,0%	11,8%	-3,0%	-2,7%	4,3%	6,6%	4,0%	11,1%	7,4%	7,9%	108,7%
AL30	-5,0%	16,7%	15,5%	9,8%	-2,3%	0,8%	0,1%	6,0%	5,5%	9,9%	10,3%	7,5%	102,1%
AL35	-4,2%	9,7%	17,7%	8,6%	-4,6%	-1,3%	-0,1%	6,4%	8,1%	16,5%	14,3%	6,0%	105,1%
AE38	-8,9%	9,9%	19,0%	8,5%	-6,8%	-3,6%	1,5%	9,6%	7,4%	15,7%	13,9%	7,6%	96,9%
AL41	-8,6%	9,9%	16,0%	6,5%	-3,9%	-2,8%	0,8%	3,2%	8,9%	17,7%	15,5%	7,7%	92,2%
GD29	-1,8%	14,5%	15,9%	10,0%	-1,6%	-1,1%	4,1%	4,0%	7,6%	10,3%	8,0%	5,0%	103,1%
GD30	-2,3%	13,9%	13,3%	10,7%	-2,1%	-0,5%	-7,1%	5,6%	5,7%	11,1%	9,3%	5,2%	80,0%
GD35	-3,9%	11,5%	13,7%	9,9%	-4,0%	-3,2%	6,9%	6,7%	7,9%	15,8%	14,3%	5,7%	114,1%
GD38	-4,9%	9,1%	12,7%	9,3%	-6,0%	-2,1%	0,8%	6,3%	7,9%	14,3%	12,7%	4,7%	83,2%
GD41	-4,7%	8,8%	13,6%	8,0%	-5,8%	-3,5%	3,7%	5,5%	9,0%	13,1%	15,7%	6,0%	91,6%
GD46	-3,8%	14,8%	17,4%	5,7%	-4,7%	-2,6%	2,1%	6,4%	8,0%	14,0%	10,7%	5,6%	98,9%

### Curva de bonos ajustados por CER



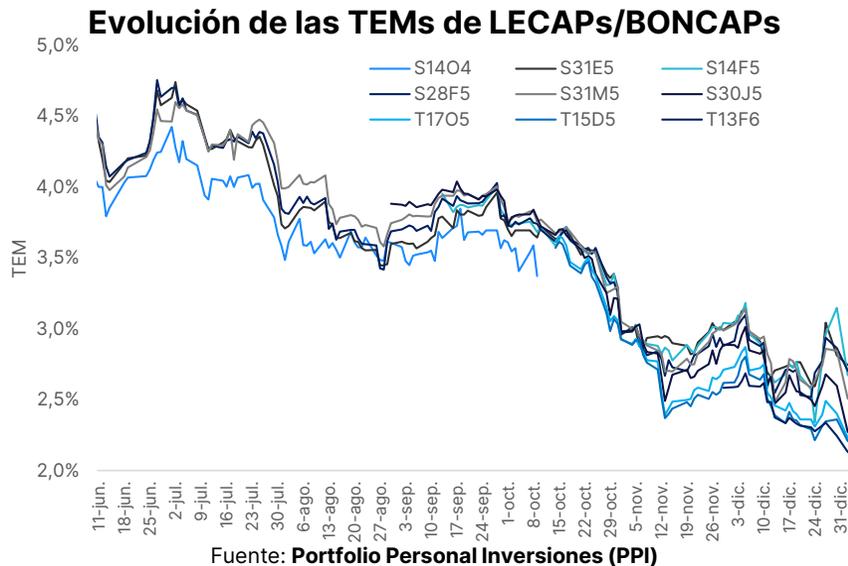
### Evolución de la inflación breakeven



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

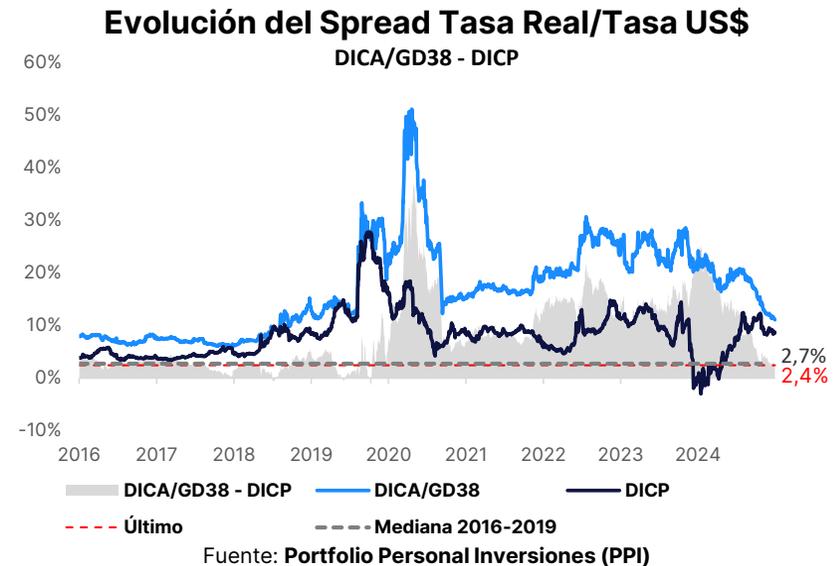
## 1.- ¿Hay espacio para que la tasa fija comprima?

- El mercado ya puso en precios una baja notable de la nominalidad en 2025. La inflación *breakeven* (medida como el punto de indiferencia entre colocarse a tasa fija o CER al mismo plazo) mensual corre al 1,4% en los primeros cuatro meses del año, y entre 1,4/1,3% en los últimos ocho meses. En total, **eso implicaría una inflación punta a punta de 18% para 2025**. En tanto, si bien el salto del FX de fin de año, podría pensarse como un mejor punto de entrada, **las estrategias de carry trade están ahora más ajustadas**, y su éxito dependerá en mayor medida del desempeño del CCL a corto plazo y de la voluntad del Banco Central de aplacar cualquier disparada de los dólares financieros. De acuerdo con nuestros cálculos, posee una liquidez cercana a US\$14.716 millones para hacerlo satisfactoriamente. En síntesis, **destacamos tres factores fundamentales que deberán cumplirse para que las estrategias de carry sigan teniendo atractivo en 2025, i) la inflación mantenga su curso bajista; ii) recorte del crawling peg desde el 2% mensual, iii) la baja volatilidad del CCL persista**.
- En términos de estrategia, y después de analizar las primeras ruedas del 2025, el mercado mantiene el sesgo muy optimista en la curva de LECAPs/BONCAPs. El rally observado en el tramo medio/largo de tasa fija llevó las TEMs a la zona de 2,1/2,3% -mínimos desde su emisión- y las colocaciones con vencimiento de marzo en adelante quedaron por debajo del costo del fondeo (caución). En síntesis, el mercado espera una nueva baja de tasa próximamente. **Preferimos situarnos en el tramo medio de la curva, aprovechando tasas forward más elevadas (junio/agosto)**.



## 2.- CER Medio/Largo: ¿Trade de inflación o riesgo país?

- Nuestra forma de pensar la parte media/larga de la curva CER no recae directamente en la evolución de la inflación (como si lo es en el tramo corto), sino por su relación con la historia de crédito y la expectativa de tipo de cambio real.** A diferencia de lo que ocurrió al comienzo de la época de Macri, el nivel de represión financiera y el riesgo de default -diferenciado por tipo de moneda- a inicios del mandato de Milei eran tan elevados que el *spread* de rendimientos reales y rendimientos en dólares (ambos emitidos por el soberano) no compensaba la expectativa de apreciación del peso. Sin embargo, en la medida en que se fue normalizando el contexto macroeconómico, las tasas reales se volvieron positivas y las tasas de los bonos en dólares disminuyeron a la par de la compresión del riesgo país. En la medida en que este *spread* se fue normalizando, aparecieron oportunidades puntuales para aprovechar el rezago que presentaron los CER en algunos momentos del segundo semestre y la apreciación del peso frente a los dólares financieros.
- Ante la fuerte reducción del riesgo país (-146 puntos básicos desde el 2 de diciembre), **creemos que el spread entre el tramo largo medio/largo CER y los bonos soberanos en dólares quedó demasiado bajo**. Vale resaltar que el CCL actual presenta un *entry point* algo más atractivo (\$1.185 vs \$1.126 del 2 de diciembre ajustado). Tomando como referencia el *spread* histórico del DICA/GD38 - DICP, vemos que la brecha actual (2,4pp) se ubica por debajo de su mediana durante la administración Macri (período sin cepo; 2,7pp). **Preferimos por liquidez, el TZXD7 (fwd más atractiva) y TZX28 (para exposición a mayor duration)**.



## Nuestro Ranking de Calificación Crediticia

Ranking Provincial PPI al 3Q-24 (estimado)

Provincia	Ranking Final	Ratios de Ingresos	Ratios de Gastos	Ratios de Resultados	Ratios de Deuda (Moneda + acreedor)	Liquidez y perspectiva	Ranking en 2Q-24
CABA	1	2	1	2	4	1	1
Mendoza	2	6	4	9	7	2	2
Córdoba	3	5	3	3	11	4	7
Jujuy	4	12	2	1	2	8	5
Neuquén	5	1	8	5	14	3	3
Santa Fe	6	7	9	10	1	6	6
Chubut	7	4	9	4	8	7	4
PBA	8	3	5	13	12	9	8
TdF	9	9	11	6	6	10	10
Chaco	10	13	6	8	3	13	9
Entre Ríos	11	10	11	14	9	5	11
Salta	12	11	14	11	5	11	13
Río Negro	13	9	13	12	10	12	12
La Rioja	14	14	12	7	13	14	14

Nota: Realizado con datos oficiales al 3Q-24, sino con estimación de E&R

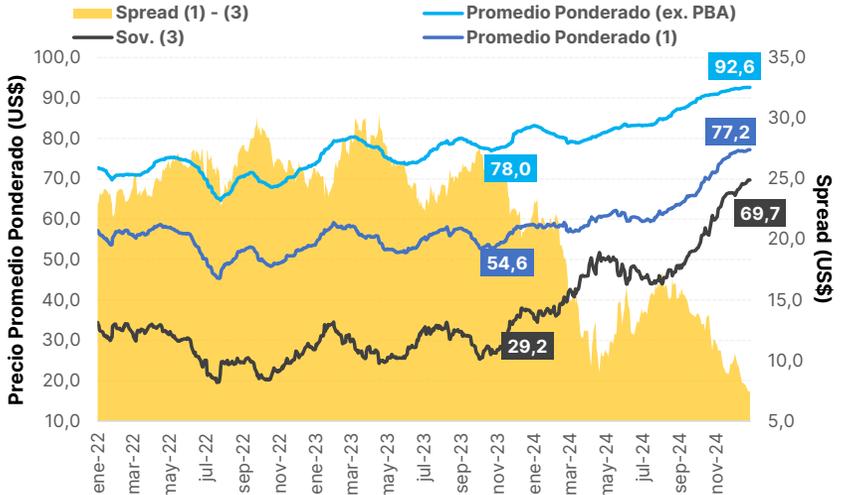
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Como era de esperar, la deuda sub-soberana presentó un rendimiento inferior al de la deuda soberana desde el **ballotage de 2023**. El precio promedio ponderado provincial subió 41% desde la segunda vuelta electoral en 2023 y ahora se sitúa alrededor de US\$77,2. Sin embargo, excluyendo la performance de la deuda de PBA (la cual estaba muy castigada por los inversores, pero con fundamentos), el índice solo subió 19%. Así, en 2024, el precio promedio ponderado provincial aumentó 32%, mientras que el que excluye PBA creció 12%. En cambio, el precio promedio ponderado por *outstanding* de los Globales se disparó 139% desde el ballotage y 88% en el año (sin devengamiento de cupones). **Esta divergencia entre ambas curvas radicó principalmente, en el punto de partida.** Si bien el universo de bonos provinciales es muy heterogéneo, **la gran mayoría partió de niveles de valuación (y de crédito) considerablemente mejores que los de los bonos soberanos.**

**Top Picks:** dentro de este universo, seleccionamos dos tipos de crédito, uno más conservador, en el cual priorizamos la calidad del crédito, y elegimos instrumentos que compiten con las obligaciones negociables por las garantías que presentan estas provincias. Por otro lado, uno más agresivo, en el cual el inversor se expone a un riesgo mayor en búsqueda de retornos potenciales más abultados.

- **Créditos conservadores: (1) Mendoza 2029 (PMM29; 9,7% TIR)**, es el segundo crédito mejor posicionado dentro del menú provincial (con pagos de capital en curso) y presenta un diferencial de rendimiento de +250 puntos básicos frente al bono de CABA (7,2% TIR), el cual ocupa el primer puesto en nuestro ranking provincial; **(2) Neuquén 2030 s/regalías (NDT25; 9,2% TIR)**, ya que sus crecientes regalías permiten a la provincia navegar la incertidumbre fiscal (quinto en nuestro ranking fiscal).
- **Créditos agresivos: (3) El bono de la Provincia de Buenos Aires (BA37D; 15,8% TIR)** exhibió un desempeño superior al de los soberanos desde fines de septiembre (+39% versus +33% del precio promedio ponderado de los Globales). Creemos que el bono en moneda dura más líquido de la provincia más grande de Argentina es una forma atractiva (pero agresiva) de aprovechar la historia constructiva del país. A pesar de que el Presupuesto 2025 de PBA activó algunas alarmas, confiamos en que la Provincia atenderá con éxito los pagos de 2025. El BUENOS37 rinde una TIR de 15,8% (9,5% CY frente al rango de 1,1/8,9% de los soberanos) para una duración modificada de 4,0, lo que lo sitúa alrededor de 459 pbs por encima de la curva soberana. Comprimir la brecha de rendimiento hasta los 200 pbs (cercanos al promedio de la administración de Vidal) se traduciría en un *upside* de +10,8%.

## Evolución de la deuda sub-soberana vs la soberana (precios promedios ponderados)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

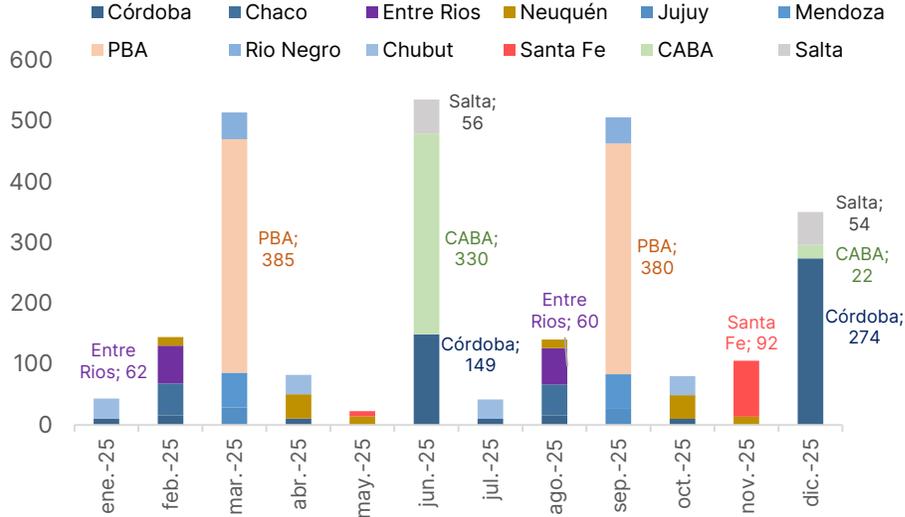
## Metodología de nuestro ranking de crédito provincial

Nuestra clasificación considera cinco criterios: i) clasificación de proporciones de ingresos, que tiene en cuenta si los ingresos provienen de impuestos provinciales o nacionales (“coparticipación”), regalías o seguridad social; ii) clasificación de proporciones de gastos, que considera la calidad del gasto provincial (bienes, servicios, salarios, seguridad social, transferencias e inversión en bienes de capital); iii) proporciones del resultado fiscal, que pondera el resultado primario, la carga de intereses y el resultado económico; iv) clasificación de proporciones de deuda, que considera tanto el perfil del acreedor como la moneda en la que se emitió la deuda; y v) clasificación de perspectivas de liquidez e información, que resume nuestra perspectiva política y económica para la provincia y qué tan líquidos son los bonos en el mercado secundario. La clasificación final se explica mediante la siguiente descomposición: 25% proporciones de ingresos, 20% proporciones de gastos, 10% proporciones fiscales, 20% proporciones de deuda y 25% perspectivas de liquidez e información.

# Deuda Provincial | ¿Podrán las provincias testear aguas internacionales en 2025?

## Principales vencimientos en 2025

(en US\$ millones)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

- **A medida que el apetito por el riesgo argentino iba *in crescendo*, el sector privado fue el primero en salir al mercado internacional.** Empresas como YPF, PAE, Vista Energy, TGS, Pampa Energía, Telecom, Galicia, YPF Luz, Edenor, Grupo Albanesi y MSU Energy emitieron deuda internacional por un total de US\$6.092 millones. Es importante destacar que la mayor parte los montos capturados fue para refinanciar vencimientos o cancelar deudas futuras. No obstante, en términos prácticos, no cabe duda de que **el sector corporativo fue el primer *asset class* en recuperar el acceso a los mercados.**

- **En 2025, todo indica que a los corporativos se sumarán las provincias.** En diciembre, observamos el primer intento de la “alumna ejemplar”, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, aunque la operación no logró cerrarse. En concreto, CABA había anunciado la recompra de hasta US\$550 millones del BUEAIR27 (cupón de 7,5% y amortización en tercios desde junio de este año). Dada la situación holgada de la Ciudad (3,44x de cobertura de cash en 2025), y las propuestas recibidas, las autoridades prefirieron esperar. Nobleza obliga, la decisión por el momento fue acertada (ya comprimió 70 pbs desde principios de diciembre 2024). Quitando la Ciudad de Buenos Aires, **creemos que los créditos que exhiben vencimientos de corto plazo, buen manejo fiscal y rendimientos debajo de los dos dígitos son los principales candidatos para buscar el *roll-over* en 2025.** Entre ellos, **Córdoba enfrenta vencimientos por US\$385,6 millones hasta diciembre de 2025** y cuenta con caja para cubrir el 92% de los vencimientos si medimos los depósitos en pesos al tipo de cambio oficial. No obstante, ha demostrado buen manejo fiscal, ubicándose tercera en nuestro ranking. Esto se reflejó en la compresión de su curva de deuda en 2024: 700 pbs en el tramo corto y entre 330 y 470 pbs en el tramo largo (PDCAR27/29). **Otras provincias que podrían aprovechar el contexto son Neuquén**, que enfrenta vencimientos por US\$193 millones y cuyos bonos rinden entre 7,6% (el garantizado) y 9,2%, **e incluso Mendoza o Santa Fe**, que cuentan con excelentes ratios de cobertura, pero podría considerar refinanciarse a una tasa menor. En tanto, **PBA (15,8% TIR) y Entre Ríos (13,8% TIR) todavía lucen lejos de acceder al mercado internacional**, aunque su posición de liquidez le da margen para especular con una mayor compresión de rendimientos.

## Cobertura Efectivo/Vencimientos 2025

(en US\$ millones/Ratio)

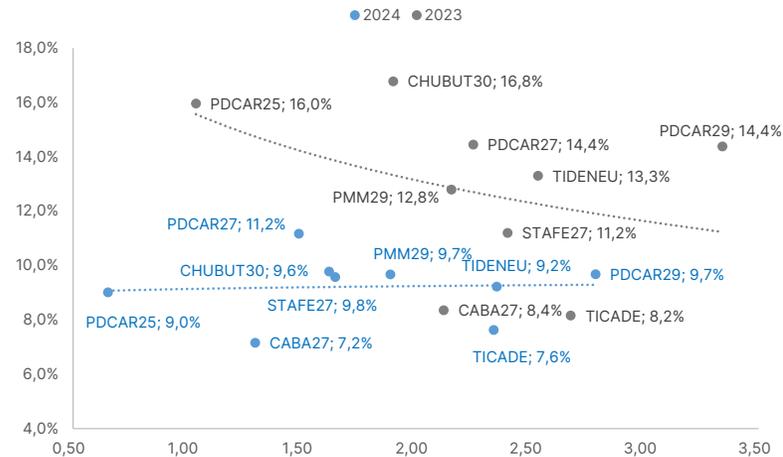
A Sept. - 24	Total (ARS + US\$, @FX Oficial)	Total (ARS + US\$, @CCL)	Total (Solo US\$)	Pagos Totales	Cash Coverage Ratio (1)	Cash Coverage Ratio (2)	Cash Coverage Ratio (3)
CABA	1.326	1.060	351	385,6	3,44	2,75	0,91
Buenos Aires (*)	2.021	1.555	315	764,5	2,64	2,03	0,41
Córdoba	609	447	15	661,6	0,92	0,68	0,02
Chaco	132	100	16	103,7	1,28	0,97	0,15
Chubut	198	150	23	160,7	1,23	0,93	0,14
Entre Ríos	122	100	41	122,0	1,00	0,82	0,34
Jujuy	35	28	12	56,4	0,62	0,50	0,21
La Rioja	45	33	2	94,6	0,47	0,35	0,02
Mendoza	168	134	44	113,0	1,49	1,19	0,39
Neuquén	216	174	62	190,6	1,13	0,91	0,33
Río Negro	60	44	0	87,1	0,69	0,50	0,00
Salta	79	59	6	149,6	0,53	0,40	0,04
Santa Fe	459	338	17	109,2	4,20	3,09	0,15
Tierra del Fuego	36	27	2	39,6	0,91	0,68	0,06

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

(\*)Nota: Las cifras oficiales de depósitos de septiembre no reflejan el agotamiento total de los dólares en manos de la Provincia de Buenos Aires tras el pago del cupón y el capital de sus bonos en moneda extranjera. Actualmente, estamos investigando este tema (lo que podría explicarse por un desembolso aleatorio de un organismo financiero internacional). Sin embargo, incluso descontando el mencionado pago de US\$350 millones, el ratio de cobertura de deuda sigue estando muy por encima de niveles alarmantes. Analizando los números, los depósitos actuales (incluso restando el pago de septiembre) ascienden a US\$1.728 millones, lo que se traduce en un ratio de cobertura de 2,28 hasta diciembre de 2025.

## Curva de rendimientos provinciales final 2024 versus 2023

Selección de créditos provinciales -con TIR actual menor de 12%-



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Emisiones internacionales de corporativos argentinos durante 2024

Emisor	Sector	ISIN	Seniority	Fecha emisión	Duration	TIR	Monto emitido	Uso de Fondos
YPF	Energía	USP989MJBU46	Garantizado	2024-01-17	3,9y	10,0%	US\$800m	Refinanciación & Inversión
PAE	Energía	USE7578BAC65	Garantizado	2024-04-30	5,2y	8,7%	US\$400m	Inversión
Telecom	Telecom	USP9028NBT74	No Garantizado	2024-07-18	4,7y	9,9%	US\$500m	Refinanciación
TGS	Energía	US893870AY13	No Garantizado	2024-07-24	5,4y	8,6%	US\$490m	Refinanciación
Telecom	Telecom	USP9028NBT74	No Garantizado	2024-08-09	4,6y	9,7%	US\$116m	Refinanciación
Pampa	Energía	USP7464EAS56	No Garantizado	2024-09-10	5,5y	8,4%	US\$410m	Refinanciación
YPF	Energía	USP989MJBV29	No Garantizado	2024-09-11	5,0y	8,9%	US\$500m	Refinanciación
YPF	Energía	USP989MJBV29	No Garantizado	2024-10-07	4,7y	8,9%	US\$40m	Refinanciación
Galicia	Financiero	USP0R66CAB48	No Garantizado	2024-10-10	3,5y	8,3%	US\$325m	Compra de HSBC Arg
YPF Luz	Energía	USP9897PAS31	No Garantizado	2024-10-16	5,1y	8,2%	US\$420m	Refinanciación
Telecom	Telecom	USP9028NBT74	No Garantizado	2024-10-24	4,5y	8,9%	US\$200m	Refinanciación
Edenor	Energía	US29244AAM45	No Garantizado	2024-10-24	4,1y	10,8%	US\$135m	Inversión
Edenor	Energía	US29244AAM45	No Garantizado	2024-10-25	4,1y	11,0%	US\$45m	Refinanciación
Grupo Albanesi	Energía	US36875KAJ07	Garantizado	2024-10-30	4,1y	11,3%	US\$209m	Refinanciación
Grupo Albanesi	Energía	US36875KAJ07	Garantizado	2024-10-30	4,1y	11,3%	US\$141m	Refinanciación
MSU Energy	Energía	USP7000QAJ96	Garantizado	2024-12-05	4,3y	10,5%	US\$223m	Refinanciación
MSU Energy	Energía	USP7000QAJ96	Garantizado	2024-12-05	4,3y	10,3%	US\$177m	Refinanciación
Vista	Energía	USP9659RAA60	No Garantizado	2024-12-12	7,1y	7,6%	US\$600m	Inversión
Pampa	Energía	USP7464EAT30	No Garantizado	2024-12-16	5,5y	7,9%	US\$360m	Refinanciación
<b>FY24</b>					<b>4,9y</b>	<b>9,1%</b>	<b>US\$6.092m</b>	

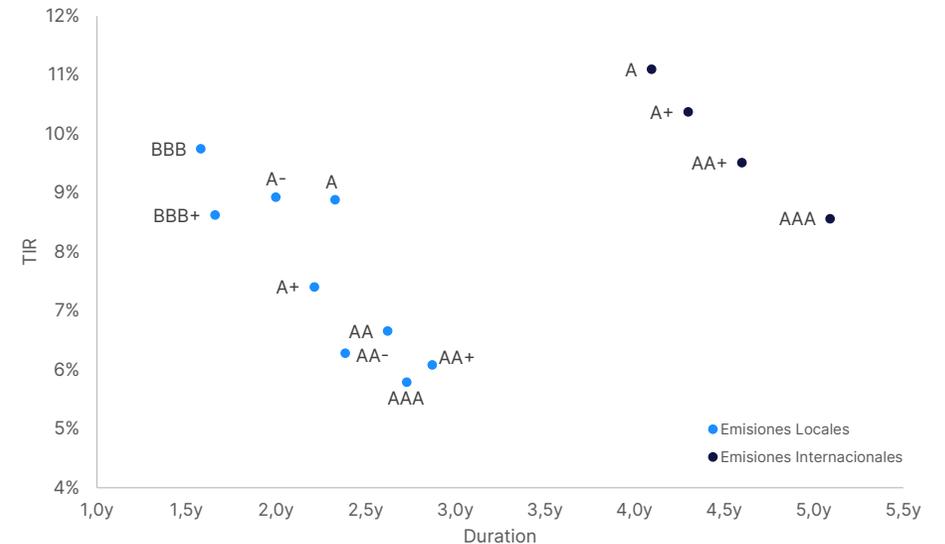
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Las emisiones locales se vieron beneficiadas por el blanqueo

Fecha	# emisiones	Monto prom.	Total emitido	Tasa prom.	Vida prom.
<b>FY23</b>	<b>31</b>	<b>US\$38,2m</b>	<b>US\$1.183m</b>	<b>6,8%</b>	<b>2,4y</b>
Enero 2024	1	US\$39,8m	US\$40m	6,0%	3,0y
Febrero 2024	6	US\$16,2m	US\$97m	7,7%	2,6y
Marzo 2024	6	US\$55,1m	US\$330m	7,7%	2,4y
Abril 2024	7	US\$42,8m	US\$299m	6,5%	2,4y
Mayo 2024	7	US\$47,7m	US\$334m	5,5%	1,5y
Junio 2024	6	US\$22,9m	US\$137m	6,6%	2,0y
Julio 2024	2	US\$20,4m	US\$41m	8,3%	2,3y
Agosto 2024	6	US\$23,0m	US\$138m	6,0%	1,8y
Septiembre 2024	2	US\$100,0m	US\$200m	6,0%	3,5y
Octubre 2024	24	US\$45,6m	US\$1.095m	6,0%	2,8y
Noviembre 2024	16	US\$51,3m	US\$821m	6,8%	2,6y
Diciembre 2024	9	US\$28,5m	US\$256m	5,2%	1,4y
<b>FY24</b>	<b>92</b>	<b>US\$41,1m</b>	<b>US\$3.788m</b>	<b>6,3%</b>	<b>2,4y</b>

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Los corporativos se financiaron más barato localmente



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

- Luego de cuatro años prácticamente sin acceso a los mercados financieros internacionales más que para proponer canjes forzados por el BCRA, **los corporativos argentinos fueron los primeros en tantear el apetito foráneo por su crédito.** En total, entre canjes y *new money*, **se emitieron US\$6.092 millones desde que Javier Milei asumió como presidente.**

- Las aguas internacionales no son para cualquiera:**
  - Los mayores emisores han sido los mejores créditos locales.** En especial, el apetito estuvo enfocado en compañías involucradas en el desarrollo de Vaca Muerta.
  - MSU Energy y Grupo Albanesi fueron dos grandes excepciones, pero ello se debió a que sus complejos perfiles de deuda las llevaron a necesitar refinanciar sus ONs. Lógicamente, tuvieron que pagar el costo de un *rolleo* forzado.
  - Edenor inicialmente intentó emitir un bono por hasta US\$400 millones pero no logró ponerse de acuerdo con las partes interesadas. Más tarde logró avanzar con un *deal* menos ambicioso.
  - Vista Energy fue la primera compañía en sumarse al listado de emisores internacionales.**

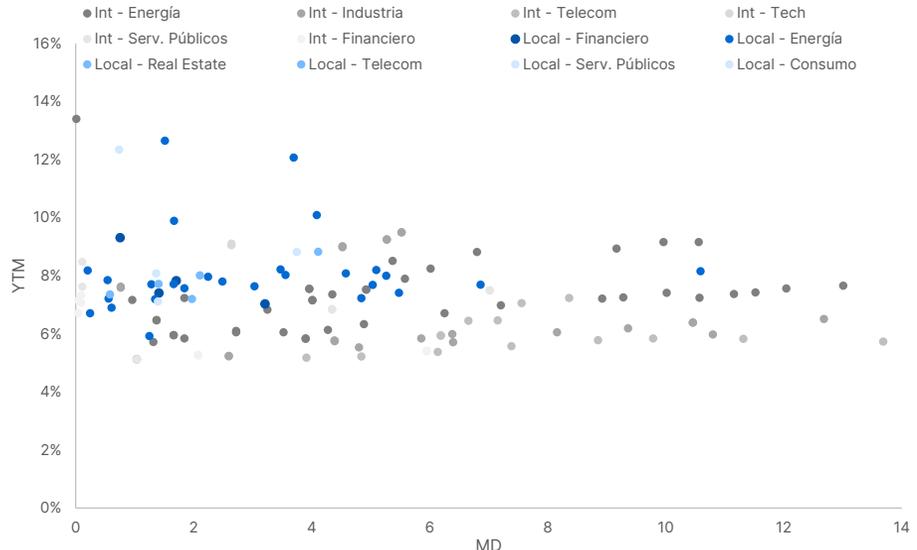
- El blanqueo fue un punto de quiebre para empujar las emisiones de ONs.** Ello queda plasmado al observar el nivel de actividad por mes. Octubre fue el mes más activo tanto local como internacionalmente. **En 2024, se emitieron US\$3.788 millones en el mercado local en deuda *hard dollar*.**

## Los z-spread comprimieron sustancialmente desde el ballottage



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Hay espacio para seguir comprimiendo contra los *peers* regionales



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## La media de la mejor época de Macri ya no es referencia... los mínimos sí

Compañía	Z-Spread Promedio Actual	Período Enero 2017 - Mayo 2018					Diferencia a Promedio	vs Mínimos
		MIN	Q1	AVG	Q3	MAX		
AEROPUERTOS ARGENT 2000	310	249	301	351	403	458	-41	61
AES ARGENTINA GENERACION	557	327	363	437	491	576	121	230
AGUA Y SANEAMIENTOS ARG	957	405	423	463	466	617	493	552
ARCOR SAIC	260	193	225	246	263	315	14	67
BANCO HIPOTECARIO SA	476	202	245	318	374	557	158	274
BANCO MACRO SA	321	302	348	403	454	612	-83	18
BCO DE GALICIA Y BUENOS	300	222	267	321	388	511	-21	78
CAPEX SA	311	326	372	417	470	521	-107	-15
COMPANIA GENERAL COMBUST	495	415	518	555	593	730	-60	81
EMP DISTRIBUIDORA NORTE	469	134	235	362	456	695	107	335
GENER MEDIT/CENT TERMICA	860	383	446	516	567	693	344	476
GENNEIA SA	309	317	363	455	531	631	-145	-7
INVERSIONES Y REPRESENTA	256	231	269	346	415	535	-90	25
MASTELLONE HERMANOS SA	370	-314	123	281	464	597	89	683
MSU ENERGY SA	600	400	426	452	445	589	148	200
PAMPA ENERGIA SA	265	306	386	430	482	545	-165	-41
PAN AMERICAN ENERGY LLC	210	157	223	263	297	433	-53	53
RAGHSA SA	354	328	377	417	459	493	-63	27
TELECOM ARGENTINA SA	363	185	223	274	313	409	88	177
TRANSPORT DE GAS DEL SUR	337	381	424	435	449	470	-98	-44
YPF SOCIEDAD ANONIMA	337	336	376	425	464	587	-87	1
<b>Promedio</b>	<b>415</b>	<b>280</b>	<b>347</b>	<b>404</b>	<b>453</b>	<b>564</b>	<b>26</b>	<b>154</b>
<b>Mediana</b>	<b>337</b>	<b>311</b>	<b>363</b>	<b>417</b>	<b>457</b>	<b>566</b>	<b>-41</b>	<b>67</b>

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

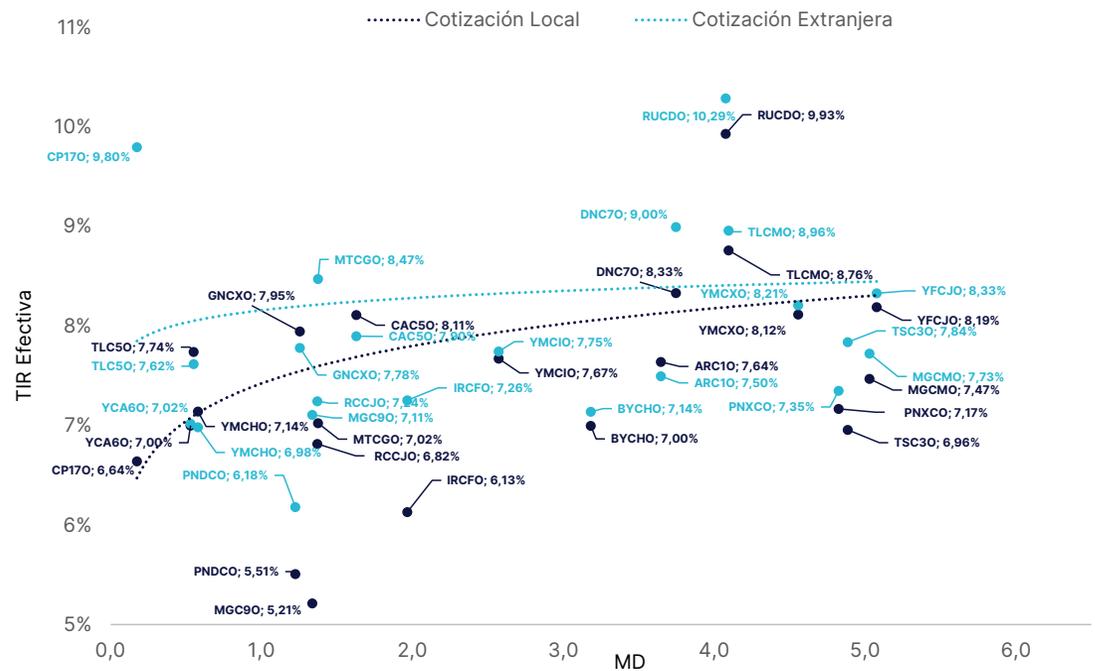
- **Los spreads de crédito comprimieron sustancialmente desde que Milei ganó el ballottage.** Esta tendencia, mayormente marcada en los buenos créditos, derivó en la posibilidad de emitir deuda internacionalmente.
- **La compresión de márgenes crediticios sumado al descenso de las tasas libres de riesgo se tradujeron en ganancias significativas para los bonos.** En este sentido, nuestra recomendación para posicionarse en la parte larga de la curva fue atinada. Si bien las mayores ganancias las percibieron los créditos estresados, también los sólidos tuvieron un excelente año.
- Los z-spread actuales se ubican mayoritariamente por debajo del promedio del mejor momento de la Administración Macri (enero 2017 – mayo 2018). Sin embargo, **no en todos los casos han perforado esos mínimos.** Además, **todavía se encuentran por encima de los niveles de sus comparables regionales.** Ello denota que hay mayor espacio de compresión si la normalización macroeconómica continua. Dado que este es nuestro escenario base, seguimos favoreciendo la parte larga de la curva.

## Hay oportunidades interesantes entre las emisiones

Compañía	Z-Spread Promedio	Período Enero 2017 - Mayo 2018					Dif. Promedio	Instrumento	Z-Spread Individual
		MIN	Q1	AVG	Q3	MAX			
AA2000	310	249	301	351	403	458	-41	AEROAR 8 1/2 08/01/31	310
AySA	957	405	423	463	466	617	493	AGUSAN 7.9 05/01/26	957
GEMSA	860	383	446	516	567	693	344	ALBAAR 9 7/8 12/01/27	910
								ALBAAR 11 11/01/31	810
Arcor	260	193	225	246	263	315	14	ARCOR 8 1/4 10/09/27	260
BHIP	476	202	245	318	374	557	158	BHIP 9 3/4 10/14/25	476
Banco Macro	321	302	348	403	454	612	-83	BMAAR 6.643 11/04/26	321
CAPEX SA	311	326	372	417	470	521	-107	CAPXAR 9 1/4 08/25/28	311
CGC	495	415	518	555	593	730	-60	CGCSA 9 1/2 03/08/25	495
Edenor	469	134	235	362	456	695	107	EDNAR 9 3/4 10/24/30	469
Banco Galicia	300	222	267	321	388	511	-21	GALIAR 7.962 07/19/26	304
								GALIAR 7 3/4 10/10/28	296
Genneia	309	317	363	455	531	631	-145	GNNEIA 8 3/4 09/02/27	309
IRSA	256	231	269	346	415	535	-90	IRSAAR 8 3/4 06/22/28	256
MASHER	370	-314	123	281	464	597	89	MASHER 10.95 06/30/26	370
MSU Energy	600	400	426	452	445	589	148	MSUNRG 9 3/4 12/05/30	600
								PAMPAR 9 1/2 12/08/26	236
Pampa Energía	265	306	386	430	482	545	-165	PAMPAR 9 1/8 04/15/29	94
								PAMPAR 7.95 09/10/31	341
								PAMPAR 7 7/8 12/16/34	388
								PANAME 7 1/4 07/21/25	370
PAE	210	157	223	263	297	433	-53	PANAME 9 1/8 04/30/27	109
								PANAME 8 1/2 04/30/32	310
Raghsa	354	328	377	417	459	493	-63	RAGHSA 8 1/2 05/04/27	354
								TECOAR 8 1/2 08/06/25	317
Telecom	363	185	223	274	313	409	88	TECOAR 8 07/18/26	302
								TECOAR 9 1/2 07/18/31	468
TGS	337	381	424	435	449	470	-98	TRAGAS 8 1/2 07/24/31	337
								YPFDAR 8 1/2 03/23/25	211
								YPFDAR 8 1/2 07/28/25	258
								YPFDAR 9 02/12/26	183
								YPFDAR 6.95 07/21/27	382
								YPFDAR 8 1/2 06/27/29	388
YPF	337	336	376	425	464	587	-87	YPFDAR 9 06/30/29	332
								YPFDAR 9 1/2 01/17/31	309
								YPFDAR 8 3/4 09/11/31	396
								YPFDAR 7 09/30/33	330
								YPFDAR 7 12/15/47	402

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## La curva internacional es la verdadera referencia local



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

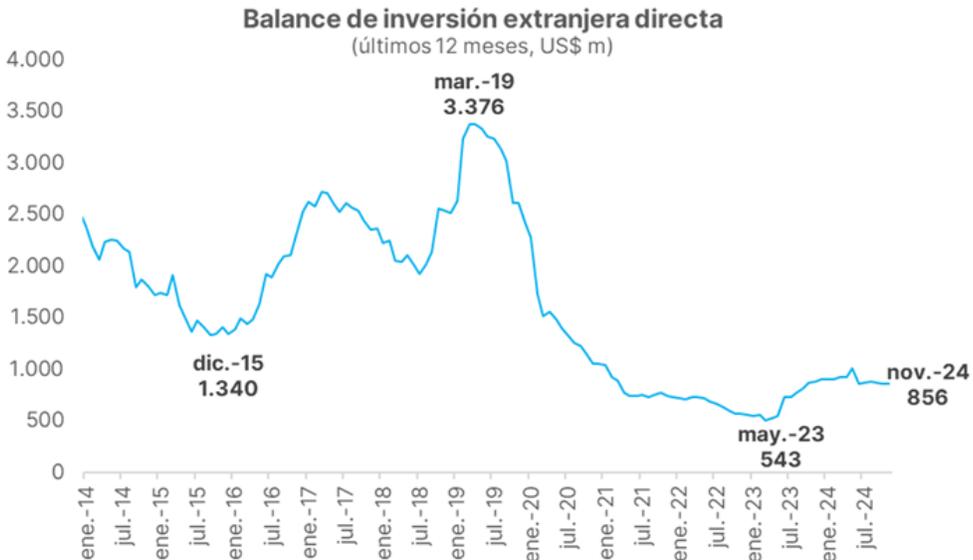
- Más allá de que los z-spreads promedio por compañía se encuentren cercanos a sus mínimos, este no es necesariamente el caso de todas sus emisiones. Por ende, notamos que **hay oportunidades dentro de las curvas de algunas de ellas, como en el caso de Telecom.**
- Un punto importante a tener en cuenta este año es la potencial salida del cepo, y cómo ello puede afectar a las curvas *hard dollar*. Dado que los mercados del exterior se encuentran libres de restricciones, creemos que estos precios son más fidedignos que los observados localmente como referencia. Por ende, **es fundamental comparar los rendimientos locales de cada compañía con los de algún comparable (propio o ajeno) en el extranjero.** Creemos que cualquier desajuste local convergerá a su referencia externa. Ello genera riesgos, pero también oportunidades.
- **Nuestros top picks son YPF DAR47, YMCXO, YFCJO, MGCOO & TLCMO.** Además, **favorecemos PECGO y RUCDO como nuestras apuestas más agresivas.**

# ¿Llegan las inversiones? | Mucho terreno por ganar

• **Uno de los pilares en el accionar del Gobierno es incentivar la llegada de inversiones** externas para favorecer la entrada de dólares y desarrollar áreas estratégicas. La falta de estabilidad macroeconómica, los sucesivos controles de capitales, la excesiva presión impositiva y la falta de reglas claras en el tiempo generaron un contexto adverso para la llegada de inversiones. En la actualidad, los niveles de inversión extranjera directa son extremadamente bajos para una economía del tamaño de Argentina (segundo PBI más grande de Sudamérica y tercero de Latinoamérica), que cuenta con una dotación especialmente elevada y diversa de recursos naturales. El balance de inversión extranjera directa (acumulado 12 meses) fue deteriorándose de US\$3.379 millones en marzo 2019 a un mínimo de US\$543 millones en mayo 2023. A pesar del cambio de aire que implicó el cambio de gobierno, el neto de la inversión extranjera directa (acumulado 12 meses) apenas mejoró hasta US\$856 millones en noviembre 2024. Si ponemos en contexto la situación, **Argentina solo explica el 3,4% del total de los ingresos por aportes de capital en Sudamérica, el cual disminuye al 2,9% si abrimos el espectro a toda Latinoamérica.** En un contexto de corto plazo (por factores locales y globales), en donde la apreciación del tipo de cambio real implicaría un déficit de cuenta corriente mas abultado, **potenciar la inversión extranjera directa ayudaría a compensar o neutralizar el balance cambiario.** Sugerimos ver en detalle [nuestro análisis](#).

• **¿Llegan las inversiones? ¿Por qué esta vez podría ser diferente?** Todavía retumba, en los oídos de economistas e inversores, el fatídico slogan de la “lluvia de inversiones” que nunca llegó. No obstante, esta vez **existen tres pilares que sostienen el renovado clima de optimismo. En primer lugar, el cambio de enfoque de la política económica.** A pesar de que la normalización cambiaria es materia pendiente, el ordenamiento fiscal -causa sistemática de diferentes crisis macroeconómicas- plantea un escenario más estable para el desarrollo del sector privado. **En segundo lugar, los vehículos de inversión son más claros.** La demostración (todavía parcial) del gran potencial de la industria del petróleo y gas (con Vaca Muerta a la cabeza) y la expectativa por la explotación de cobre y litio ofrece un menú heterogéneo y diverso a la hora de atraer inversiones. **La última, y la más obvia, es la implementación del RIGI** (explicado en detalle más adelante). Creemos que el esquema es un excelente primer paso para atraer inversiones y desarrollar los diferentes sectores estratégicos en el país. Más allá del “paraguas” que garantiza el RIGI, **consideramos que la normalización cambiaria y un eventual buen resultado electoral del oficialismo acelerarán los procesos de inversión.** Al final del día, el punto de partida es significativamente bajo, por lo cual hasta el más tímido rebote representaría un cambio considerable para el ecosistema argentino.

## En los últimos años, la IED fue prácticamente nula



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Los aportes de capital en la región en 2023



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a CEPAL.

# ¿Llegan las inversiones? | Un primer pantallazo de los avances del RIGI

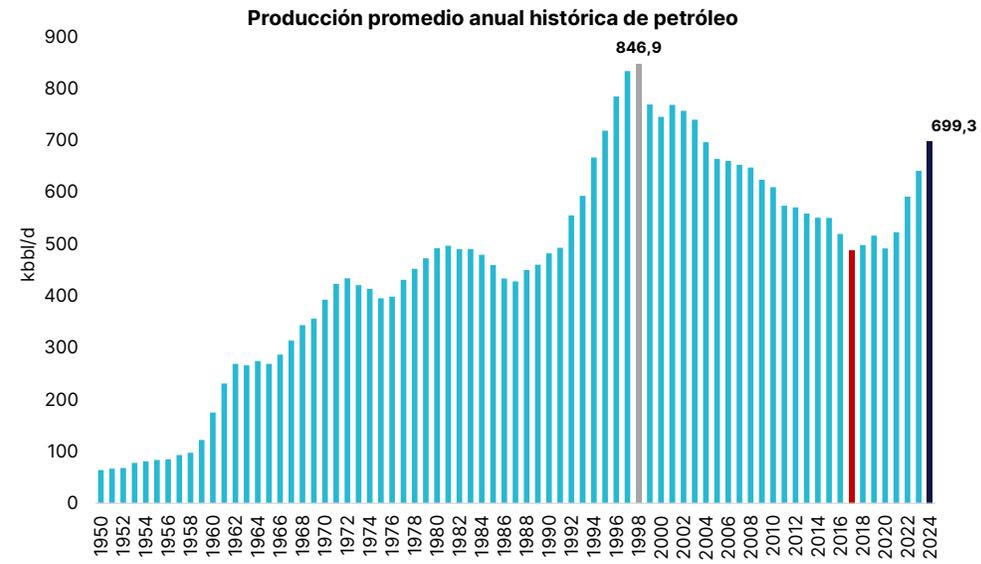
**El Régimen de Incentivo de las Grandes Inversiones llegó de la mano de la Ley de Bases**, pero recién se reglamentó el 23 de agosto a través del decreto 749/2024. **Aquellos que adhieran al esquema (hasta julio 2026) para nuevos proyectos o ampliaciones (que incrementen la capacidad productiva) gozarán de incentivos tributarios, aduaneros y cambiarios.** Para ello, deberán cumplir montos mínimos totales de inversión y desembolsos mínimos para determinados plazos (40% en los dos primeros años como regla general - aplica a todos los casos menos los Proyectos de Exportación Estratégica de Largo Plazo). Los sectores aplicables y los montos mínimos de los proyectos de inversión fueron motivo de debate. La selección se basó en la necesidad y factibilidad de que esos mismos proyectos se realicen en condiciones normales. El ejemplo más claro ocurre en el sector de petróleo y gas, en donde los montos mínimos de inversión van en ascenso desde proyectos de procesamiento y refinería (US\$200 millones), transporte y almacenamiento (US\$300 millones), exploración y explotación *offshore* y de gas *onshore* para exportación (US\$600 millones), mientras que la explotación/exploración *onshore* de los recursos no-convencionales queda fuera del programa. **Hasta la fecha, aparecen presentados 11 proyectos por un monto estimado de inversión de US\$12.566 millones a la espera de su aprobación y adhesión formal.** Vale destacar que el Parque Solar "El Quemado" en Mendoza a cargo de YPF Luz/EMESA se convirtió en el primer proyecto oficialmente aprobado dentro del esquema (23 de diciembre 2024). En tanto, el Gobierno está en proceso de evaluación de varios de los proyectos que figuran en la siguiente recopilación:

US\$200 mill.	US\$300 mill.	US\$600 mill.	US\$2.000 mill.
<b>Petróleo y Gas</b> (procesamiento y refinería)	<b>Petróleo y Gas</b> (transporte y almacenamiento)	<b>Petróleo y Gas</b> (exploración y explotación offshore o gas onshore destinado a exportación)	<b>Proyectos de Exportación de Largo Plazo</b>
<b>Infraestructura</b>			
<b>Minería</b>			
<b>Tecnología</b>			
<b>Siderurgia</b>			
<b>Energía</b>			
<b>Turismo</b>			

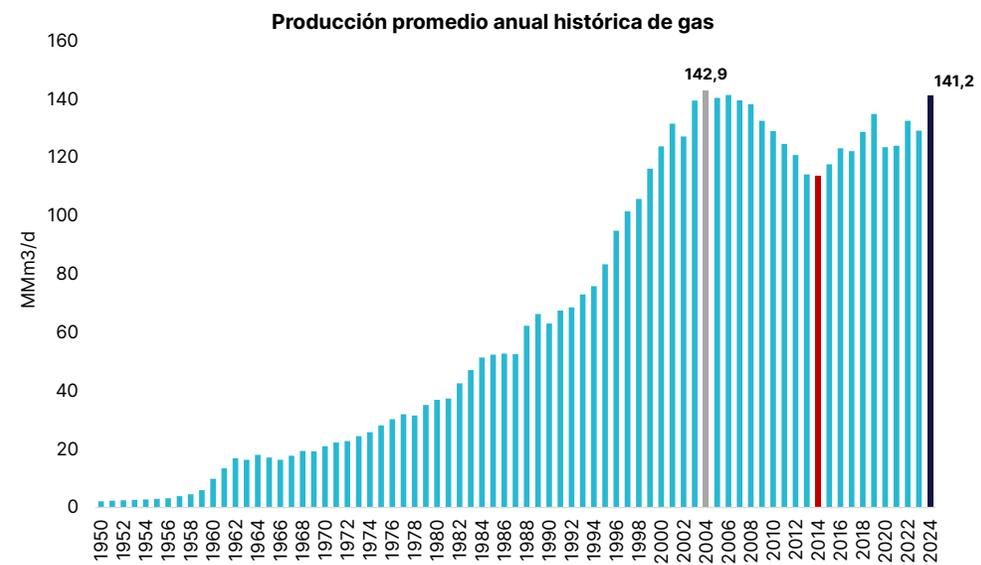
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Proyecto/VPU	Detalles del proyecto en cuestión (en verde c/aprobación oficial)	Monto (US\$ Mill.)
<b>Vaca Muerta Sur/Vmos (P&amp;G/Midstream)</b>	Construcción de la segunda etapa del oleoducto que conectará Allén con un nuevo puerto de aguas profundas en Punta Colorada. El consorcio estará formado por YPF, Panamerican Energy, Vista, Pampa Energía, Chevron, Pluspetrol y Shell. La capacidad esperada es de 550 kbbd en dos años y medio (ampliable a 700 kbbd para 2028).	<b>3.000</b>
<b>Barcaza GNL (P&amp;G/Midstream)</b>	PAE y Golar LNG (Noruega) a través de una sociedad conjunta (Southern Energy) se asociaron con Harbour Energy (UK), Pampa Energía e YPF y presentaron el proyecto para la instalación de una barcaza en el Golfo de San Matías (Río Negro) para producir GNL (gas natural licuado). Se planea comenzar la exportación en 2027.	<b>2.900</b>
<b>Rincón (Minería/Litio)</b>	Río Tinto anunció sus planes para expandir el proyecto Rincón (Salta). Actualmente posee una capacidad de producción de 3.000 toneladas anuales de carbonato de litio, pero luego de su expansión (con fecha de inicio a mediados de 2025) se espera que alcance un nivel de 60.000 toneladas.	<b>2.500</b>
<b>Hombre Muerto Oeste (Minería/Litio)</b>	Presentado por Galan Lithium (Australia) y plantea la producción de cloruro de litio de alta calidad, con una producción de 12.000 toneladas de LCE en Catamarca. Se espera que comience a producir/exportar en 2027.	<b>200</b>
<b>Sal de Oro (Minería/Litio)</b>	Posco (Corea del Sur) impulsará la extracción y procesamiento de litio en Salta. La primera etapa consiste en la construcción de una planta de extracción de fosfato (capacidad para 25.000 ton. anuales) y una planta procesadora de fosfato para producir hidróxido (grado de batería). La segunda consiste en una planta para la producción de carbonato (23.000 ton. anuales).	<b>1.000</b>
<b>Tres Quebradas -3Q- (Minería/Litio)</b>	Zijin-Liex (China) presentó un proyecto de expansión de su flamante planta de producción de carbonato de litio por 20.000 toneladas LCE anuales en Fiambalá (Catamarca), a partir de la cual se espera llevar la capacidad de producción hasta 50.000 toneladas LCE anuales.	<b>600</b>
<b>Gualcamayo / Proyecto Carbonatos Profundos (Minería/Oro)</b>	Minas Argentina SA (MASA) presentó un plan para la reactivación y explotación de la mina de oro y plata en el norte de San Juan. El proyecto presentado incluye la exploración, estudio de factibilidad, producción de cales industriales y un parque solar de 50 MW.	<b>1.000</b>
<b>Primera Línea de Transmisión Eléctrica Noroeste (Energía)</b>	Central Puerto y el IFC se comprometieron a avanzar en un proyecto para proveer la alta demanda de energía esperada por la explotación de litio en el noroeste del país.	<b>600</b>
<b>Parque Solar "El Quemado" (Energía)</b>	A cargo de YPF Luz y EMESA en Las Heras (Mendoza) previendo una capacidad instalada por un total de 305 MW dividido en dos etapas: 200 MW y 105 MW. El parque solar estará compuesto por 514.000 paneles fotovoltaicos bifaciales.	<b>211</b>
<b>Parque Eólico Olavarría (Energía)</b>	El proyecto presentado por PCR y Acindar plantea la construcción de un nuevo parque eólico en Olavarría (PBA) previendo una capacidad instalada de 180 MW. Ambas compañías (accionistas en GEAR I S.A) ya tienen experiencia trabajando en conjunto en otros desarrollos de energías renovables.	<b>255</b>
<b>Planta de "Acero Verde" (Siderurgia)</b>	Sidersa planea construir una nueva planta de producción siderúrgica de última generación en San Nicolás (PBA). El financiamiento del BID Invest por US\$100m se aplicará en la compra de maquinaria para la producción de acero "sustentable".	<b>300</b>

## ¿Habrá nuevos máximos en 2025?



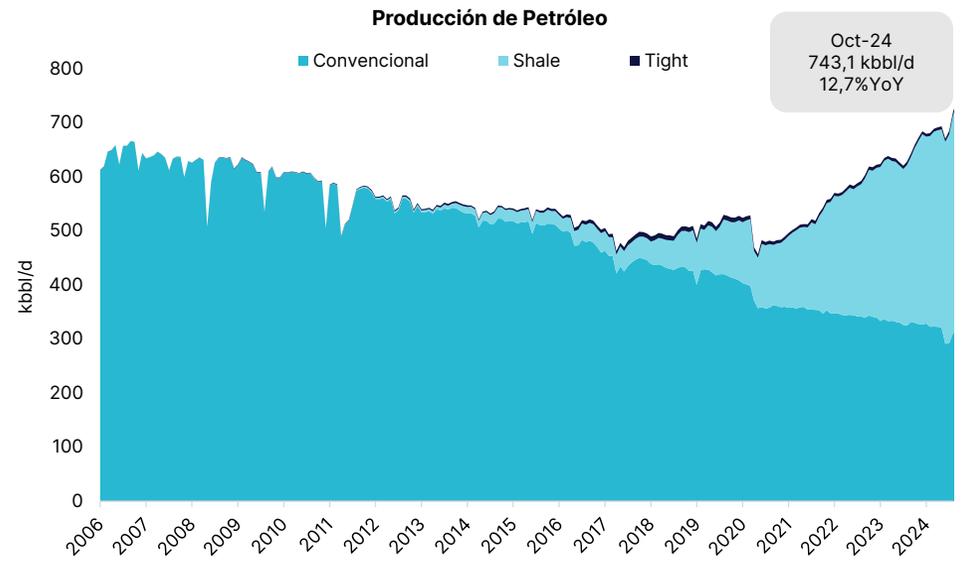
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**



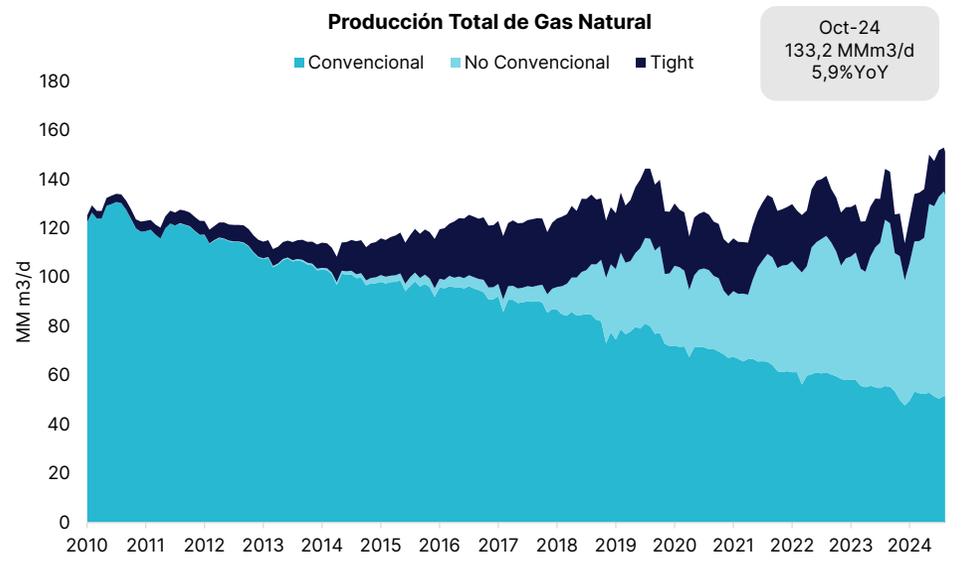
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

- **La producción de petróleo del 2024 hasta octubre bordeó los 700 kbbl/d, similar a la de principios de los 2000, pero por debajo de los máximos de 1998.**
- **La producción de gas promedio por día durante 2024 (hasta octubre) se encuentra próxima a su récord histórico de 2004.** Es prácticamente inevitable que para 2025 supere dichos máximos, dado que los cuellos de botella en materia de infraestructura habrán sido mayormente resueltos.
- **La producción shale ha sido fundamental para ambos tipos de hidrocarburos. Mientras que el convencional sigue declinando, la producción no convencional avanza y gana participación.**
- **A medida que las áreas convencionales queden en manos de pequeñas empresas, podría haber una mayor contención del declive.** El Proyecto Andes de YPF es una clara señal de que **la industria empieza a dividirse entre grandes jugadores apostando al shale, y pequeños y medianos invirtiendo en la recuperación secundaria y terciaria de campos maduros.**

## La producción shale se convirtió en un gran propulsor



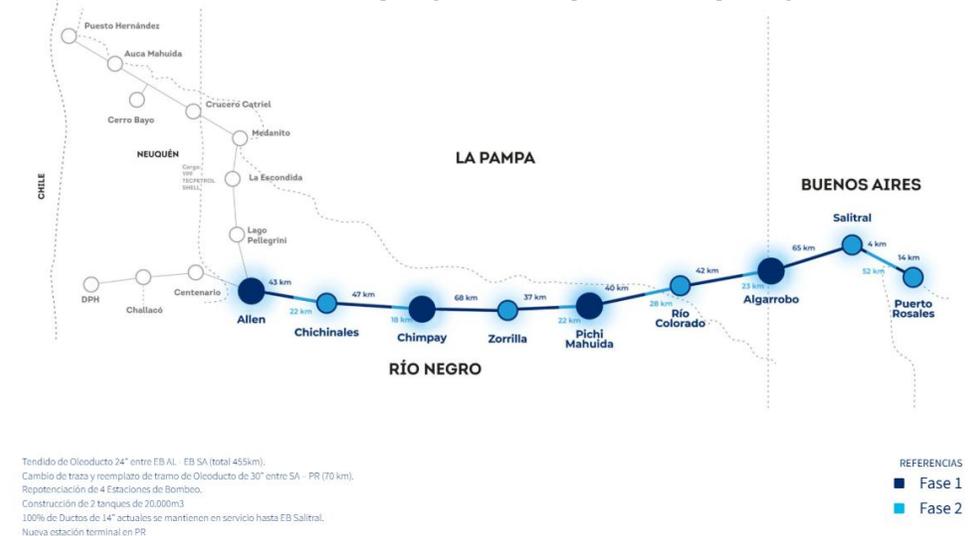
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

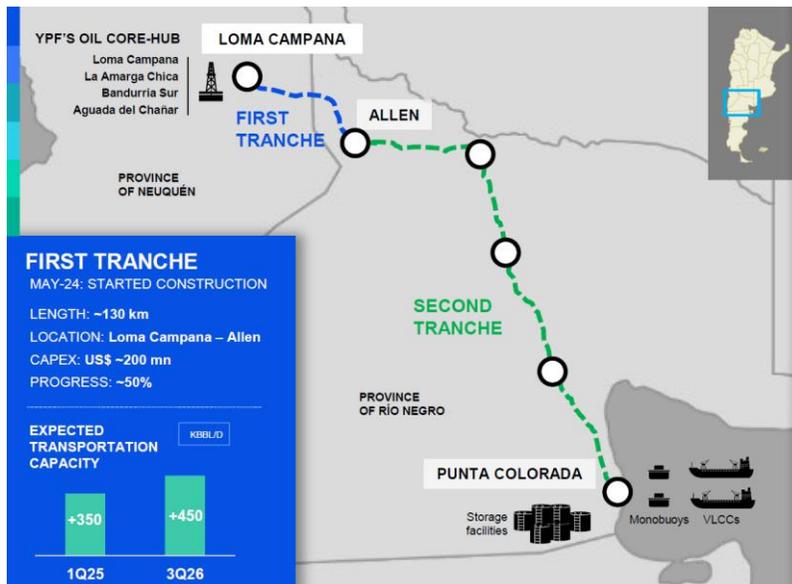
- Duplicar:** este proyecto de Oldelval cuenta con dos etapas. El primer tramo ya se encuentra operativo y permitió ampliar la capacidad de evacuación de 36.000 m<sup>3</sup>/día a 55.000 m<sup>3</sup>/día. El segundo tramo, cuya finalización está proyectada para mitad de 2025, sumaría cerca de 31.000 m<sup>3</sup>/d. Completados ambos tramos, la obra abarcaría 525 km, conectando la Estación de Bombeo Allen, en Río Negro, con Puerto Rosales, al sur de la provincia de Buenos Aires. En total, **se estima que va a expandir la capacidad hasta los 86.000 m<sup>3</sup> por día** (equivalente a aproximadamente 540.000 barriles de petróleo diarios). Vale recordar que Oldelval es un conglomerado conformado por YPF, Pampa Energía, Chevron, Pan American Energy, Pluspetrol y Tecpetrol.
- Ampliación Puerto Rosales:** para que Duplicar tuviera sentido, también era necesario adecuar la capacidad de almacenamiento de la terminal de Puerto Rosales. Este proyecto está a cargo de Oiltanking Ebytem, dueño de la infraestructura. **Esta ampliación, que en una primera etapa significaría 250.000 m<sup>3</sup> incrementales a través de cinco nuevos tanques**, estaría lista antes del cierre de año. A este proyecto se le suma la construcción de un muelle para poder recibir buques tanque de hasta 160.000 toneladas (equivalente a un millón de barriles de crudo) en la primera etapa, y la construcción de una nueva monoboya y un tanque adicional para incrementar la capacidad de almacenamiento en una segunda etapa.

## Recorrido del proyecto Duplicar etapa 1 y 2



Fuente: Oldelval

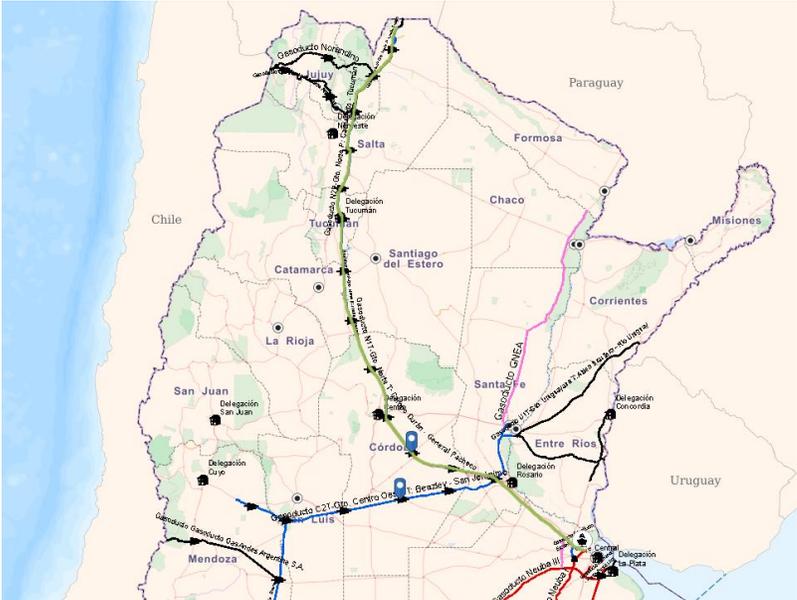
## Recorrido del proyecto Vaca Muerta Sur



Fuente: Presentación de Resultados 3Q24 de YPF

- Vaca Muerta Sur:** el proyecto propuesto por YPF se divide en dos tramos, que se encuentran con diferentes grados de avance. El primer tramo de la obra, que tendrá 130 km extendiéndose desde Loma Campana, en Neuquén, hasta Allen, en Río Negro, ya comenzó. El despliegue de los caños ya fue realizado y simboliza un avance decisivo en la materialización del proyecto. **Se espera que la primera fase, la cual se conectará con Duplicar, esté finalizada para el primer trimestre de 2025 y genere un incremento en la capacidad de transporte por el equivalente a 350.000 barriles diarios.** En cuanto al segundo tramo del proyecto, implicaría un oleoducto adicional de 437 km, conectando Allen con un nuevo puerto en Punta Colorada. Si bien en un principio el punto de conflicto del proyecto parecía estar en la necesidad de crear un consorcio que afronte los US\$3.000 millones de CAPEX que requeriría su desarrollo, esto ya no es una preocupación. El 16 de diciembre se hizo pública la participación de YPF, Vista Energy, Pampa Energía y Pan American Sur (de PAE) en carácter de accionistas de la sociedad llamada VMOS SA, que llevará a cabo su desarrollo bajo el Régimen de Incentivo a las Grandes Inversiones (RIGI), y se ha clarificado que Chevron, Pluspetrol y Shell poseerán opciones para comprometer transporte en firme adicional. Cabe señalar que **se espera que el oleoducto tenga una capacidad de transporte inicial de 550.000 barriles diarios** (275.000 barriles diarios se reparten entre los accionistas) **y entre en vigencia durante el segundo semestre de 2027.** Además, en una próxima etapa podría ampliarse hasta 700.000 barriles por día de ser necesario. **Su recorrido finalizaría en una terminal de exportación en la ciudad rionegrina, que, por sus características naturales, la posicionan como un sitio ideal para convertirse en un punto de exportación de clase mundial para el crudo de la Cuenca Neuquina. Ello se debe a que el puerto en Punta Colorada sería apto para buques petroleros de gran tamaño conocidos como VLCC (por sus siglas en inglés, Very Large Crude Carriers), lo que podría abrir las puertas del mercado asiático.** De esta forma, no solo sería un *game changer* para Argentina como exportador de petróleo, sino que además permitiría a estas compañías acelerar su producción sideralmente.

## Recorrido Gasoducto Norte

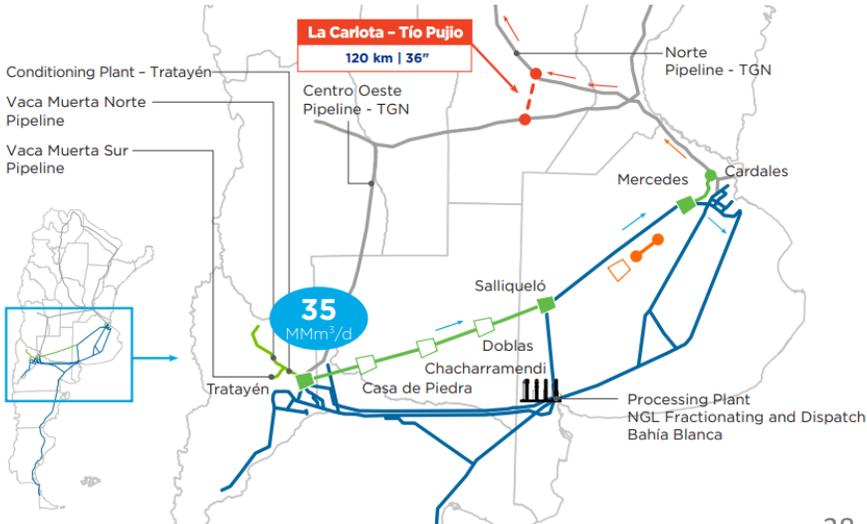


Fuente: Mapa Interactivo de ENARGAS

- **Reversión del Gasoducto Norte:** se trata de un proyecto necesario y eficiente para llevar gas de Vaca Muerta al norte del país a través de un gasoducto que existe desde fines de los 2000, y que, por el declino de la producción de gas de Bolivia, se encontraba mayormente en desuso. Por esta razón, se planteó la reversión de las plantas compresoras que lo componen, ya que resulta más favorable en términos de costos que construir un gasoducto de cero. Si bien el proyecto tuvo peculiaridades que lo retrasaron considerablemente, como que la licitación fue particionada en renglones, lo que dificultó la adjudicación y concreción, ya se encuentra en sus etapas definitivas. **Se espera que el proyecto, que demandará una inversión total de aproximadamente US\$740 millones, permita trasladar unos 19 millones de m<sup>3</sup> diarios de gas producido en Neuquén a hogares e industrias de Córdoba, Salta, Jujuy, Santiago del Estero, Catamarca, La Rioja y Tucumán a partir de marzo de 2025.** Como resultado, el Estado ahorraría alrededor de US\$1.000 millones anuales en importaciones de gas y combustibles. Más allá de eso, **la relevancia del desarrollo es aún mayor, dado que abriría nuevas oportunidades de exportación para Argentina.** En este sentido, recientemente el ministro Caputo firmó un memorando de entendimiento con Alexandre Silveira, ministro de Minas y Energía de Brasil, para que Argentina comience a exportar gas al país vecino. En teoría, los envíos comenzarían en 2025 con el transporte de 2 millones de m<sup>3</sup> diarios, siendo la idea alcanzar 30 millones de m<sup>3</sup> diarios dentro de cinco años. Estos valores podrían seguir en ascenso si las exportaciones también se extendieran al norte de Chile y otros países limítrofes, abriendo paso a que las compañías del sector incrementen su producción. Incluso Bolivia podría convertirse en destino de exportación dado que, según dichos de Álvaro Ríos, ex ministro de Hidrocarburos de Bolivia, el declino de su producción parece más acelerado de lo inicialmente estipulado y podría perder su autoabastecimiento para 2028.

- **Ampliación propuesta por TGS:** en octubre y diciembre Transportadora de Gas del Sur finalizó las plantas compresoras de Salliqueló y Tratayén, ampliando la capacidad de transporte del Gasoducto Perito Moreno (ex Gasoducto Néstor Kirchner) desde 11 millones de m<sup>3</sup> diarios hasta 21 millones de m<sup>3</sup> diarios para el invierno 2025. Además, a mitad de año la compañía propuso una inversión en obras de infraestructura por unos US\$700 millones. El proyecto, que constaría de dos partes independientes, tendría como principal objetivo transportar volúmenes incrementales de gas natural hacia el Litoral y el norte del país. Esto permitirá abastecer la demanda invernal, sustituyendo importaciones, situación que hace que el proyecto no solo sea atractivo para TGS, sino también para el Gobierno Nacional, que tendría un ahorro fiscal de entre US\$500 millones y US\$600 millones. En cuanto al proyecto en sí, **la primera parte, la cual estaría encuadrada bajo el régimen de iniciativa privada y requeriría inversiones por US\$500 millones, implicaría la instalación de tres nuevas plantas compresoras con un total de 90.000 HP en el tramo Tratayén – Salliqueló para incrementar su capacidad de procesamiento. La compañía apuntaría a transportar 14 millones de m<sup>3</sup> diarios adicionales hacia el Litoral, por lo que el Gasoducto Perito Moreno alcanzaría una capacidad total de 35 millones de m<sup>3</sup> diarios.** Para esta parte, el Gobierno Nacional ya ha declarado de interés público la iniciativa, por lo que inició el correspondiente proceso licitatorio, asignándole prioridad a TGS por acercar la propuesta. **En lo que respecta a la segunda parte, que costaría alrededor de US\$200 millones, incluiría la instalación de 20 km de loops de cañería y la instalación de 15.000 HP adicionales en el gasoducto que conecta La Carlota y Tío Pujio para aumentar la capacidad de transporte en 12 millones de m<sup>3</sup> diarios.** Este tramo, que tendría una tarifa en pesos, ya que estaría encuadrado bajo los términos de la licencia de transporte actual, está vinculado al proyecto de reversión del Gasoducto Norte, por lo que facilitaría volúmenes incrementales al norte del país.

## Propuesta de ampliación de TGS



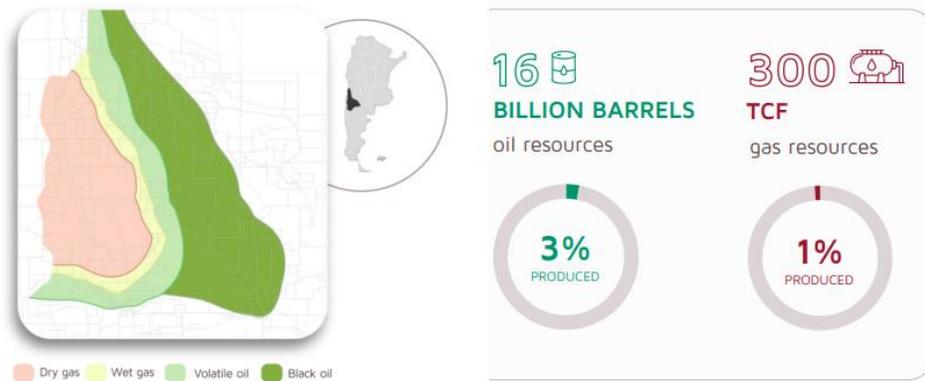
Fuente: Presentación del Investor Day de TGS

# ¿Llegan las inversiones? | Vaca Muerta abre las puertas al GNL

En las últimas semanas se anunciaron varios proyectos cuyo foco está puesto en desarrollar el gas natural licuado (GNL) en Argentina. Tiene sentido, considerando que **se estima que Vaca Muerta tiene 8,5 billones de m<sup>3</sup> en reservas de gas y apenas el 1% ha sido explotado**. A continuación, un repaso:

- El último día hábil de noviembre, Pampa Energía anunció que participará en el Proyecto FLNG para la producción y exportación de GNL, liderado por Pan American Energy. **El proyecto consiste en la instalación del buque "Hilli Episeyo", de la compañía Golar, en el Golfo de San Matías, Río Negro, y la construcción de infraestructura complementaria para producir GNL. El buque tendrá capacidad para producir 2,45 millones de toneladas anuales de GNL**, lo que equivale a 11,5 millones de m<sup>3</sup> diarios de gas natural, y se espera que las operaciones comiencen en el segundo semestre de 2027. El proyecto en cuestión **requerirá una inversión estimada de US\$2.900 millones a lo largo de diez años** y se espera que se enmarque en el RIGI a través de la nueva sociedad Southern Energy SA. No menos importante, YPF anunció que también se unirá al consorcio, algo que creemos que está vinculado a su reciente adquisición de Mobil Argentina, la compañía controlada por ExxonMobil y QatarEnergy, que poseía el 54,45% de los derechos no convencionales de Sierra Chata, el área operada por Pampa Energía.
- Si bien la idea de construir una planta de licuefacción en Argentina con Petronas como socio ya no se volverá realidad luego de que la compañía malaya se baje del megaproyecto, YPF tiene una alternativa: Shell. Las compañías firmaron un Project Development Agreement comprometiéndose a avanzar en la primera fase de Argentina LNG, el ambicioso proyecto del nuevo CEO de YPF. **Esta primera etapa, para la cual Shell proveería el know how y se convertiría en el offtaker, consistirá inicialmente en instalar dos barcos de licuefacción en el Golfo de San Matías para producir 10 millones de toneladas anuales (equivalentes a aproximadamente 40 millones de m<sup>3</sup>/d). También requerirá un gasoducto dedicado de 580 km de extensión.** Luego, en una siguiente etapa que dependerá de que se apruebe el Front-End Engineering and Design, el proyecto podría escalar hasta la construcción de una planta modular terrestre en Sierra Grande, Río Negro, para sumar 10 millones de toneladas adicionales. Finalmente, el último paso sería construir una planta en tierra con nuevos trenes de licuefacción que sumen 10 millones de toneladas más.
- **TGS también está evaluando la posibilidad de transformar su planta de Tratayén, que hoy tiene la capacidad de procesar 28 millones de m<sup>3</sup>/d, en una planta extractora de líquidos con una capacidad de 13,2 millones de m<sup>3</sup>/d similar a su Complejo General Cerri.** De esta manera podría maximizar el valor del gas producido en Vaca Muerta, que es muy rico en líquidos, obteniendo etano, butano, propano y gasolina y comercializándolos. Si bien los módulos actuales de la planta de Tratayén podrían ser reconvertidos para extraer los líquidos sin mayores complicaciones, **la necesidad de construir la infraestructura necesaria para transportar los mismos hasta Bahía Blanca acercaría al costo total del proyecto a los US\$2.500 millones.** Por sus características, este también podría ingresar en el RIGI, lo que lo hace más factible, pero dados los distintos proyectos planificados para producir GNL, la compañía recién evaluaría su conveniencia hacia marzo 2025.

## Recursos de Vaca Muerta



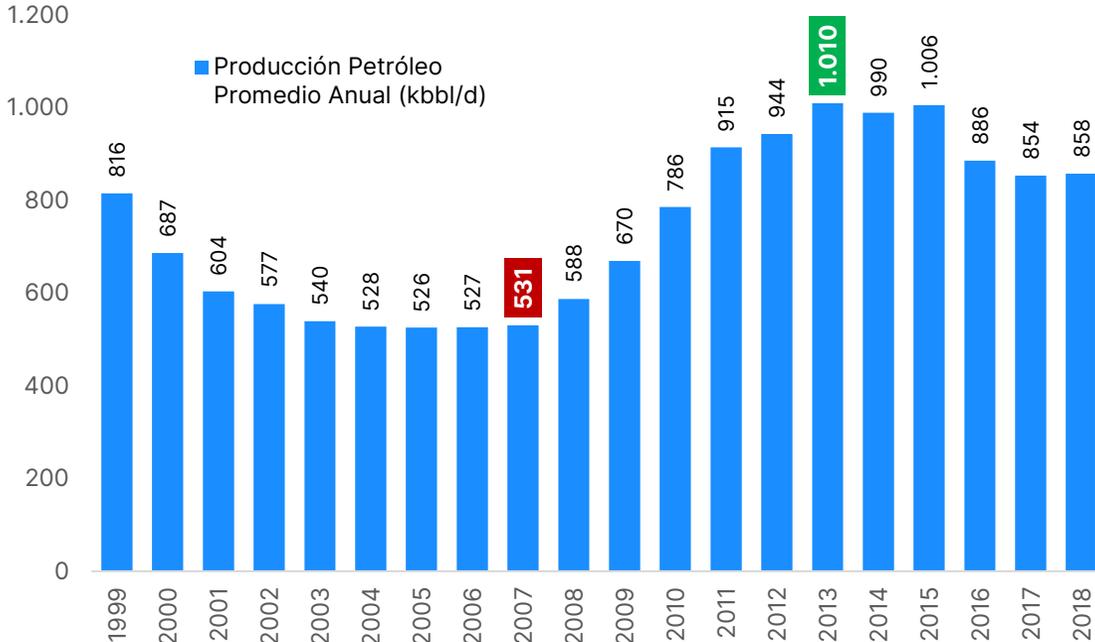
Fuente: Presentación del Investor Day de PAM

## El Golfo de San Matías gana popularidad



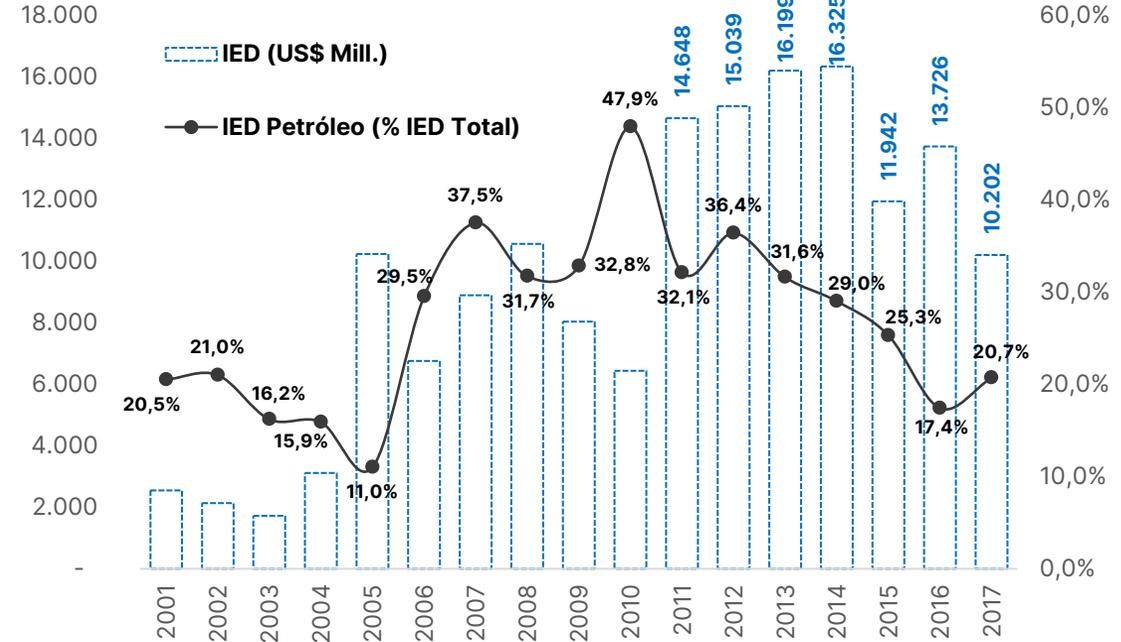
Fuente: Artículo de eraverde.com

**Shock petrolero en Colombia (2007/2013)**



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a WorldBank, Statista y Banco de la República

**La inversión en petróleo explicó la mejora de IED**



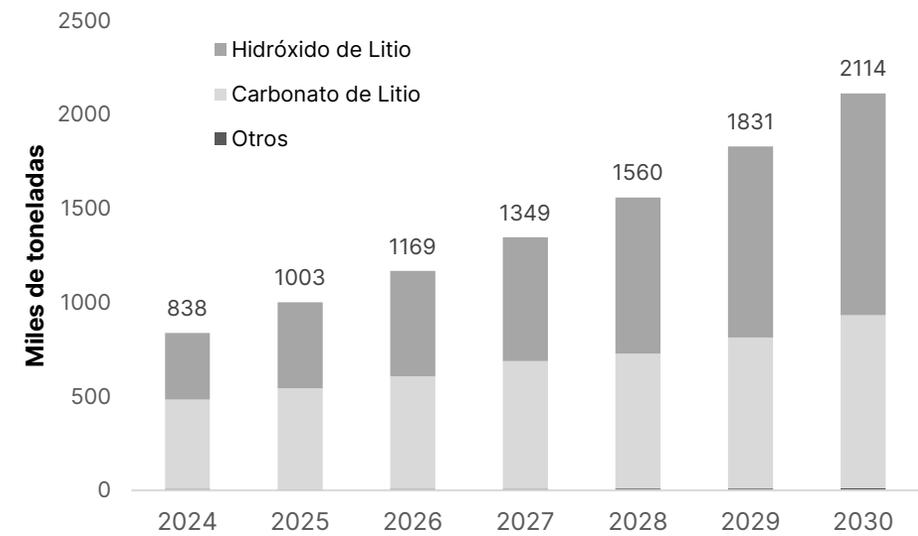
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a WorldBank, Statista y Banco de la República

- La industria de energía en Colombia (en términos de la producción de crudo) protagonizó un crecimiento significativo entre 2007 y 2013, lo cual catapultó la capacidad exportadora del país. La producción de petróleo aumentó **de un promedio anual de entre 531.000 barriles diarios a mediados en 2007 a casi el doble entre 2013 y 2015, mientras que las exportaciones de crudo casi se triplicaron en el mismo lapso**. Las exportaciones de petróleo y gas de Colombia en 2017 alcanzaron US\$10.950 millones y las de productos refinados US\$2.050 millones, representando el 34% de las exportaciones totales. En los años de precios récord de petróleo, esta proporción se acercó al 55%. En términos agregados, el total de exportaciones trepó de US\$19.640 millones en 2004 a alrededor de US\$69.730 millones en 2012. Durante el *boom* petrolero, el PBI comenzó un ciclo alcista notable. En 2010, la economía avanzó 4,5%, seguido por crecimientos de 7%, 3,9% y 5,1% en los siguientes tres años. A su vez, el PBI per cápita trepó 19,7% entre 2007 y 2013, de US\$11.559 a US\$13.841 (en dólares PPA de 2017).
- El sector de petróleo y gas de Colombia también ayudó a incentivar los **flujos de IED** (inversión extranjera directa) desde niveles extremadamente bajos (alrededor de US\$2.000/2.500 millones entre 2001 y 2003), a **cuatro años consecutivos de entre US\$14.600 y US\$16.300 millones entre 2011 y 2014**. De hecho, de acuerdo con cifras de la CEPAL hasta 2023, Colombia todavía explica cerca del 13,5% de los ingresos de IED por aportes de capital en Latinoamérica (marcha tercero detrás de Brasil y Chile). Impulsado por el RIGI, mayor estabilidad macroeconómica y las diferentes historias particulares que ofrece el *Oil&Gas* y la minería, Argentina podría unirse al exclusivo club internacional de la IED.

# ¿Llegan las inversiones? | Atenuado por los precios, el litio aparece en el horizonte

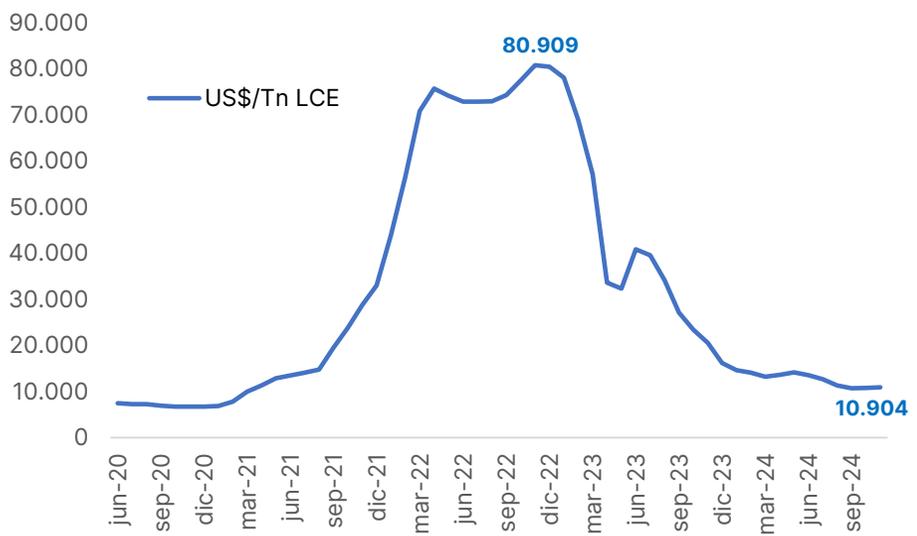
- Argentina forma parte del triángulo del litio**, donde se estima que se encuentra el 53,3% de los recursos totales a nivel global. En términos de reservas, dicha área representa poco más del 46% de las reservas globales, donde Argentina marcha en la tercera posición después de Chile y Australia. Los importantes anuncios de expansión o inicio de operaciones de las principales mineras y la entrada al mercado del litio proveniente de pegmatitas (de respuesta más rápida que la oferta proveniente de salares) de países como Brasil o Zimbabue produjo una **fuerte caída en los precios**. A pesar de haber atenuado la velocidad de desarrollo de muchos proyectos, los jugadores esperan una recuperación del precio de la mano de una demanda que se incrementará en los próximos años (en especial, para baterías de autos eléctricos).
- El desarrollo de la industria de litio en Argentina crece sostenidamente desde 2018, pero en los últimos tres años los proyectos de exploración/factibilidad se multiplicaron.** La última información disponible refleja que se aplicaron US\$426 millones para exploración en las provincias de Salta, Jujuy y Catamarca en 2023 (16,86% del presupuesto de exploración global). En tanto, la producción en Argentina se estabilizó en 2024 en el rango de las 50/55 mil toneladas LCE, tras un salto relevante el año previo (+45%) por la puesta en marcha de Cauchari-Olaroz (controlado por Gangfeng Lithium, Lithium Americas y Jujuy Energía y Minería). De esta manera, Argentina es el cuarto productor mundial de litio, con una participación del 5,3% del total. De los 50 proyectos vigentes, el 66% está en etapas de exploración o evaluación económica preliminar, mientras que el 34% restante se encuentra más avanzado (pre-factibilidad en adelante). Vale destacar que solamente el 10% está en producción, en donde ubicamos a **Cauchari-Olaroz (Jujuy), Fénix (Catamarca), Salar de Olaroz (Jujuy)** y las recientes incorporaciones en el segundo semestre de 2024 de **Centenario Ratones (Salta) y Tres Quebradas (Catamarca)**.

## Demanda proyectada mundial de litio estable



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a MECON y COCHILCO.

## Evolución del precio del litio (US\$/LCE)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Fastmarket y MECON.

## La caída de los precios moderó las proyecciones



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a MECON y jugadores del sector.

# ¿Llegan las inversiones? | El camino para entrar al "top-10" de producción de cobre en 2030

• **El cobre fue ganando importancia como un metal clave para la transformación energética y de desarrollo de nuevas tecnologías** (incluyendo la IA) dadas sus propiedades como elemento de alta conducción que lo vuelven un material muy eficiente para la fabricación de piezas y compuestos en semiconductores, autos eléctricos, paneles solares y computadoras de alta velocidad. **La producción mundial actual de cobre ronda los 22/24 millones de toneladas, mientras que la demanda proyectada para los próximos diez años aumenta a 35 millones de toneladas y alcanza los 50 millones en 2050.** En otras palabras, el crecimiento significativo de la demanda plantea un desafío para evitar faltantes en los próximos años, lo cual motiva un aumento del precio del cobre. De hecho, en diciembre el cobre promedió alrededor de US\$9.000 la tonelada métrica, lo cual se ubica cerca de 10% por encima del mismo mes del año anterior. Más allá de que las perspectivas de corto plazo (próximos 12 meses) son alcistas, también existen riesgos claves a monitorear, que incluyen un potencial debilitamiento de la actividad económica en Estados Unidos y un aumento del proteccionismo comercial. Por fuera de ello, como mencionamos más arriba, lo más importante es que el pronóstico de largo plazo es muy positivo, pues **la fuerte demanda de los sectores de transición energética y su limitada oferta, la cual llevará tiempo hacer crecer, pondrían presiones alcistas sobre el precio del metal.**

### Transición energética



### Urbanización

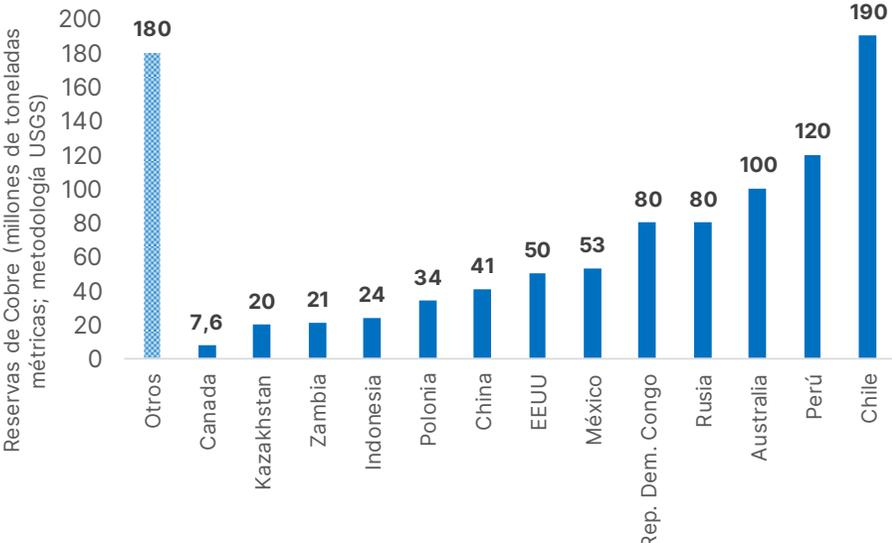


### Nuevas Tecnologías (IA)



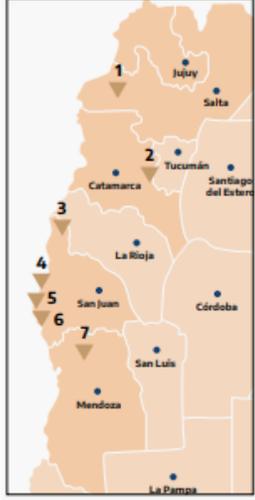
• **El territorio argentino situado al costado de la zona central de la Cordillera de los Andes** (Jujuy, Salta, Catamarca, La Rioja, San Juan y Mendoza) **es una de las regiones más ricas de metales en el mundo, incluyendo cobre, plata y oro.** No obstante, desde el cierre de "Bajo de la Alumbreira" en 2018, Argentina había quedado sin ningún proyecto activo de producción de cobre. Así, la falta de inversión en exploración y evaluación de factibilidad provocó que las reservas de cobre como porcentaje del total mundial cayeran a alrededor del 2% en 2022 (Chile, del otro lado de la Cordillera, representa el 19%). **Vale resaltar que el potencial de recursos podría ubicar al país dentro de los cuatro principales jugadores del mundo.** En el último tiempo, la necesidad a nivel global, luego acompañada por un cambio de contexto macroeconómico con la llegada de Milei y la puesta en marcha del RIGI, impulsó la llegada de varios proyectos que actualmente se encuentran en diferentes etapas de avance. Recordemos que tanto la exploración (si se cumplen determinados parámetros) como la ampliación de proyectos existentes de cobre pueden adherirse al régimen especial. A diferencia de lo que ocurre con el litio, hasta la fecha, no se presentó ningún proyecto al RIGI referido a la industria del cobre. Los proyectos más auspiciosos son **Taca-Taca (Salta), Agua Rica/MARA (Catamarca), Josemaría (San Juan) y Los Azules (San Juan)**, los cuales forman parte del gran optimismo para colocar al país como uno de los mayores jugadores para 2030. Si a ello le sumamos los cambios regulatorios en la Ley de regalías mineras en Chile (2023), que incrementan la tasa impositiva promedio efectiva para el sector (de 43% al 44%), esperamos que este lado de la Cordillera tome mayor relevancia.

### En la búsqueda por meterse en el 'top' de reservas



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base de US Geological Survey Annual Report

### Principales proyectos de cobre en el país



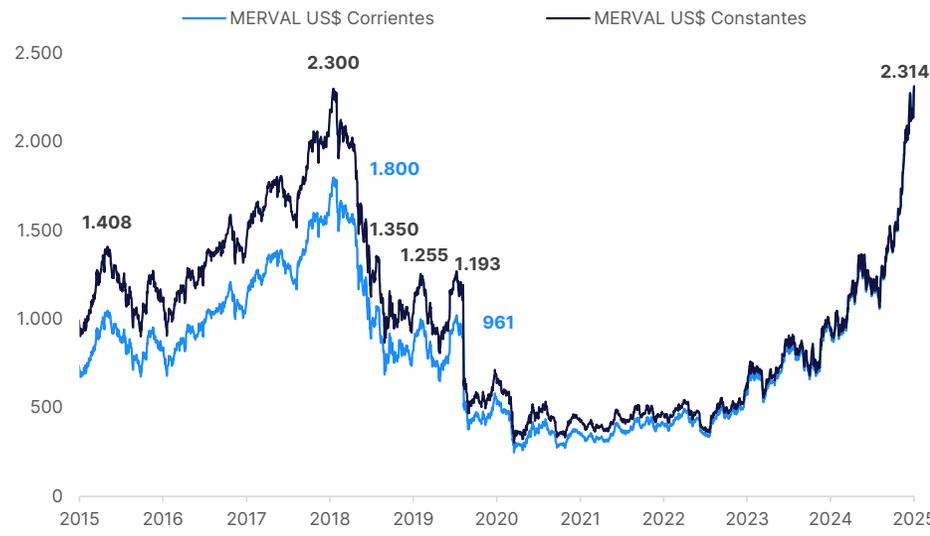
- 1.- Taca-Taca
- 2.- Agua Rica
- 3.- Josemaría
- 4.- Los Azules
- 5.- El Altar
- 6.- El Pachón
- 7.- San Jorge

Fuente: Dirección de Economía Minera

• **El S&P Merval terminó el 2024 como uno de los índices bursátiles con mejor performance del mundo.** Luego de haber cerrado el 2023 con una suba de 60,5% en dólares, que ya parecía difícil de superar, **sumó un avance de 127% este año.** De esta manera, el índice logró dejar al máximo de enero de 2018 de US\$1.800 en términos corrientes en el retrovisor. En 2025, el objetivo era superar dicha marca en términos constantes, que hoy equivale a US\$2.300, cosa que logró en apenas dos días hábiles. Ahora la pregunta es si logrará mantenerse y extender el rally o si ya es tiempo de una corrección. **A nuestra manera de verlo, hay espacio para seguir creciendo.** En las próximas páginas explicaremos el por qué, ahondando por sectores y detallando nuestras acciones favoritas para tomar exposición, pero, primero, vale la pena hacer un repaso del mercado en el *rally* pasado para compararlo con el actual:

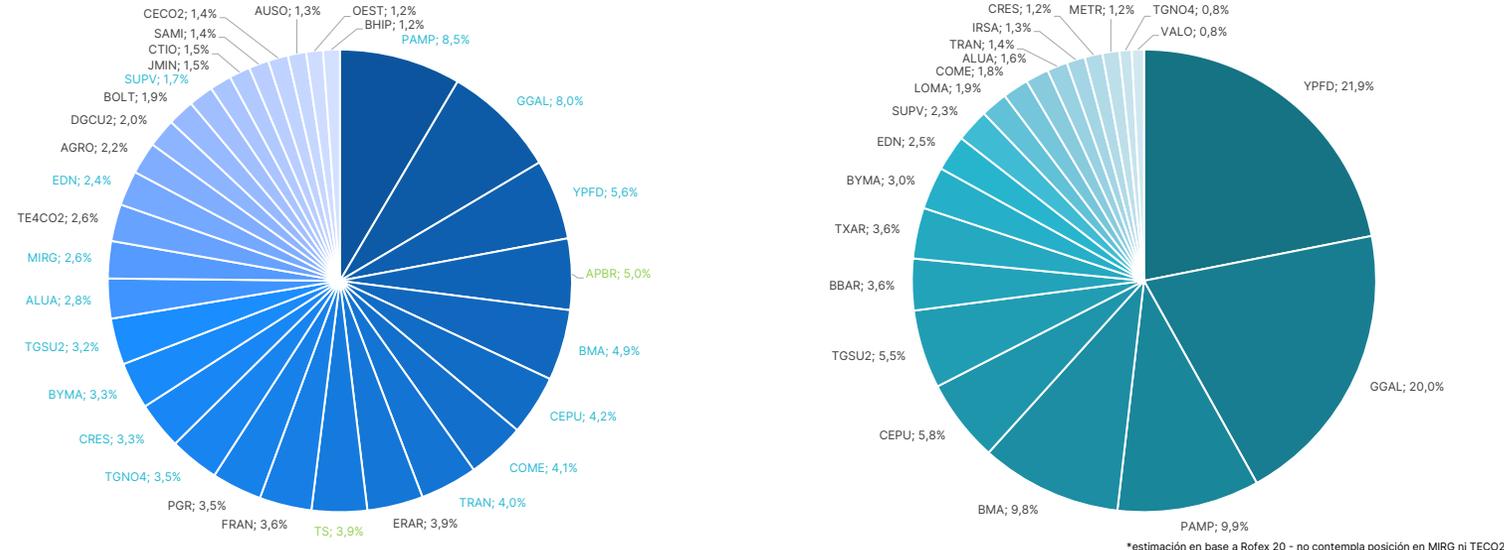
- Cuando en enero de 2018 el Merval tocó su máximo histórico, **las compañías que lo componían eran materialmente diferentes.** De estar compuesto por 31 papeles, hoy son 22 los que componen el índice. Por otro lado, en general los ratios de valuación eran más holgados que los actuales. Si bien hoy hay ratios que *pricean* crecimiento futuro, no vemos valuaciones insostenibles. Además, **la composición actual pondera en mayor medida al sector energético, que creemos será el gran driver del 2025.**
- Si tomáramos la composición actual del índice y comparáramos su valuación con la del récord del Merval de 2018, se encontraría 22% por encima en términos corrientes, pero 4% por debajo en dólares de hoy. Eso significa que, tomados **en conjunto, sus componentes todavía están por debajo de sus valuaciones a dicha fecha, a pesar de que gran parte de sus negocios ha evolucionado positivamente.**

## El Merval arrancó 2025 con máximos absolutos



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## La purga del Merval: pasó de 31 posiciones en 1Q18 a 22 en 4Q24. ¿Quedaron las más fuertes?



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Basado en su composición actual, falta para 2018



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

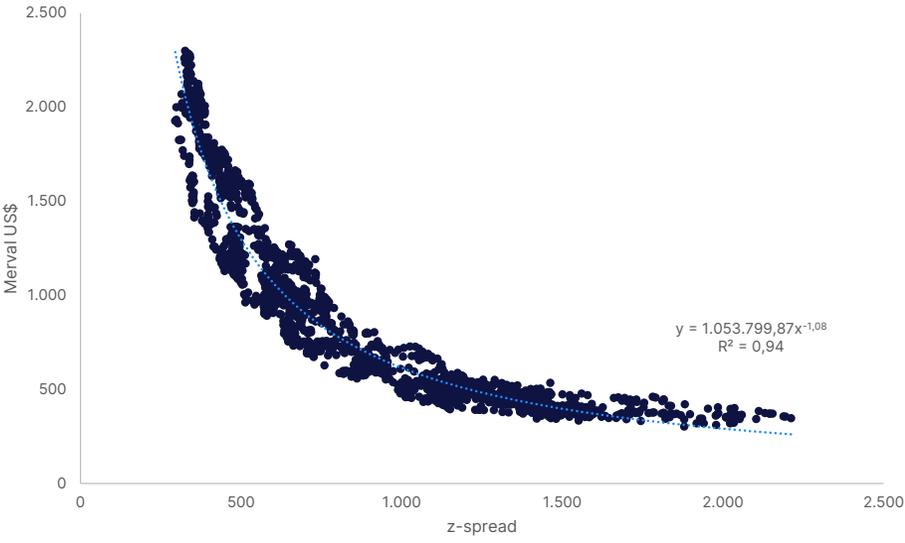
A lo largo de 2024 insistimos en proponer distintas formas de observar al Merval en términos relativos. **Cuestionamos el método clásico de compararlo contra el EMBI+ y propusimos alternativas como compararlo contra el z-spread de los bonos corporativos.** En ese momento, aludimos que no era correcto tomar una relación entre las acciones argentinas y los bonos soberanos. Para empezar, **los corporativos que representan esas acciones siempre han mostrado un riesgo moral muy inferior al soberano.** Su intención de pago jamás desapareció y siempre se llevaron a cabo los esfuerzos máximos para sortear las imposiciones del Estado para honrar sus compromisos, a diferencia del soberano que ha dependido de los gobiernos de turno y del humor social que representarían. Por otro lado, **sus hojas de balance son más sanas que las de las cuentas nacionales,** pues no han contado con el salvataje indefinido del BCRA como lo ha hecho el Tesoro nacional. Aun así, cabe aprovechar la oportunidad de ver ambos métodos de aproximación para ver dónde estamos parados:

- **Tomando la relación histórica del EMBI+ con el Merval, este pareciera sobrevaluado, ya que un riesgo país de 647 puntos básicos se condice con un valor de US\$1.023 para el índice,** de acuerdo a la relación potencial que existe entre ambas variables (es la relación que mejor explica el comportamiento conjunto). Este valor se ubica bastante por debajo del actual, **pero hay que considerar que el período de la muestra abarca varios cambios de paradigma.** En primer lugar, toma las presidencias de Cristina Kirchner 2007-2015, caracterizado por ausencia de políticas consideradas *market friendly*, por lo que, incluso con períodos de crecimiento del PBI (24,6% acumulado entre 2007 y 2011), no se llegó a valuaciones elevadas del equity local. Luego, toma la presidencia de Mauricio Macri, quien sí tuvo un tinte más *market friendly*, por lo que las acciones lograron tomar precios más altos a medida que el EMBI+ se acomodaba. Más tarde, el período 2019-2023 con Alberto Fernández como presidente, nuevamente devolvió niveles del EMBI+ récord con el default de la deuda, lo que también deprimió los valores de las acciones. Finalmente, 2024 está representado por la presidencia de Javier Milei, cuyas características son similares a las de Macri en términos de percepción de voluntad de pago. En definitiva, esta heterogeneidad hace que el R<sup>2</sup> de la regresión sea de apenas 0,62, lo que demuestra que la capacidad explicativa de la misma no es elevada. Como regla general, los períodos heterogéneos deberían separarse. Por ello, **si tomamos únicamente la relación del 2024 entre ambas variables,** tenemos una muestra homogénea en la intención de pago y visión económica. Consecuentemente, **el R<sup>2</sup> aumenta hasta 0,91, y devuelve un valor teórico del Merval de US\$2.224.** En este caso, el índice pareciera estar razonablemente en línea.

- De manera similar al último caso, **tomando la relación histórica entre los z-spread y el Merval, observamos que la regresión potencial lleva a un R<sup>2</sup> de 0,94 y devuelve un valor del Merval de US\$2.019,** relativamente en línea con su valuación actual. En este caso, dado que se trata del carácter de los mismos que manejan las compañías que deben pagar los bonos, no existe la pluralidad de períodos previamente descripta. De hecho, los períodos de z-spread más elevados son consecuencia de las trabas impuestas por los gobiernos de turno para afrontar sus compromisos, pero han tenido su correlato en el equity simultáneamente.

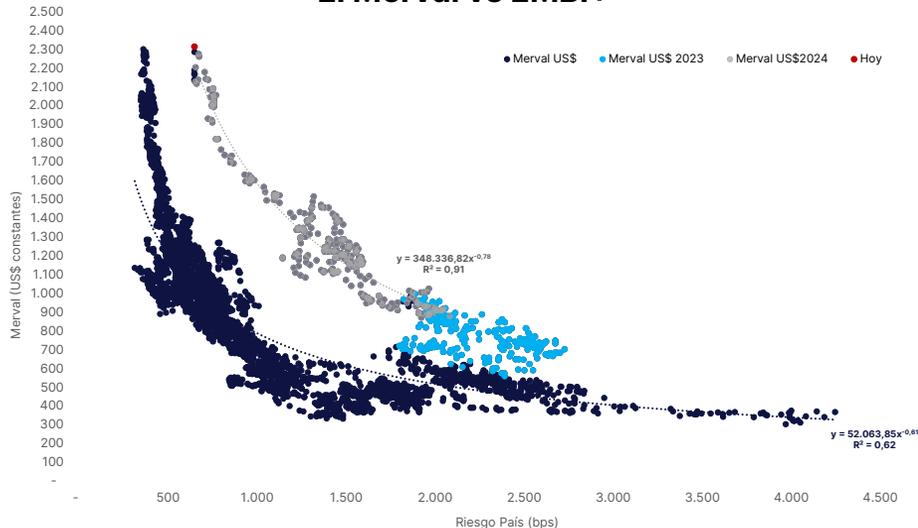
Más allá de las conclusiones que pueden tomarse de estos ejercicios, es fundamental tener en cuenta que los z-spread tienen un límite de compresión, mientras que las acciones no tanto. Yendo al extremo, los z-spread no deberían ser nunca menores a cero, dado que, en teoría, los bonos del Tesoro americano son los únicos instrumentos libres de riesgo (una hipótesis cuestionable considerando los niveles de deuda norteamericanos, pero aplicable para créditos corporativos argentinos). Del lado opuesto, las acciones podrían aumentar de precio hasta el infinito a medida que sus resultados vayan desbloqueando nuevos niveles. Dicho de otra manera, hay un límite asintótico vertical (y horizontal técnicamente también) en este análisis. Cuanto más cercano al cero sea el valor del EMBI+ o el z-spread, más cercano al infinito podrá estar el nivel de Merval justificado. **Esto implica que, a esta altura, este análisis perdió parte del valor que supo tener en el pasado.**

### El Merval vs el z-spread corporativo



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

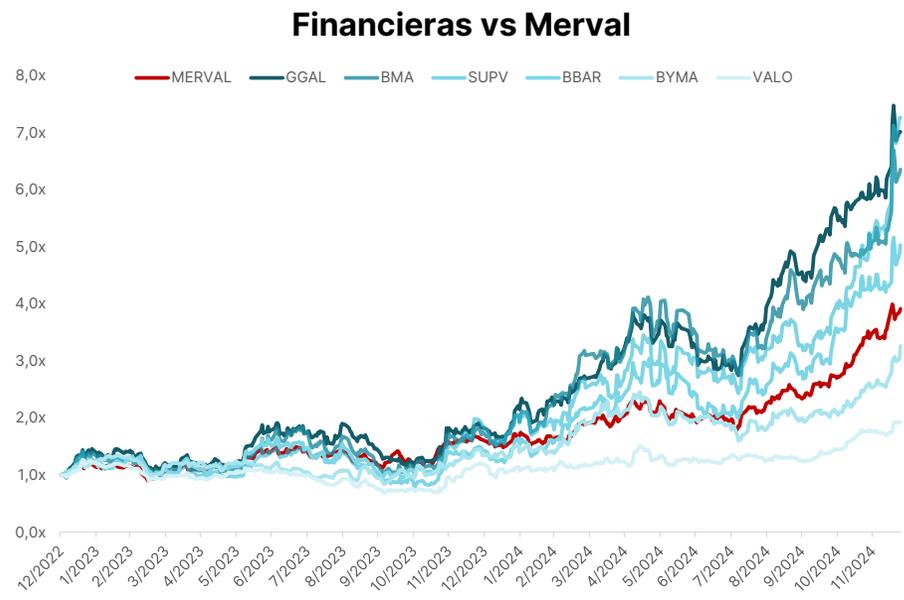
### El Merval vs EMBI+



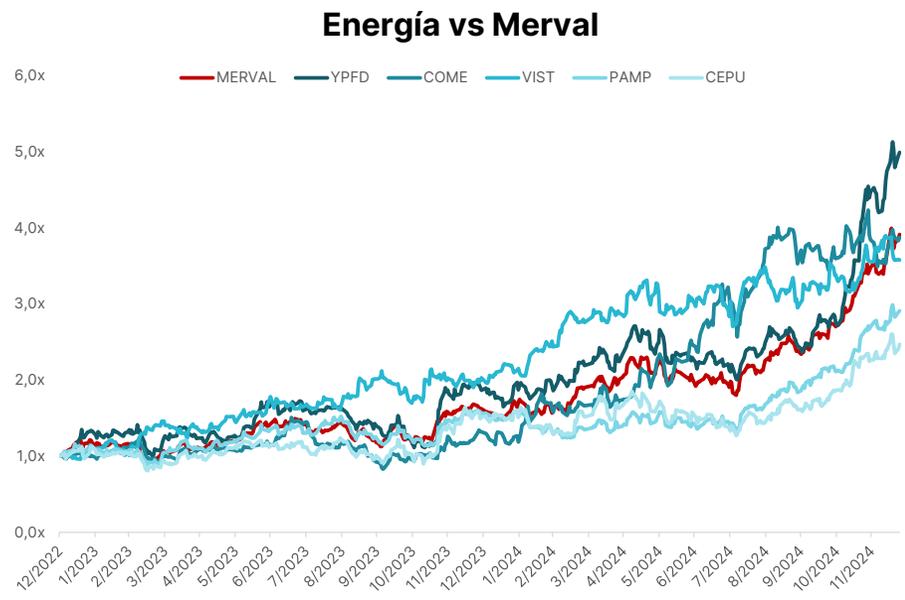
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

- Es evidente que **el sector más beneficiado del 2024 fue el financiero**. Los bancos más importantes del país (GGAL, BBAR y BMA) encabezaron las subas casi todo el año, hasta los últimos meses, durante los cuales SUPV se sumó con un *rally* marcado. Esta performance del sector no solo tuvo que ver con que el 2023 no fue especialmente bueno para las acciones de los bancos, sino que está vinculado al acelerado reordenamiento macroeconómico observado en 2024. En este sentido, el superávit financiero registrado por el Tesoro permitió que se corra parcialmente del mercado primario y, por ende, pueda ofrecer tasas de interés más razonables. Esto forzó a los bancos a rearmar sus carteras de préstamos en busca de mayores rendimientos. Así, **comenzó a rearmarse una industria que tiene mucho potencial**. Cabe destacar también que la desregulación paulatina de los bancos fue propiciando las condiciones para que decidan cómo fondearse sin reglas impuestas por el BCRA.

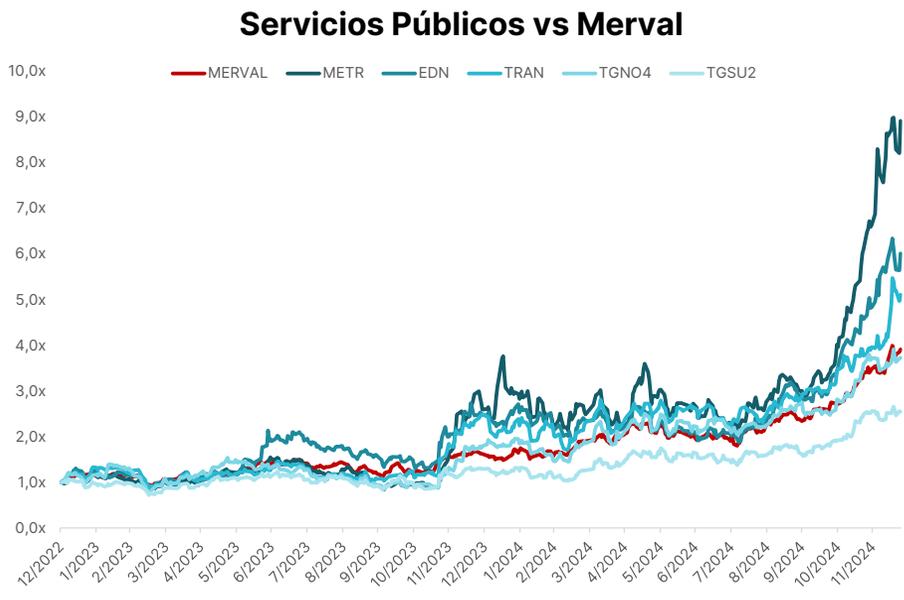
- Dada la fuerte contracción económica experimentada entre septiembre 2023 y abril 2024, con fuerte impacto sobre los ingresos reales, **las acciones de compañías vinculadas al consumo y la economía real no pudieron destacarse**. Lo cierto es que durante 2022 y 2023, algunos de estos papeles, como ALUA y TXAR, fueron utilizados como una especie de *hedge* devaluatorio frente a las restricciones que poseían muchas empresas para adquirir dólares directamente. Ello hizo que en el pasado quedarán sobrevaluadas, y dado el pobre desempeño de sus negocios en 2024, cierran como el único sector sin componentes por encima del Merval.



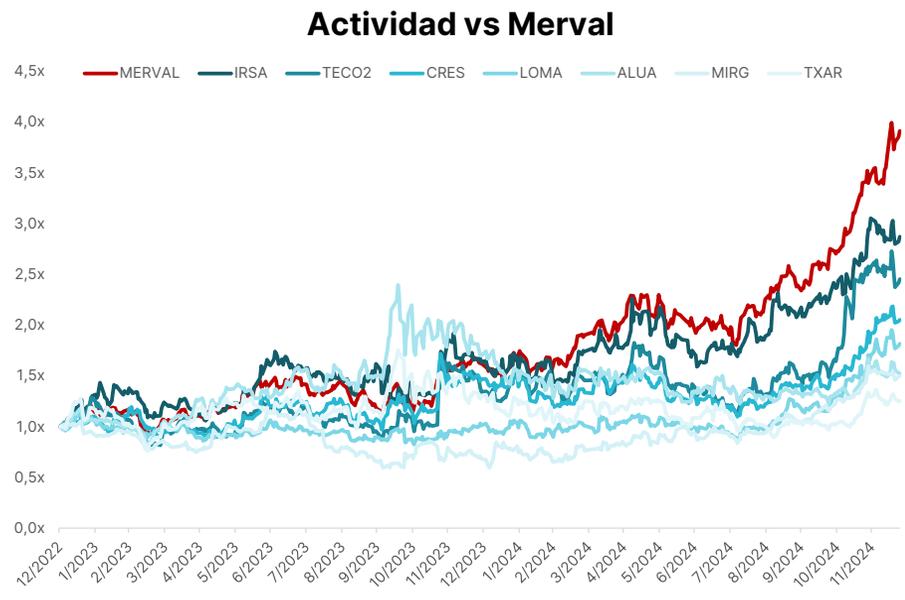
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

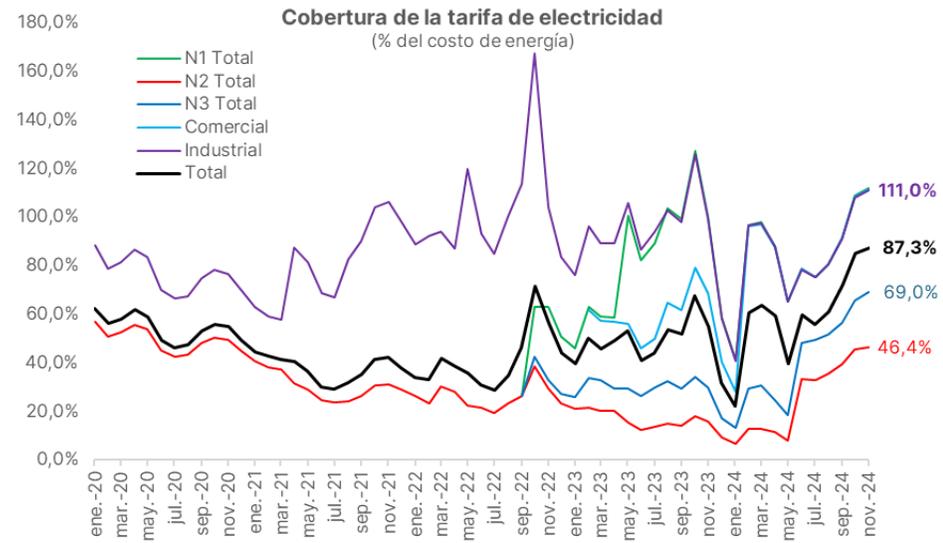


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Así como los bancos tuvieron un excelente año durante el 2024, **también se destacaron el sector energético y el de servicios públicos**. Lógicamente, el primero se vio particularmente beneficiado por el desarrollo de Vaca Muerta, que, como describimos en nuestro informe [Vaca Muerta: el presente y futuro de Argentina](#), se encamina a ser uno de los mayores generadores de dólares del país. No obstante, este sector viene beneficiándose desde años anteriores, puesto que el desarrollo de la segunda mayor reserva de *shale* gas y la cuarta de petróleo no convencional del mundo se ha convertido en bandera universal de la política argentina. Este no es el caso de los servicios públicos, cuyas tarifas fueron virtualmente congeladas durante los cuatro años de presidencia de Alberto Fernández, lo que generó que la rentabilidad de las compañías se viera seriamente afectada y, consecuentemente, también sus inversiones. Ya con la victoria de Javier Milei en el ballottage de noviembre, el mercado se ilusionaba con un aumento tarifario que recomponga la rentabilidad del sector. En sus declaraciones, el hasta entonces candidato a presidente hablaba de la necesidad de reducir el nivel de subsidios vinculado al despilfarro energético. Luego, la actualización tarifaria llevada a cabo a inicios del 2024 y sostenida a lo largo del año tuvo el efecto esperado, lo cual explica el fuertísimo *rally* que tuvieron estos papeles en los últimos meses. En este sentido, **las perspectivas para ambos sectores se mantienen positivas de cara al 2025**. Por un lado, el sector energético es uno de los que más proyectos ha propuesto dentro del Régimen de Incentivos para Grandes Inversiones, lo que denota que se mantiene ambicioso por seguir en su sendero de crecimiento. Además, la entrada en vigencia en 2025 de los diversos desarrollos que se encuentran en construcción para evacuar hidrocarburos desbloqueará la posibilidad de acelerar la producción de gas y petróleo, agregando valor para el sector. Creemos que todavía queda camino por recorrer para algunos de sus componentes. Por otro lado, esperamos que las tarifas de los servicios públicos no se atrasen e incluso reciban un leve ajuste real, debido a que el Ejecutivo comprende la necesidad de mantener la rentabilidad de las operadoras de las concesiones. A su vez, la Revisión Tarifaria Integral (RTI), que en principio quedó postergada al menos hasta julio, podría convertirse en un *driver* a futuro. También la necesidad de ampliación de los sistemas energéticos para abastecer la demanda en períodos de alta estacionalidad podrían ser en un propulsor en 2025. Sin embargo, la falta de proyectos propuestos nos hace creer que el crecimiento futuro provendría principalmente de futuros ajustes de precios más que de cantidades, por lo que es posible que una parte de la recuperación del segmento ya haya quedado *priceada*.

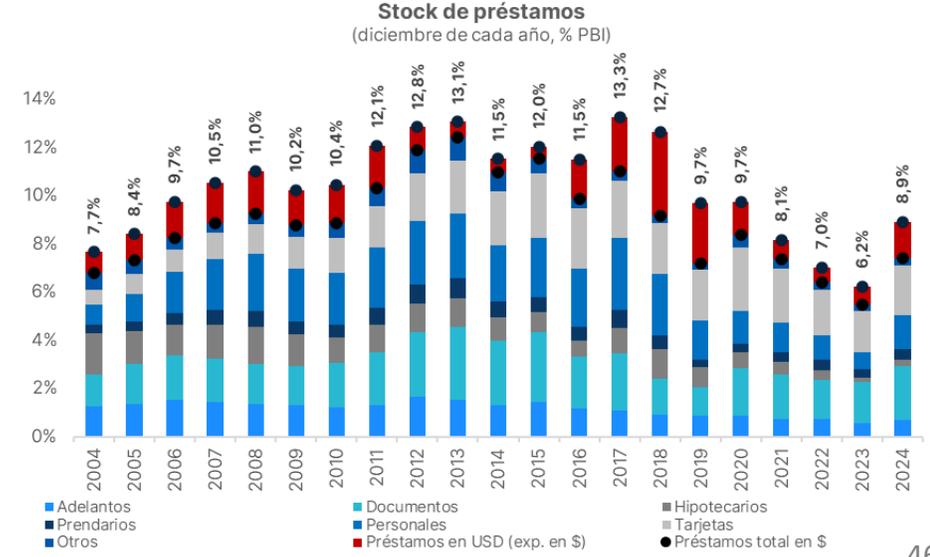
**El crecimiento potencial de los bancos es enorme para el 2025**. Con una economía que sigue normalizándose, marcando tasas de inflación mensuales no observadas desde 2020, todo apunta a que los niveles de tasas de interés prosigan a la baja. Ello debería volver al crédito más atractivo tanto para individuos como para empresas, que en los últimos años han pasado por un proceso de desapalancamiento relevante. **Al observar los niveles en los que se encuentra el mercado de crédito privado local, se torna evidente que el crecimiento reciente debería representar apenas la punta del iceberg**. El salto de 2023 a 2024 denota que salimos de los mínimos de los últimos 20 años, pero lejos estamos de las dos cifras registradas entre 2007 y 2020, o del máximo de 2017. De hecho, tomando el pico de la Administración Macri como referencia (13,3% a dic-17), los préstamos a PBI podrían subir un 50% para regresar a dichos valores. Dadas las condiciones macroeconómicas actuales, la estabilidad lograda por el gobierno actual y la recuperación que están mostrando la mayoría de las industrias, pareciera factible que dichos niveles puedan ser sobrepasados. Incluso, es posible que la calidad de préstamos mejore, tomando mayor impulso los préstamos personales de mediano plazo, los créditos hipotecarios y los *leasings*. En especial, tienen recorrido los préstamos en dólares dado que los niveles de depósitos son similares a los de 2018 pero los préstamos en dicha moneda representan apenas la cuarta parte de aquel momento.

## El sector energético se encamina a una normalización



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

## Los préstamos tienen camino por recorrer

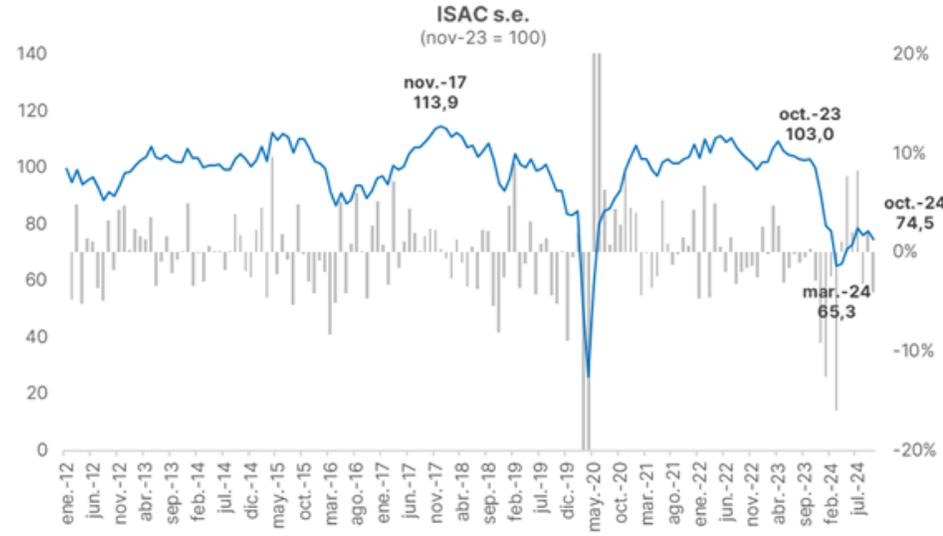


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

• **El 2024 fue un año complejo para las compañías vinculadas a la economía real.** El fuerte ajuste fiscal llevado a cabo por el gobierno entrante y la agresiva recomposición de precios relativos del primer semestre (incluido el salto del tipo de cambio de 118% de diciembre 2023), montados sobre la contracción iniciada en septiembre 2023, impactaron notablemente en los niveles de actividad y consumo de la población. Los ingresos (salarios y jubilaciones) se desplomaron entre el cuarto trimestre de 2023 y el primero de 2024, al mismo tiempo que **se dio una pérdida de 180.000 empleos en el sector privado** (relativamente contenida por la pulverización de los salarios reales), **focalizada en la Industria Manufacturera (33.000) y la Construcción (93.000)**. Fue, justamente, este último sector, uno de los más afectados tanto por la decisión del Gobierno de reducir al mínimo la obra pública (caída del gasto del 78% real anual acumulado a noviembre 2024), como por la apreciación cambiaria registrada a lo largo del año, que redundó en un costo de la construcción, medido en dólares “libres”, saltando 122% entre octubre 2023 y noviembre 2024. En conjunto, esto llevó a que la demanda de cemento, hormigón, acero y otros insumos para la construcción se haya desplomado, regresando a niveles no observados desde la pandemia y, en períodos normales, desde 2006/2007. Sin embargo, este no fue el único segmento de la economía perjudicado. **El deterioro del poder adquisitivo de los argentinos durante los primeros meses repercutió en los niveles de consumo de bienes y servicios.** Así, tanto la industria como los proveedores de servicios no esenciales o de servicios cuyos mercados son competitivos, como el de telecomunicaciones, se vieron afectados.

• **De cara a 2025 somos optimistas con una recuperación, al menos parcial, de algunos de estos sectores.** Retomando la discusión de la construcción, es posible que el gobierno haya ajustado por demás sus gastos de capital, dado que no solo canceló toda obra nueva, sino que además forzó al mínimo las obras de mantenimiento. Por ello, **es factible que el Gobierno afronte gastos más abultados en 2025 para evitar un mayor deterioro de la infraestructura existente**, devolviendo parte de la demanda de la industria. Aun si así no fuera, creemos que el Gobierno intentará fomentar la iniciativa privada para que las obras de infraestructura necesarias para el crecimiento se lleven a cabo. En segundo lugar, **en las últimas semanas se han propuesto numerosos desarrollos de parte del sector privado, particularmente grandes obras encuadradas bajo el RIGI.** Si bien algunos de ellos no devendrán en una mayor demanda directa para la construcción, si lo harán indirectamente por necesidades de infraestructura adyacente. Finalmente, con **la recuperación real de los salarios, que ha sido acompañada con un incremento endógenos de los mismos, y un potencial crecimiento de los créditos hipotecarios, podría haber una reactivación en los desarrollos inmobiliarios** que impacte positivamente en la construcción. No obstante, aquí cabe señalar que **la apreciación cambiaria, que persistiría en 2025, podría jugar en contra de esta dinámica.** Dado que los costos de construcción han crecido sustancialmente durante el año, es factible que la demanda por viviendas se enfoque en el mercado secundario, por lo que la demanda incremental en el segmento podría apenas enfocarse en reformas. Dicho todo esto, también corresponde señalar que, **con una contracción interanual promedio del 29% del ISAC, que se enfoca en volúmenes físicos, la base de comparación se presta a un crecimiento significativo para 2025.** Esto es particularmente cierto en términos de facturación, puesto que cada unidad de material implica mayores ingresos que en el pasado. **Una lógica similar aplica para otras industrias como la acerera o de aluminio.** A modo de ejemplo, la última podría beneficiarse del efecto conjunto de un mayor poder adquisitivo real de la población, la aparición de créditos tipo *leasing* y una baja en los precios de los automóviles. **También aplicaría para que servicios no esenciales o de alta competitividad recuperen su rentabilidad mediante ajustes de precios que sobrepasen los niveles de inflación mientras esta se mantiene a la baja,** para recuperar parte del terreno perdido en 2023 y, en especial, los primeros meses de 2024.

## La construcción está lejos de sus niveles de 2021/23



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## La producción de automóviles está muy lejos de su pico



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

	Capitalización	Ingresos (Últ. 12 meses)	YoY	EBITDA (Últ. 12 meses)	YoY	Resultado Neto (Últ. 12 meses)	YoY	ROE	ROA	EV/EBITDA	P/S	P/E	P/BV
<b>Energía</b>													
YPF	US\$ 16.718m	US\$ 18.736m	5,5%	US\$ 5.145m	17,5%	US\$ 816m	-22,1%	7,8%	3,0%	4,8x	0,9x	20,5x	1,4x
Vista Energy	US\$ 5.157m	US\$ 1.486m	31,2%	US\$ 1.107m	39,0%	US\$ 517m	52,2%	34,0%	14,8%	5,3x	3,5x	10,0x	3,5x
Pampa Energía	US\$ 4.808m	US\$ 1.803m	-0,8%	US\$ 869m	2,4%	US\$ 360m	-36,8%	12,6%	6,8%	6,2x	2,7x	13,4x	1,6x
Central Puerto	US\$ 2.197m	US\$ 594m	3,8%	US\$ 264m	-13,5%	US\$ 242m	482,4%	16,1%	10,6%	8,9x	3,7x	7,1x	1,2x
<b>Finanzas</b>													
Grupo Financiero Galicia	US\$ 9.566m	US\$ 6.641m	28,3%			US\$ 1.027m	73,2%	27,7%	5,9%			9,1x	2,2x
*GGAL (incl. HSBC)												6,6x	1,8x
Banco Macro	US\$ 6.397m	US\$ 4.888m	36,0%			US\$ 730m	118,1%	21,3%	6,1%			8,8x	1,8x
BBVA	US\$ 3.974m	US\$ 3.445m	11,0%			US\$ 326m	3,4%	4,2%	3,2%			12,2x	1,7x
Grupo Supervielle	US\$ 1.395m	US\$ 811m	13,4%			US\$ 110m	121,0%	17,2%	3,3%			12,7x	2,3x
<b>Materiales</b>													
Aluar	US\$ 2.454m	US\$ 1.223m	-1,7%	US\$ 220m	11,8%	US\$ 123m	-50,9%	11,2%	6,3%	12,9x	2,0x	62,2x	1,8x
Loma Negra	US\$ 1.448m	US\$ 593m	-22,0%	US\$ 145m	-28,6%	US\$ 88m	-4,5%	15,0%	7,8%	11,7x	2,4x	16,4x	2,0x
Holcim	US\$ 794m	US\$ 337m	-54,4%	US\$ 45m	-53,4%	US\$ 35m	-66,6%	9,6%	6,2%	17,6x	2,4x	22,4x	1,8x
<b>Real Estate</b>													
IRSA	US\$ 1.153m	US\$ 312m	-11,1%	US\$ 141m	25,6%	-US\$ 354m	-179,5%	ND	ND	9,7x	3,7x	ND	1,0x
<b>Servicios Públicos</b>													
TGS	US\$ 3.855m	US\$ 903m	2,6%	US\$ 457m	34,0%	US\$ 184m	55,0%	11,3%	7,1%	9,8x	5,0x	24,4x	2,2x
Edenor	US\$ 1.886m	US\$ 1.530m	13,3%	US\$ 102m	408,1%	US\$ 190m	172,8%	15,7%	4,8%	22,3x	1,2x	9,9x	1,6x
TGN	US\$ 1.759m	US\$ 275m	34,8%	US\$ 118m	128,0%	US\$ 47m	-8,3%	6,6%	5,2%	15,5x	6,4x	37,1x	2,3x
Metrogas	US\$ 1.599m	US\$ 742m	19,1%	US\$ 144m	265,4%	US\$ 165m	33,7%	37,3%	19,4%	12,8x	2,2x	9,7x	2,9x
Transener	US\$ 1.234m	US\$ 257m	12,4%	US\$ 83m	14,0%	US\$ 29m	-7,4%	6,1%	4,5%	14,2x	4,8x	43,3x	2,3x
<b>Telecomunicaciones</b>													
Telecom	US\$ 5.759m	US\$ 3.562m	-11,7%	US\$ 1.076m	-5,8%	-US\$ 1.878m	ND	ND	ND	7,5x	1,6x	ND	1,6x

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

- Para 2025 decidimos mantenernos **overweight** con respecto al sector **energético, asignando un 50% de la cartera (versus un estimado de 39,4% del Merval)**. Entre los elegidos para la industria, favorecimos nuestros papeles preferidos para tener exposición al desarrollo de Vaca Muerta: YPF, PAMP (vs una posición en el Merval de 21,9% y 9,9%, respectivamente ) y VIST (que no es un componente del Merval por no ser una acción argentina). También sumamos a CEPU con un posicionamiento levemente **underweight**, puesto que vemos potencial de crecimiento en el papel, más allá de que por ahora no toma *momentum*.
- Por el contrario, **subponderamos el sector financiero (30% vs 39,6% del Merval)** a pesar de su gran potencial de crecimiento, pues creemos que validar las valuaciones de sus componentes a partir de un crecimiento genuino no será tarea fácil. Para esta industria decidimos enfocarnos en GGAL con una posición equivalente a la del índice, y subponderar BMA y BBAR (posición del Merval de 9,9% y 3,6%, respectivamente).
- Para los **Servicios Públicos la posición es levemente inferior a la del Merval (10% vs 11,4%)**, pero con una sobreponderación importante en TGS (7,5% vs 5,5%), que es otra de nuestras favoritas para el *play* Vaca Muerta, y una posición equivalente en EDN.
- En **Materiales nos posicionamos levemente overweight (7,5% vs 7,1%)** a la espera de las primeras señales de recuperación del segmento, con dos posiciones superiores a las del índice en LOMA (5% vs 1,9%) y ALUA (2,5% vs 1,6%).
- Finalmente, **en el segmento Real Estate nos mantenemos con una posición equivalente**, pero concentrándonos en IRSA en lugar de repartirnos entre IRSA y CRESY.

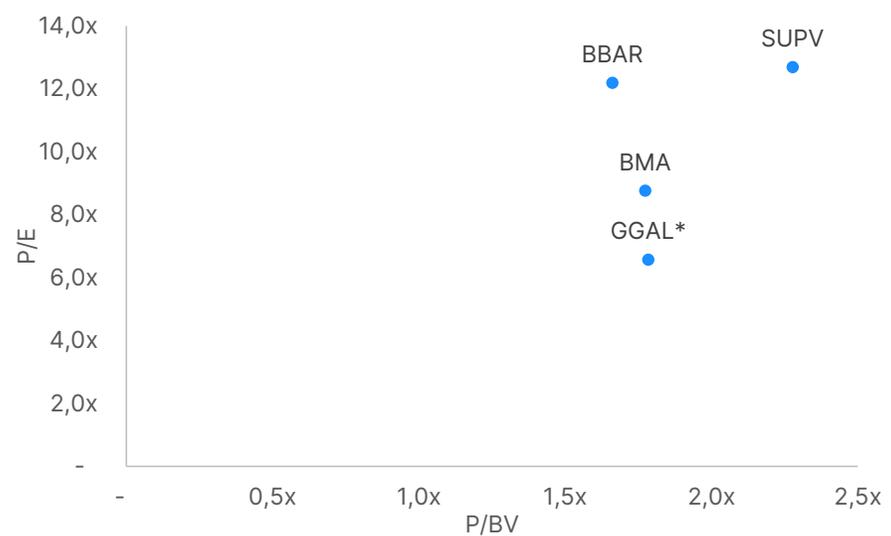


## Nuestro posicionamiento por industria:

- **Energéticas:** como describimos previamente, **creemos que el segmento energético es el que cuenta con los mejores fundamentos para seguir creciendo a pasos agigantados, y dadas las valuaciones de sus componentes, nos mantenemos *overweight* en la industria.** En particular, nos encontramos optimistas con el sector Oil&Gas, puesto que Vaca Muerta se ha convertido en una realidad que lleva a los corporativos argentinos a empujar sus límites ejercicio a ejercicio. En este sentido, y **en línea con nuestra publicación [Vaca Muerta: el presente y futuro de Argentina](#), dentro de nuestros *top picks* de la industria, siguen destacándose YPF, Pampa Energía y Vista Energy.**
  - **YPF: creemos que presenta las mayores oportunidades de revaluación.** Luego de varios años de ser utilizada políticamente mediante el congelamiento de precios de las naftas y explotando yacimientos que no le eran rentables a la compañía para mantener los niveles de empleo en provincias “amigas” del Gobierno Nacional de turno, la llegada de Horacio Marín fue un lavado de cara superlativo. En primer lugar, decidió redireccionar las operaciones de la compañía hacia la explotación de yacimientos *shale*, que son los más rentables para la compañía, desprendiéndose mediante ventas o devoluciones de las operaciones convencionales que demandaran grandes desembolsos de CAPEX y, a cambio, generaran un bajo retorno. Estipulamos, dada la enorme diferencia en costos entre la producción no convencional y la convencional, que ello pronto se traducirá en una atractiva expansión de márgenes, que ampliará la disponibilidad de fondos para reinvertir en el negocio. En este sentido, el nuevo CEO se mantiene sumamente activo, sumándose e impulsando proyectos que avalarán un crecimiento destacable en la producción de YPF. Los dos tramos de Vaca Muerta Sur, el proyecto con PAE y Golar, la compra de Sierra Chata y la búsqueda de Shell como socio estratégico para empujar su proyecto de GNL más ambicioso, son algunas pruebas de ello (para un mayor detalle de las oportunidades que tiene en frente YPF, los invitamos a leer el informe publicado en diciembre de 2024). **Lo más interesante de este crecimiento potencial es que consideramos que todavía no se ha traducido a precios en su totalidad, lo que queda evidenciado en su valuación, que todavía se ubica por debajo de sus ventas de los últimos 12 meses.** Esto deja la puerta abierta para un excelente 2025.
  - **Pampa Energía: el gran driver de PAMP es su área en Vaca Muerta, Rincón de Aranda.** La compañía apunta a producir cerca de 45 mil barriles por día para 2027, lo que significaría un crecimiento más que significativo en términos de ingresos, EBITDA y resultado neto. A ello se suma la posibilidad de que acelere su producción de gas una vez que se amplíe el Gasoducto Perito Moreno y llegue el “Hilli Episeyo” de Golar para producir GNL. Si a ello le sumamos la mejora en rentabilidad que podría percibir su negocio de generación a partir de una desregulación del sistema energético, uno de los puntos que está en la agenda del Gobierno Nacional, las posibilidades de la compañía son muy atractivas. De la misma manera, **creemos que no todas las posibilidades están puestas en precio y que sus ratios de valuación dejan implícita una prima por riesgo de ejecución de la que el inversor que confíe en el *management* se puede apropiar.**
  - **Vista Energy:** la compañía liderada por Miguel Galuccio **es el único *pure play shale* Vaca Muerta de Argentina.** En otras palabras, es el vehículo por excelencia para exponerse al desarrollo de lo que es la historia más interesante del país. Adicionalmente, con un *management* que prefiere pecar de conservador que de osado, **VIST constantemente empuja sus límites y adelanta sus *targets* de producción y generación de EBITDA.** Los eventos recientes, como la contratación de un nuevo *high-spec walking rig* y un nuevo set de fractura, en conjunto con la emisión de su primera ON internacional por US\$600 millones, apuntan a que podríamos estar en la antesala de una nueva actualización de targets.
  - **Central Puerto:** sumamos la compañía al tridente con una posición levemente *underweight* dado que **CEPU posee *drivers* de crecimiento cuya factibilidad de concreción no son del todo claros, lo que al mismo tiempo ello lleva a que se encuentre valuada en ratios atractivos.** Adentrándonos en sus posibilidades de mejora, en primer lugar debemos señalar que una buena parte de los activos de CEPU operan bajo energía base, por lo que la potencial desregulación del sector energético podría beneficiarla considerablemente. De igual manera, los desarrollos para llevar gas de Vaca Muerta al norte del país, podrían mejorar la eficiencia de las operaciones de sus activos termales del Litoral y Mendoza. En segundo lugar, la compañía está explorando nuevos negocios. Primero, es evidente que **busca adentrarse en el sector minero**, el cual podría convertirse en un nuevo *driver* para el país. La compra de su participación en AbraSilver y luego en 3C Lithium son prueba de ello. A través de estas tenencias, **CEPU ya tiene un pie puesto en la producción de oro y plata en Salta y de litio en Catamarca** (aunque en estadíos iniciales). Luego, **la compañía también busca inscribir en el RIGI la construcción de una línea eléctrica en el noroeste argentino que abastezca la industria minera.** Esta línea de transmisión se espera que sume 400 MW ofreciendo suministro energético principalmente de origen renovable. Por último, aunque no menos importante, CEPU ha pagado jugosos dividendos en los últimos años, lo cual suma al atractivo de la empresa.

**Financieras: si bien establecimos que el sector financiero tiene un gran potencial de crecimiento de cara al 2025, la realidad es que las valuaciones de los bancos nos hacen dudar cuánto más pueden apreciarse.** En primer lugar, nos pareciera que los ratios de valuación muestran dos situaciones divergentes. Por un lado, sus ratios P/BV son holgados, lo que denota un crecimiento proyectado agresivo. Por otro lado, sus ratios P/E parecen razonables, lo que contrasta con lo anterior. Ello se debe a que el *trailing* P/E toma trimestres como el 4Q23 y 1Q24 en los que los bancos registraron resultados extraordinarios por sus tenencias en activos financieros que ensancharon su última línea. Sin embargo, por haber sido consecuencia de situaciones que no esperamos que se repitan en el futuro (al menos inmediato), creemos que el resultado neto será decreciente en términos interanuales en 2025. En la misma sintonía, dado que el negocio “fácil” de prestarle al Tesoro con márgenes de rentabilidad irrisorios llegó a su fin, y que aumentar su participación en el mercado de crédito requerirá de cierta agresividad por parte de las entidades bancarias, esperamos que los márgenes se vean presionados. Por este motivo, consideramos que a los precios actuales, un P/E normalizado se acoplaría al P/BV y mostraría ratios que asuman un crecimiento difícil de conseguir para un banco en condiciones normales. De hecho, para mantener un ROE atractivo, será necesario que los bancos incrementen su apalancamiento mediante la captación de depósitos. Ello llevará a que la línea superior se vea afectada por tener que ofrecer términos atractivos para captar préstamos y la línea de costos se vea impactada por tener que ofrecer rendimientos superiores para captar depositantes. Es así que **decidimos mantenernos *underweight* con respecto al sector financiero, que según la estimación del índice RFX20 tiene un peso de 39,6% en el Merval. Nosotros preferimos mantenerla en 30%, concentrando nuestro posicionamiento en los tres bancos más importantes del país con cotización pública: GGAL, BMA y BBAR.** Esto se debe principalmente a que los bancos suelen ser la puerta de entrada para los inversores de nuevos mercados, por lo que la demanda de estos papeles podría incrementar a medida que comience a desarrollarse el *rally* electoral del concurso legislativo. Desde el lado de los flujos, esto tiene que ver con que las acciones de los bancos suelen ser las más líquidas de los mercados emergentes. Desde el lado de los fundamentos, se explica en que los bancos son las entidades por excelencia para estar expuesto a todos los sectores de una economía en recuperación, como es la Argentina. A través de su capacidad prestable, estas entidades logran exponerse a las industrias más pujantes del país al tiempo que disminuyen su exposición a las más estresadas. Yendo al detalle del posicionamiento, **decidimos equiparar la posición de GGAL y subponderar las de BMA y BBAR.** Esta decisión se basa en que la valuación de GGAL, al considerar su consolidación con HSBC Argentina, nos parece la más atractiva de los cuatro bancos considerados. Para empezar, los tres más importantes muestran un ratio P/BV similar, que oscila entre 1,7x y 1,8x, mientras que SUPV está desacoplado del resto con un P/BV de 2,3x que nos resulta muy agresivo. Así, el ROE o el ratio P/E se han convertido en los factores diferenciales al seleccionar bancos. Aquí, GGAL destaca por encima del resto, seguido de cerca por BMA, puesto que muestran los P/E más bajos. Aunque esperaríamos una normalización de sus ganancias, las adquisiciones de HSBC Argentina e Itaú Argentina de cada uno abren las puertas a una aceleración de sus crecimientos dado que han captado un mayor *market share* de depósitos y préstamos.

### Con la fusión, GGAL mantiene la relación P/BV-P/E más atractiva



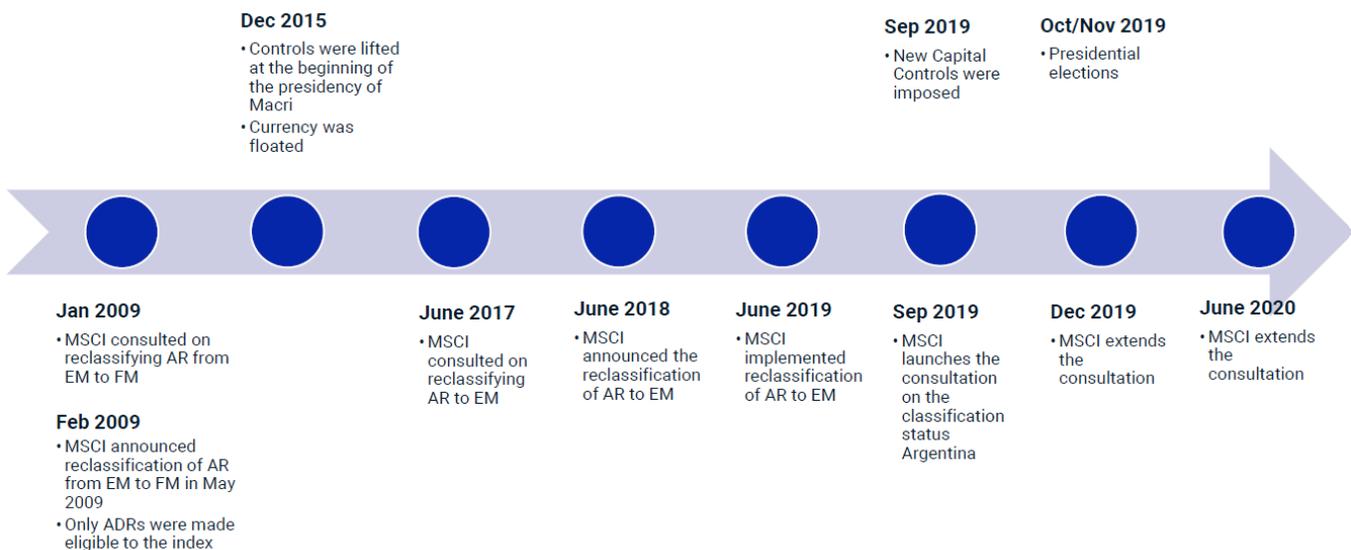
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**Real Estate: decidimos mantener un posicionamiento *equalweight* en la industria concentrando la posición que el Merval divide entre IRSA y Cresud en la primera únicamente.** Desde la pandemia que la compañía ha estado trabajando en su portfolio de activos, manteniendo los de mayor calidad para evitar caídas en sus niveles de ocupación. Particularmente en su segmento de oficinas ha priorizado mantener las más demandadas, lo que la ha ayudado a captar un nivel de ocupación en torno a 98% para su último trimestre. **Si bien es cierto que la apreciación cambiaria desalienta su segmento de hotelería, creemos que una recuperación del consumo de la mano de un crecimiento del salario real impulsará las rentas variables de sus locales en los shoppings del país,** más que compensando la contracción turística. En la misma línea, una mayor actividad en el mercado inmobiliario, acompañado del retorno de los créditos hipotecarios, podría derivar en una revalorización de su portfolio. A esta altura, cabe recordar que la cantidad de escrituras de 2024 ha crecido sustancialmente pero todavía se mantiene lejos de los niveles de 2017 cuando se vio potenciada por la creación de los créditos UVA. **Esta revalorización claramente alcanzaría a su gran proyecto Ramblas del Plata, que ya comienza a dar sus primeros pasos para convertirse en realidad** con la contratación del equipo de construcción y la subasta de la primera etapa. Por último, IRSA también ha devuelto valor a sus accionistas mediante el pago de jugosos dividendos y recompras de acciones en 2024 y confiamos en que seguirá haciéndolo el año entrante.

- **Servicios Públicos:** como establecimos previamente, **creemos que las proveedoras de servicios públicos seguirán beneficiándose de ajustes tarifarios periódicos**, en línea con la inflación, por lo que su rentabilidad continuará manteniendo el sendero experimentado a lo largo de este año. **Sin embargo, este es un segmento donde no se ven grandes drivers de crecimiento más allá del ajuste en P**, por lo que nuestro posicionamiento es poco menos que equivalente al propuesto por el Merval. Fuera de ello, decidimos volcar la mayor parte de nuestra posición en los dos papeles que creemos tendrán la mejor performance durante el 2025:
  - **TGS: la seleccionamos con un posicionamiento *overweight* ya que además de beneficiarse del ajuste tarifario a través de su segmento de Transporte de Gas Natural, posee drivers adicionales como su negocio de Producción y Comercialización de Líquidos y el *Midstream* de Vaca Muerta que pueden ampliar su Q.** Tal como repasamos en [Vaca Muerta: el presente y futuro de Argentina](#), si bien sus ratios de valuación parecen elevados, ello se debe a dos cuestiones principales: (i) la primera es que durante el 4Q23 y el 1Q24 sus resultados se vieron materialmente afectados por las devaluaciones y la falta de ajustes tarifarios, lo que actualmente fue parcialmente *priceado*; (ii) la segunda es que TGS baraja diversos proyectos por los que podría incrementar sus volúmenes en relativamente poco tiempo. **Dado que la compañía todavía se encuentra revisando su portfolio de proyectos y espera la decisión del Gobierno Nacional para ver si deberá llevar a cabo la ampliación del Gasoducto Perito Moreno, creemos que los precios apenas contemplan el potencial de estos desarrollos.**
  - **EDN:** decidimos mantener un posicionamiento *equalweight* en Edenor dado que se trata de una compañía que, a pesar de la falta de ajustes tarifarios de los últimos años, ha mantenido un nivel respetable de inversiones que le permitieron mantener ratios de eficiencia elevados. Así, supo capitalizar la actualización tarifaria, maximizando su rentabilidad en los últimos dos trimestres. **Con los ratios de valuación actuales, creemos que tiene recorrido para seguir creciendo en 2025 a medida que siga sumando trimestres de tarifas que se ubiquen cercanos al nivel de inflación.** De cualquier manera, su significativa deuda con CAMMESA es un asunto para monitorear y razón suficiente para no incrementar posición en la compañía.
- **Materiales:** luego de un año cuanto menos complejo para el segmento, **creemos que 2025 será caracterizado por una recuperación.** No obstante, no todos los componentes de la industria llegan en una buena posición para aprovechar el *momentum*. Por ello, **preferimos sobreponderar tanto LOMA como ALUA**, dejando afuera a TXAR, que no solo se vio más afectada en términos de su balance por la caída en la actividad local, sino también por un juicio vinculado a la adquisición de su participación en Usiminas, que podría significarle un desembolso de aproximadamente US\$109 millones según su último comunicado (aunque podría ser menos dada la reciente depreciación del real). En base a nuestra visión, **realizamos una sobreponderación contenida mientras esperamos que el sector comience a agarrar impulso.**
  - **LOMA: a pesar de la significativa caída que sufrieron los despachos de cementos y la construcción en general, Loma Negra logró sacar adelante el año de manera rentable.** Lógicamente, sus números se deterioraron respecto del 2023, y aun más desde el 2022, pero ello no quita lo destacable de la labor en un año en el cual sus despachos de cemento y hormigón cayeron entre 21% y 26,1% y entre 29,7% y 47,1%, respectivamente por trimestre. En este contexto, las caídas de 22,2% en ingresos y de 19,5% en EBITDA para los primeros 9 meses del año demuestran la fortaleza de LOMA para transcurrir tiempos complejos. Por este motivo, con una economía que cada vez da más muestras de estar en recuperación, ilusiona el futuro de la compañía. Como repasamos previamente, **las oportunidades no solo podrían venir del sector privado, sino también del sector público**, por lo que el abanico de posibilidades es amplio. Creemos que **con una economía normalizada, LOMA puede comenzar a recuperar sus niveles de despacho paulatinamente**, lo que se traducirá rápidamente a su estado de resultados. De ser este el caso, **sus ratios de valuación se volverán atractivos, considerando que hoy se adaptan a los resultados pasados.** No menos importante, LOMA se ha visto afectada, a veces positivamente y a veces negativamente, por un potencial cambio de controladora. Sin lugar a dudas, **una venta de la cementera desbloquearía valor para sus accionistas**, siendo que hoy se ve impactada por la situación de estrés que transcurre InterCement.
  - **ALUA:** de manera similar a LOMA, **Aluar Aluminio Argentino demostró una enorme versatilidad para superar un año donde la caída de la actividad afectó la demanda local de sus productos significativamente.** Su capacidad para rotar de ventas locales a exportaciones (sus ventas locales cayeron 41,2% anual mientras que sus exportaciones treparon 42,5%) permitió que las ventas apenas caigan 1,7% en dólares anual, y dada la eficiencia de sus operaciones, su EBITDA se mantenga en una tendencia positiva, creciendo 11,8% anual. Dado que en 2023 el papel de ALUA fue elegido por inversores como un *hedge* imperfecto del tipo de cambio (dadas las restricciones para comprar dólares de muchos agentes del mercado), alcanzó ratios de valuación difíciles de justificar, y ello la ha llevado a quedar relegada en 2024 (e incluso caer cerca de 30% en términos corrientes desde su pico de octubre 2023). **Creemos que la reactivación industrial, la recuperación de los salarios y el impulso de los préstamos de calidad como *leasings* e hipotecarios podrían empujar la demanda local por bienes cuya fabricación depende del aluminio.** Cabe recordar que este insumo se utiliza tanto en la fabricación de productos básicos como latas y rollos de cocina, como en productos de mayor complejidad como vehículos o productos de arquitectura (aberturas, fachadas y barandas, entre otros).

- **Argentina se encuentra actualmente clasificado como *Standalone* por MSCI. Su reclasificación a Mercado Emergente podría convertirse en un gran *driver* para el equity en 2025.** Este hito es potencialmente importante porque **los índices de acciones de países reclasificados a Emergentes tienden a tener una performance superior a la de sus pares tanto durante el proceso de consulta como durante el proceso de implementación de los cambios propuestos.** No obstante, cabe aclarar que en el pasado las únicas acciones que resultaron elegibles para formar parte del índice fueron aquellas listadas en el exterior, ya sea a través de acciones o ADRs. Creemos que esto se repetiría en esta oportunidad.
- **De lograr la reclasificación a Mercado Emergente, JP Morgan estimó en agosto que Argentina podría recibir flujo comprador pasivo de hasta US\$1.000 millones, concentrando US\$786 millones en el índice principal y US\$176 millones en el índice de empresas de pequeña capitalización (*small caps*).** El banco estipuló que cuatro acciones lograrían incorporarse al índice principal (YPF, GGAL, BMA y PAM), mientras que once podrían ingresar al de pequeña capitalización (CAAP, BBAR, CEPU, ARCO, AGRO, LOMA, DESP, IRS, SUPV, CRESY y EDN). Por último, estimó que el peso de las acciones argentinas en el índice alcanzaría 0,18%, aunque, considerando el mercado *rally* de las acciones argentinas desde entonces, creemos que su ponderación actual estaría más cerca de 0,25%.
- **Si bien somos optimistas con la salida del cepo y una potencial reclasificación a Mercados Emergentes, no creemos que la misma vaya a tener lugar durante 2025.** Las revisiones sobre los integrantes del índice se llevan adelante en junio de cada año, con implementación efectiva de los cambios a partir de mayo del año siguiente. Sin embargo, previo a la reclasificación MSCI se lleva adelante un período de consulta para definir cualquier cambio a la composición del índice. Dado que Argentina tiene todavía controles cambiarios y de capitales muy fuertes, que van en contra de los lineamientos del MSCI, el país no arrancó el proceso de consulta todavía. Incluso si el gobierno fuese a liberar el cepo a principio de este año, difícilmente la reclasificación tenga lugar en junio 2025. A modo de referencia, en diciembre de 2015 el gobierno de Macri liberó las restricciones cambiarias y de capitales, pero el país logró la reclasificación a Mercado Emergente recién en junio de 2018 con la implementación de la propuesta tomando lugar recién en mayo de 2019. No solo es necesario levantar las restricciones cambiarias y de capitales actuales, sino también que las mismas sean consideradas estables. De hecho, en las últimas dos instancias de revisión en las cuales participó Argentina: 2016 (para mejorar a Emergente) y 2019 (para empeorar a Frontera o *Standalone*) la primera decisión de MSCI fue mantener al país en proceso de revisión durante un año adicional antes de cambiar su estado.

### Revisión histórica de Argentina en MSCI



Fuente: Consultation on the Market Classification Argentina (Junio 2020)

# Nuestro Equipo

## **Pedro Siaba Serrate**

Head of Research & Strategy

[psiabaserrate@portfoliopersonal.com](mailto:psiabaserrate@portfoliopersonal.com)

## **Pedro Morini**

Strategy Team Leader

[pmorini@portfoliopersonal.com](mailto:pmorini@portfoliopersonal.com)

## **Natalia Denise Martin**

Analyst

[nmartin@portfoliopersonal.com](mailto:nmartin@portfoliopersonal.com)

## **Martin Cordeviola**

Analyst

[mcordeviola@portfoliopersonal.com](mailto:mcordeviola@portfoliopersonal.com)

## **Emiliano Anselmi**

Chief Economist

[eanselmi@portfoliopersonal.com](mailto:eanselmi@portfoliopersonal.com)

## **Melina Eidner**

Economist

[meidner@portfoliopersonal.com](mailto:meidner@portfoliopersonal.com)

## **María Solana Cucher Fajans**

Economist

[mcucher@portfoliopersonal.com](mailto:mcucher@portfoliopersonal.com)

## **Diego Ian Méndez, CFA**

Corporate Credit Team Leader

[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

## **Gerardo Stvass**

Analyst

[gstvass@portfoliopersonal.com](mailto:gstvass@portfoliopersonal.com)

## **Lautaro Casasco Herrera**

Analyst

[lherrera@portfoliopersonal.com](mailto:lherrera@portfoliopersonal.com)

## **Lucas Caldi**

Research Asset Management

[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@portfoliopersonal.com)

## **Damián Lucas Vlassich**

Equity Analyst

[dvllassich@portfoliopersonal.com](mailto:dvllassich@portfoliopersonal.com)

## **Lucas Delaney**

Intern

[ldelaney@portfoliopersonal.com](mailto:ldelaney@portfoliopersonal.com)



El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV.