

06 de diciembre de 2024

Argentina Weekly

Edición Especial

De Wall Street a Main Street

- **A pocos días de cumplirse un año de la gestión de Javier Milei como presidente, nos pareció oportuno realizar un análisis de su gestión. Creemos que es interesante enfocar la misma desde un ángulo hasta ahora no abordado: el efecto riqueza generado por la revalorización de los activos financieros argentinos y su potencial derrame en la economía real.** Un análisis que consideramos más profundo que simplemente enfocarnos en la evolución de precios, cotizaciones y valores y de allí la elección del título para nuestro semanal: De Wall Street a Main Street.
- Dado el aumento en el valor de los activos locales, observamos que la riqueza de los tenedores de bonos y acciones se incrementó sustancialmente desde que se conoció el resultado de la segunda vuelta en noviembre del año pasado a la fecha.
- **Es por ello que nos llama la atención que no se haya instalado el debate sobre este efecto, teniendo en cuenta la magnitud del mismo medido como porcentaje del PIB: 43%.** Adicionalmente, al efecto riqueza antes mencionado se suma el clásico efecto Pigou; impulsado por la desaceleración de la inflación.
- **El S&P Merval continuó su camino ascendente hacia máximos históricos, acumulando un incremento del 176% en dólares.** Dicho incremento trajo aparejado un incremento en la capitalización bursátil de alrededor de USD 82.000 MM, generando un incremento en la tenencia accionaria de los inversores.
- Por otra parte, la deuda soberana Hard Dollar solamente incrementó su valor en un 152% con el stock de bonos a valor de mercado alcanzando los USD 44.000 MM.
- **Creación de nuevos empleos, incremento de los ingresos, mayor ahorro e inversión y un incremento en el consumo son algunos resultados que podemos esperar como consecuencia de nuevas inversiones tanto de compañías como individuos,** motivados por menores tasas de endeudamiento y una mejora tanto en las condiciones macro como en el marco legal.
- **En nuestra opinión este proceso no se ha agotado.** Hay sólidos argumentos para que el mismo continúe: la deuda soberana argentina tiene espacio para comprimir y el equity argentino, luego de una potencial reclasificación de Argentina como mercado emergente, también.

	Var. En USD MM	% PIB
Acciones	82.400	15,0%
Soberanos HD	44.081	8,0%
BOPREAL	13.055	2,4%
Soberanos \$	96.479	17,6%
Total	236.015	43,0%

Fuente: IEB en base a diversas fuentes

INTRODUCCIÓN

Si bien para quienes estamos inmersos en el mundo de los mercados de capitales tanto los términos “Wall Street” como “Main Street” tienen una significación especial, pueden no ser especiales en absoluto para quienes no están familiarizados con los mercados de capitales, por lo que nos parece conveniente compartir una breve definición sobre ambos conceptos:

“Wall Street” hace referencia a una calle en el Financial District de la ciudad de Nueva York, en la cual se encuentran el New York Stock Exchange y numerosos bancos de inversión de renombre, siendo el centro financiero no sólo de los Estados Unidos, sino también a nivel mundial históricamente. El término, sin embargo, con el paso de los años ha trascendido de su significado literal como ubicación geográfica en los Estados Unidos, para pasar a referirse a la totalidad de los mercados norteamericanos y sus participantes: hoy en día, muchas de las instituciones o participantes que se considera forman parte de Wall Street, no se encuentran en dicha calle, ni siquiera se encuentran en Nueva York, o incluso en los Estados Unidos. **“Wall Street” pasó de ser el centro financiero físico del mundo, a ser sinónimo de los mercados de capitales a nivel mundial y los grandes bancos de inversión, fondos, y compañías, sin necesidad de encontrarse físicamente allí. Más sencillo aún, podríamos decir que “Wall Street” es sinónimo de “El mercado”.**

Por su parte, “Main Street” se traduce literalmente como “calle principal”, donde se encuentran los pequeños comercios, industrias, emprendedores: la economía real, símbolo de la clase media, los salarios y el empleo. **Muchos se refieren a este sector como el “corazón real de la economía”, relacionándolo con el día a día del trabajador común.**

Aclarados entonces estos conceptos, **el título del reporte refiere a lo que está sucediendo en los mercados de capitales, con un incremento en la capitalización bursátil de las compañías argentinas y en la revalorización del “outstanding” (monto pendiente de vencimiento) de la deuda del Tesoro Nacional, nominada tanto en pesos como en dólares, que estimamos que más tarde o temprano, terminaran provocando un “efecto riqueza” sobre la economía real.**

ESTIMANDO EL EFECTO RIQUEZA

EQUITY

El S&P Merval continúa su camino ascendente hacia los máximos históricos alcanzados en 2018, con pequeñas correcciones en el camino, alcanzando los USD 2.044 al cierre de ayer, lo que vuelve a dejar al índice de acciones en un 7,6% por debajo del máximo de USD 2.200 (Aj. por inflación) durante la administración Macri. No obstante, aún así, el índice de acciones argentinas acumula un incremento de 176% desde la segunda vuelta de las elecciones presidenciales que dio por ganador a Javier Milei, medido en USD CCL.

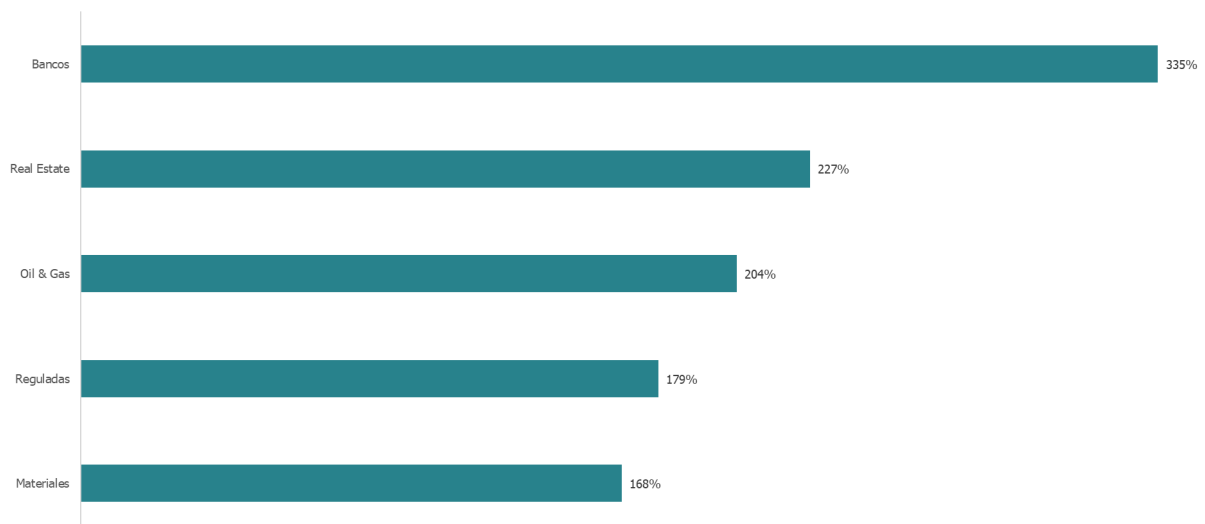
S&P Merval (USD CCL)



Fuente: IEB en base a LSEG.

Al observar el incremento que experimentaron las acciones argentinas por sector desde comienzos de año, entre los más favorecidos se encontró el sector bancario, impulsado fuertemente por la transición que experimenta el sector hacia una banca tradicional impulsada por el crédito privado, lo que impactó también en las expectativas futuras para el Real Estate - segundo sector con mayor crecimiento - dado el incipiente aumento de los créditos hipotecarios y el precio del metro cuadrado. Siendo Oil & Gas el tercer sector de mayor suba en el año, beneficiado tanto por las mejoras del entorno macroeconómico que impactó a todos los sectores como por un mayor desarrollo de Vaca Muerta por las compañías involucradas, a pesar del impacto que sufrió el sector por menores precios internacionales de crudo. Cabe destacar que el sector Oil & Gas ya venía con una buena performance desde antes del triunfo de Milei, mostrando lo defensivo que resulta aún en contextos macroeconómicos muy desafiantes como los que transitó Argentina entre 2018 y 2023.

Variación YTD por sector (en USD)



Fuente: IEB en base a LSEG.

Desde nuestro punto de vista, creemos que es posible ver al S&P Merval superando los niveles alcanzados en 2018 dado que viene transitando una clara tendencia alcista de largo plazo que comenzó el viernes previo a la segunda vuelta de las elecciones presidenciales de 2023. Y si bien podemos observar correcciones de corto plazo, las mismas no alteran la tendencia de fondo, la cual es claramente positiva y continúa teniendo sustento, con un riesgo país que comprimió fuertemente, una mejora en el entorno macroeconómico local y un contexto internacional favorable para la renta variable.

Analizando más en detalle y en línea con lo expuesto en la introducción de este semanal, si tomamos en cuenta tanto las acciones del panel líder como del panel general, el equity local contaba con una capitalización de mercado total de USD 47 BB desde el día hábil previo a que Javier Milei ganara las elecciones. Lo que si llevamos al cierre del día de ayer totaliza USD 130 BB, implicando un incremento en la capitalización bursátil de las compañías argentinas de alrededor de USD 82 BB desde el 17 de noviembre de 2023 a la fecha.

En USD MM	Market Cap al 17/11/23	Market Cap al 05/12/24	Var. en USD	Var. (%) en USD
Panel Líder	USD 27.651	USD 89.104	USD 61.452	222%
Panel General	USD 19.638	USD 40.586	USD 20.948	107%
Total	USD 47.289	USD 129.689	USD 82.400	174%

Fuente: IEB en base a Bloomberg, LSEG y ByMAData.

Dado el incremento en la capitalización bursátil de las compañías argentinas que generó un incremento en la tenencia accionaria de los inversores, creemos que es posible comenzar a ver un efecto riqueza sobre la economía argentina.

Así mismo, creemos que dicho efecto comienza a tener impacto sobre la economía real argentina de la mano del efecto derrame y las medidas adoptadas por el gobierno para atraer inversiones de gran envergadura a los sectores estratégicos de la economía argentina, como por ejemplo, el Régimen de Incentivo para Grandes Inversiones (RIGI), que dieron lugar a proyectos importantes, y necesarios, para resolver los diferentes cuellos de botella con los que contaba principalmente el sector energético del país. Proyectos como la reversión del Gasoducto Norte, la expansión de Oldelval y Vaca Muerta Sur, el nuevo proyecto liderado por YPF -al que ya se han sumado otras compañías del sector como Vista Energy, Pampa Energía, PAE por nombrar algunas- que permitirá incrementar las exportaciones de crudo, o el memorandum firmado con Brasil para la exportación de gas natural - que también dará lugar a nuevos proyectos tanto para compañías de Oil & Gas como reguladas - son algunos ejemplos de proyectos que darán lugar a nuevos empleos, mayores ingresos, mayor ahorro e inversión y un incremento del consumo.

No obstante, el sector Oil & Gas no es el único a través del cual se puede observar el fenómeno que tratamos en este informe semanal. El sector bancario, a través del incipiente incremento que vienen experimentando los préstamos al sector privado en segmentos como créditos personales, prendarios e hipotecarios, permite pensar un incremento en el consumo que impulsará una reactivación en sectores como el real estate y los ligadas a materiales de construcción o fabricación de bienes, lo que nos lleva a nuestra apuesta por compañías de dichos segmentos en nuestra cartera de acciones, dado que se verán favorecidas por un incremento en el valor del metro cuadrado, mayores construcciones y un mayor consumo en shoppings.

Finalmente, la compresión que viene experimentando el riesgo país durante el año como resultado del “delivery” que viene mostrando el gobierno, así como también, la calma en los FXs financieros han permitido que las compañías argentinas puedan tomar deuda en moneda extranjera para llevar adelante sus inversiones en proyectos a tasas de interés muy favorables para sus accionistas, obteniendo así también una mejora en sus valuaciones.

DEUDA

El gobierno fue mostrando resultados con el correr del año que luego fueron convalidados por el mercado. En primer lugar el superávit fiscal que mostró ser sostenible con la imagen del gobierno terminando el primer año de gestión en niveles muy altos. En segundo lugar una política cambiaria que mostró ser consistente con la acumulación de divisas a pesar de la apreciación del tipo de cambio y permitió anclar las expectativas inflacionarias. El último factor que terminó de disparar el rally de la última parte del año fue el blanqueo de capitales que permitió que el central se haga de dólares en un periodo estacionalmente difícil permitiendo asegurar el pago de vencimientos de enero y muy probablemente el de mitad de año de 2025 con un repo con bancos que todavía sigue estando como una posibilidad.

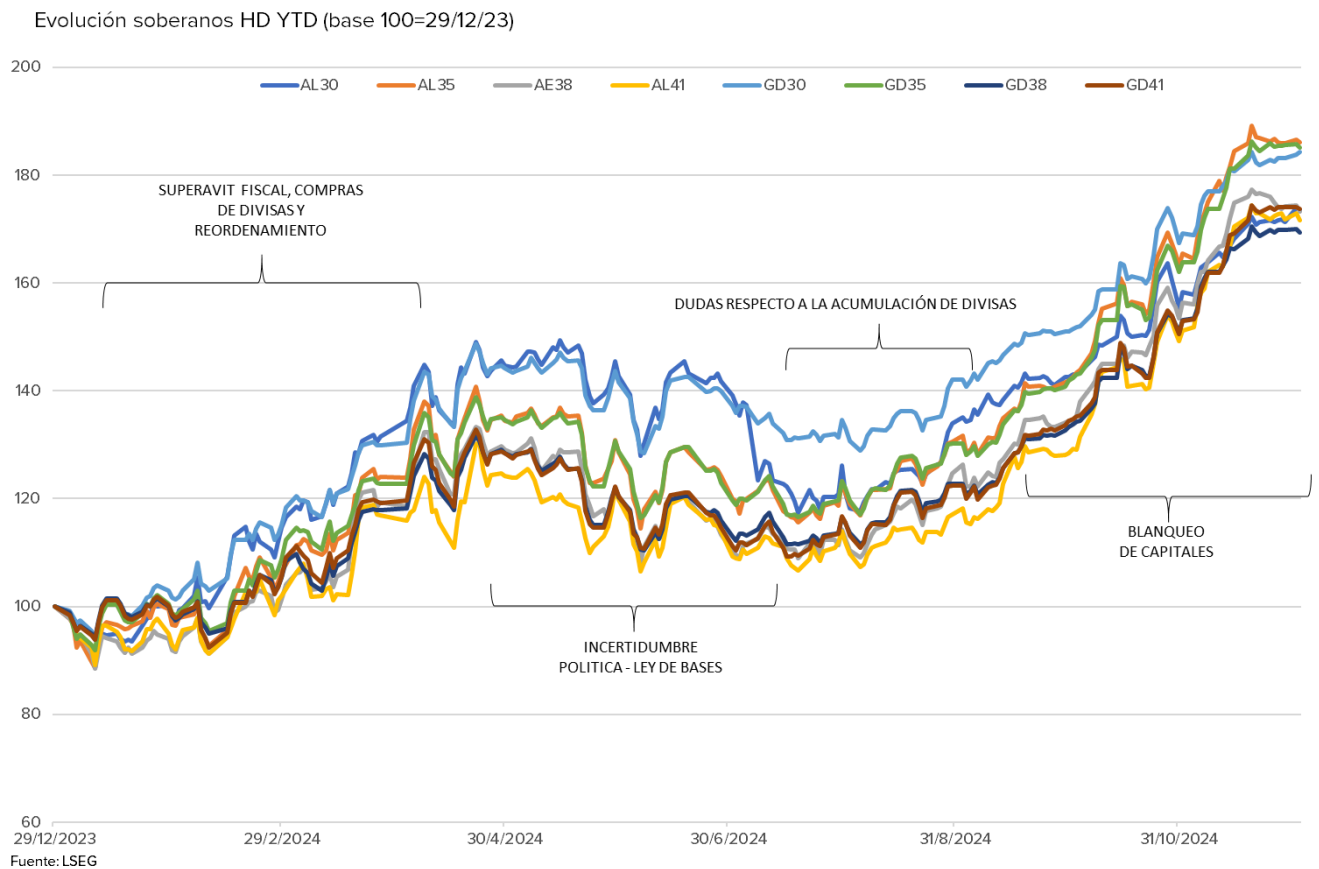
De esta forma los bonos han mostrado un aumento considerable en sus paridades gracias al ordenamiento de la macro con un gobierno que tiene un fuerte compromiso fiscal y con el repago de la deuda.

Dado este aumento en el valor de los activos locales, observamos en este caso que la riqueza de los tenedores de bonos se incrementó sustancialmente desde que se conoció el resultado de la segunda vuelta en noviembre del año pasado a la fecha. Los soberanos HD subieron 152% con el stock de bonos a valor de mercado incrementándose en USD 44.000 MM. Lo mismo sucedió con los bopreales que desde su emisión aumentaron su valor en USD 13.000 MM. Los tenedores de bonos en pesos por su parte debido a la estabilidad de los dólares financieros, medidos al CCL, tuvieron un incremento en el valor de sus activos de USD 96.000 MM. Cabe aclarar que una parte de este aumento se explica por nueva emisión de títulos públicos relacionado con el saneamiento de la hoja del balance del central donde se hizo un traspaso de pasivos remunerados a títulos emitidos por el Tesoro. Este aumento en el patrimonio de empresas y familias posibilita un aumento de la inversión por parte de las primeras y del consumo por parte de las segundas que contribuye a la reactivación de la economía que estamos viendo.

Evolución stock de bonos a valor de mercado corregido por pago de amortización (en Millones USD)				
Activos	Stock al 17-11-23 en USD	Stock Actual en USD	Var. en USD	Var. % en USD
Soberanos HD	USD 26.853	USD 67.734	USD 44.081	152%
Bopreales	USD 23.199	USD 36.255	USD 13.055	56%
Soberanos en Pesos	USD 56.329	USD 152.808	USD 96.479	171%
Total	USD 106.381	USD 256.797	USD 153.616	141%

Fuente: IEB en base a diversas fuentes

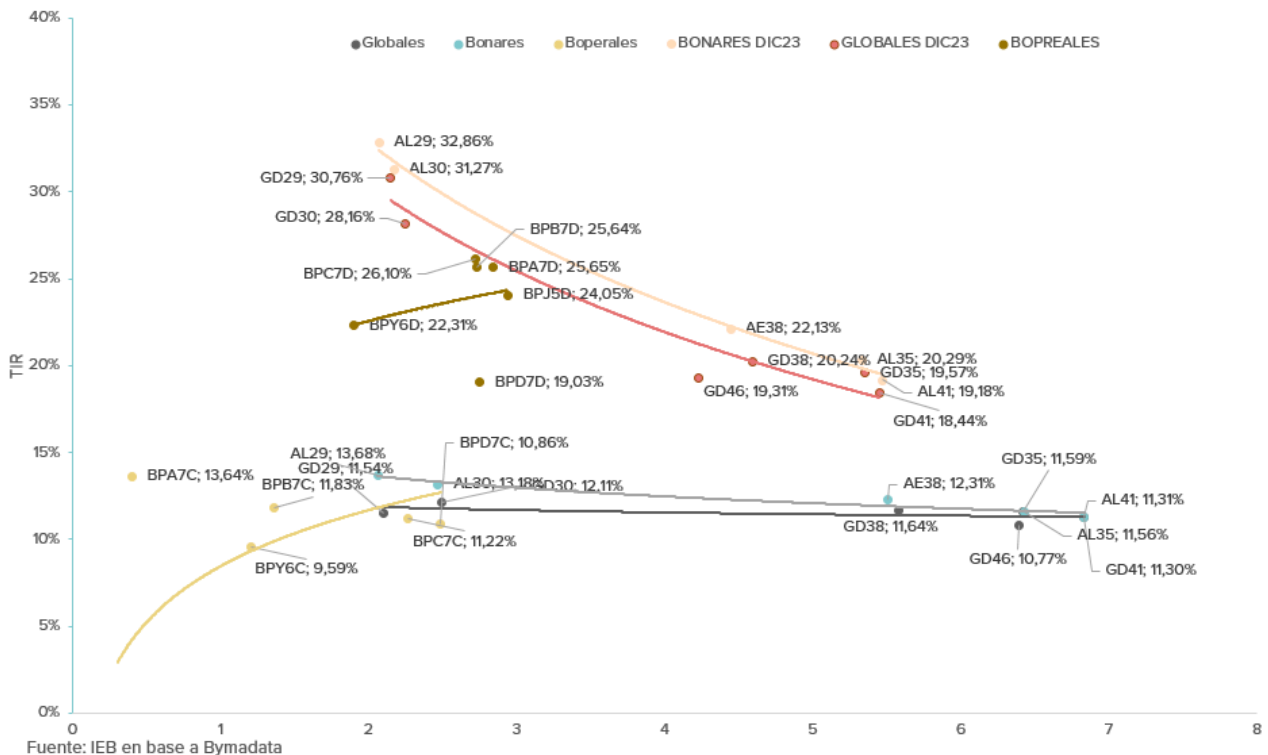
Centrados en lo que está sucediendo en la actualidad podemos mencionar por un lado que los bonos HD se tomaron una pausa luego del último rally que comenzó con el blanqueo y en las dos últimas semanas lateralizan con el riesgo país oscilando en torno a 750 pbs. A pesar de que el EMB avanzó 1,3% durante este periodo la deuda local se tomó un respiro. Resulta importante destacar que los activos locales se habían desacoplado de la dinámica de bonos emergentes durante los últimos dos meses.



Asimismo, como se puede observar en el siguiente gráfico la curva soberana quedó prácticamente plana en niveles de TIR entre 11% y 13% gracias a las mejores perspectivas respecto a la capacidad de repago del gobierno que hizo que los títulos cortos, que son los que amortizan de manera más acelerada, comprimiran más en términos de TIR. Los bonos subieron en promedio 82% en lo que va del año y 146% desde la victoria de Milei en segunda vuelta.

Esto se tradujo en una fuerte compresión de la curva de rendimientos que operaba invertida a comienzos de años y con rendimientos arriba de 30% en el tramo corto y alrededor de 20% en el tramo largo. Lo mismo sucedió con los bopreales que salieron a operar con TIRs entre 20% y 25% y hoy se encuentran en niveles entre 10% y 13%.

Desplazamiento YTD Soberanos HD y Bopreales



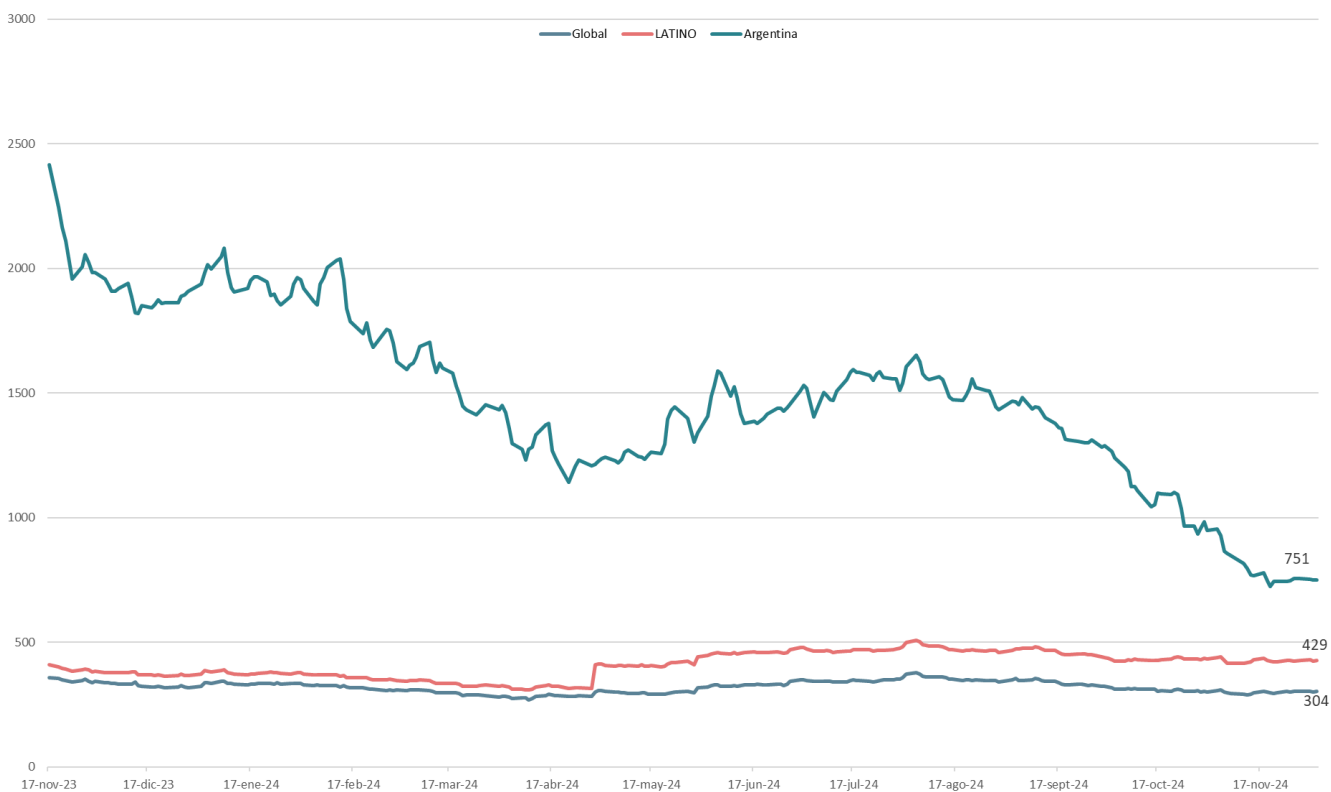
Por otro lado, la continua baja del riesgo país de unos 1.744 puntos desde el 17 de noviembre, fecha previa a la segunda vuelta hasta la actualidad refleja la confianza de los inversores en Argentina, lo que queda demostrado en el aumento de la demanda de bonos argentinos y la mejora del rendimiento de los mismos lo que hace caer el riesgo país. Es muy importante para Argentina, ya que genera una baja en el costo de financiamiento de las empresas locales que necesitan crédito ya sea para invertir o cubrir deudas pasadas, esto trae aparejado una mejora en el bienestar general debido a que esta inversión generada por la baja en el costo de financiamiento produce nuevos puestos de trabajo que aumentan el nivel de consumo.

De la mano con lo que mencionamos anteriormente se encuentran los efectos de la inversión extranjera directa, los inversores suelen ser conservadores e invertir en países de menor riesgo, lo que genera empleo y transferencia de tecnología.

Por otro lado, es super interesante ver como el riesgo país de Argentina de unos 751 puntos va convergiendo y aproximándose a los 429 puntos de Latinoamérica y a los 303 puntos Globales.

En la medida que el programa siga avanzando como se ha evidenciado hasta el momento el riesgo país seguiría cayendo hacia mediados de año, estimamos Argentina podría volver a los mercados internacionales para hacer el rollover de los vencimientos. En dicho contexto, estimamos que el riesgo país seguiría bajando, más aún en la medida que se llegue a un acuerdo con el FMI y se puedan acordar nuevos préstamos con organismos multilaterales.

Evolución de riesgo país desde la segunda vuelta electoral



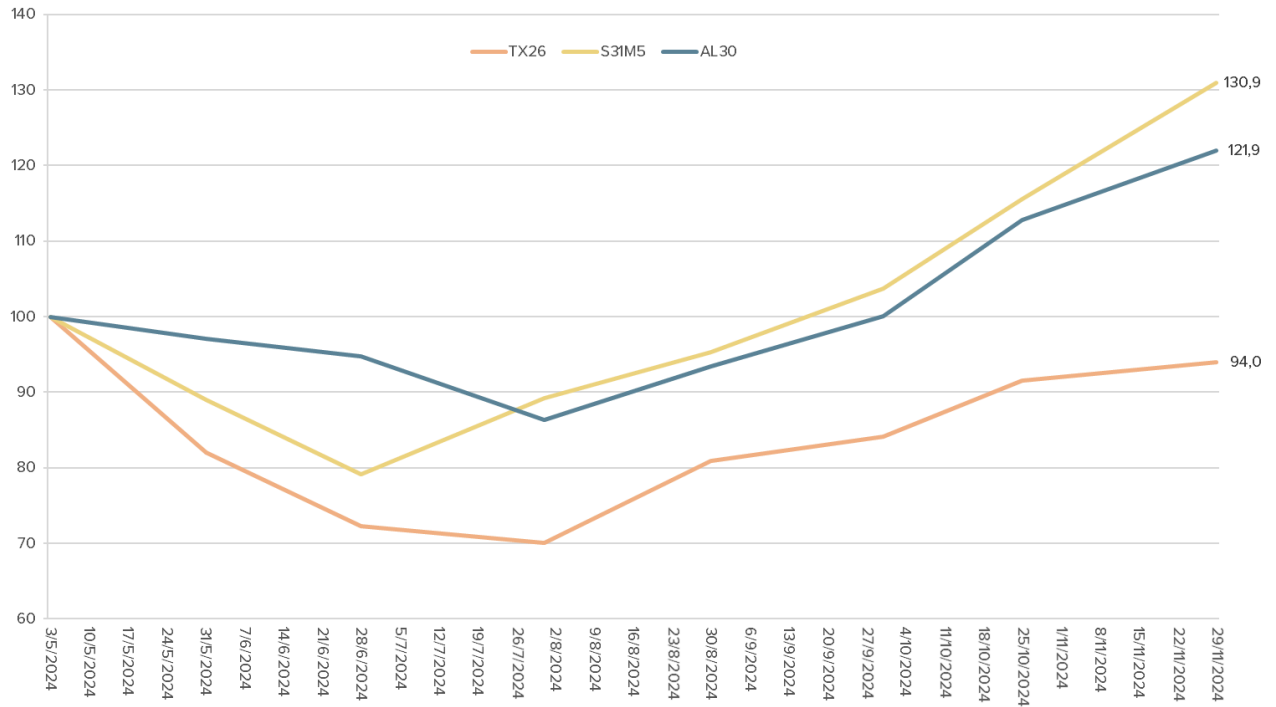
fuente: IEB en base al JP Morgan

De la mano con lo que venimos explicando es relevante resaltar que la deuda en pesos también mostró rendimientos en dólares muy interesantes desde julio a la fecha donde el CCL cayó alrededor de 20% mientras que los instrumentos a tasa fija como las lecaps comprimieron fuertemente a medida que se iban conociendo los datos de inflación que mostraron una desaceleración más pronunciada de lo que esperaba el mercado. A modo de referencia desde que se emitió la lecap de marzo S31M5 acumula un retorno en dólares de 32% en poco más de 7 meses.

Los bonos CER si bien corrigieron a principios de año con la caída de inflación, en la segunda parte del año redujeron los rendimientos reales ofrecidos de la mano de las menores expectativas devaluatorias y la caída de los rendimientos en dólares de los bonos HD. Los bonos CER desde el comienzo del año vienen teniendo un rendimiento en dólares en promedio medido al CCL de 79%.

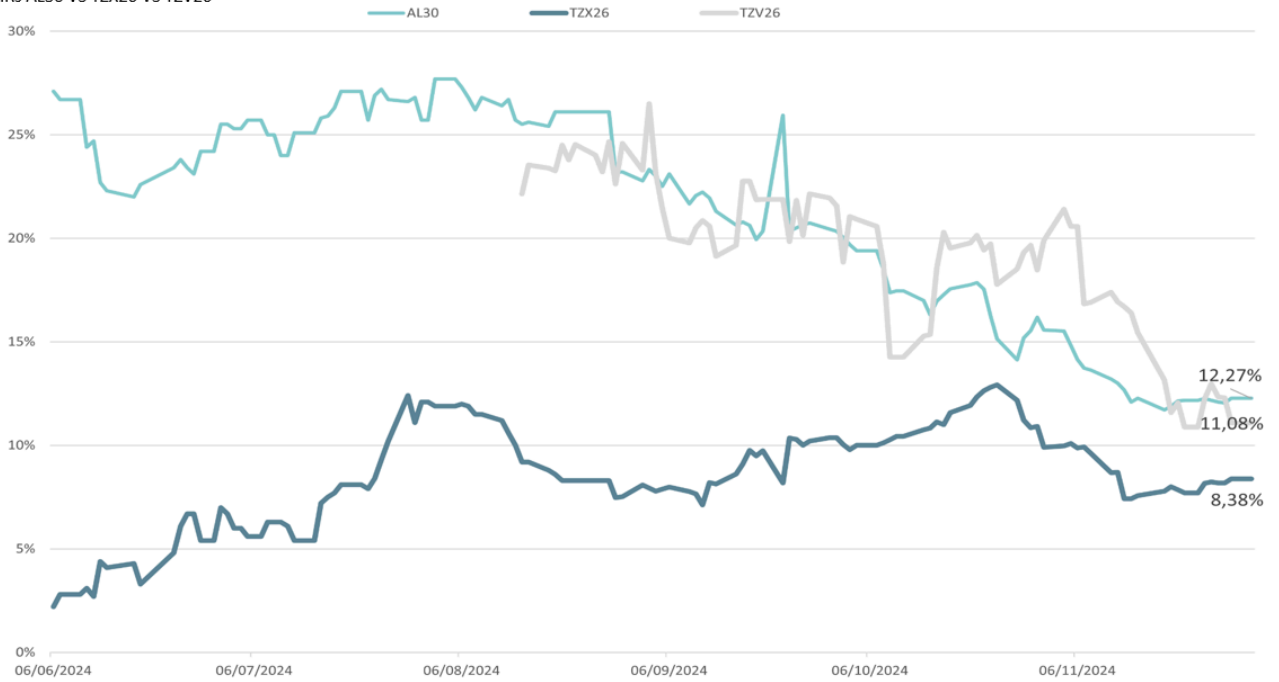
Para ilustrar lo mencionado se puede hacer una comparación entre las TIRs del AL30, TZX26 Y TZV26 donde se observa como los rendimientos de los 3 bonos fueron convergiendo con tasas del 12,3%, 8,4% y 11,8% respectivamente, por lo que se puede concluir que el mercado espera para los próximos 12 meses una inflación de un 3% superior al tipo de cambio lo que equivaldría a una apreciación de la moneda, esto nos está dando la pauta de que la fuerte confianza del mercado se proyecta para los próximos meses.

Carry con TX26 y S31M5 vs AL30 (Base 100= 3/5/24)



Fuente: IEB en base a BymaData

TIRs AL30 VS TZX26 VS TZV26



EFECTO TOTAL

El efecto total derivado del incremento en el valor de los activos argentinos, tanto de renta variable como de renta fija, se alcanzaría entonces a USD 236.000 MM. Teniendo en cuenta las estimaciones del PIB realizadas por el Ministerio de Economía en base a los resultados fiscales (según los últimos datos publicados, el superávit financiero acumulado equivaldría a 0,5% del PIB), **este “efecto riqueza” total representaría aproximadamente un 43% del PIB.**

	Var. En USD MM	% PIB
Acciones	82.400	15,0%
Soberanos HD	44.081	8,0%
BOPREAL	13.055	2,4%
Soberanos \$	96.479	17,6%
Total	236.015	43,0%

Fuente: IEB en base a diversas fuentes

IMPACTO SOBRE LA ECONOMÍA REAL

Habiendo realizado una estimación de la revalorización de los activos financieros, vale la pena recordar a qué se denomina el efecto riqueza. Se define al mismo, como un **fenómeno económico que describe cómo el aumento en el valor de activos de las personas, como podría ser la tenencia de acciones, bonos o propiedades, puede llevar a un incremento en sus gastos, o mayor consumo.** Esto se explica por un factor psicológico, debido a que la mayor valorización de sus activos da la sensación de que se es más rico y, por lo tanto, más seguro financieramente, lo que las impulsa a gastar más.

El efecto riqueza es un concepto importante en macroeconomía porque tiene un impacto significativo en la economía general, **cuando los consumidores gastan más, se produce un aumento de la demanda agregada, generando más incentivos para incrementar la producción y estimular la generación de empleo, empujando al crecimiento económico.**

No obstante, **este efecto riqueza no sólo debemos abordarlo desde el punto de vista del consumidor, sino que también desde el punto de vista del empresario,** que al sentir un incremento de su riqueza, estimula su “animal spirit” (optimismo). Según decía John M. Keynes, este efecto influye en el nivel y ritmo de la inversión.

Vale la pena resaltar, que en la estimación realizada en el presente reporte no hemos incluido la evidente revalorización que están teniendo las propiedades. Por lo tanto, si solo nos enfocamos en los activos financieros estaríamos subestimando el efecto sobre la economía real.

No podemos dejar de reconocer, que cada vez que se ha instalado en la Argentina en análisis del efecto riqueza, se ha generado el debate sobre el efecto “spillover” (derrame) y todas las dudas asociadas al mismo, en el sentido que **según la concentración de las tenencias de los activos será el verdadero impacto sobre la economía argentina,** así como también, si la estimada revalorización ha beneficiado a inversores locales o extranjeros.

Dado el crecimiento de cuentas comitentes durante los últimos años, podemos suponer que el nivel de concentración ha disminuido y sobre la base de estimaciones del IIF (Institute of International Finance), podemos considerar que la participación del inversor extranjero en el actual “rally” del mercado local, es significativamente inferior a la participación del “rally” durante el inicio de la presidencia de Mauricio Macri.

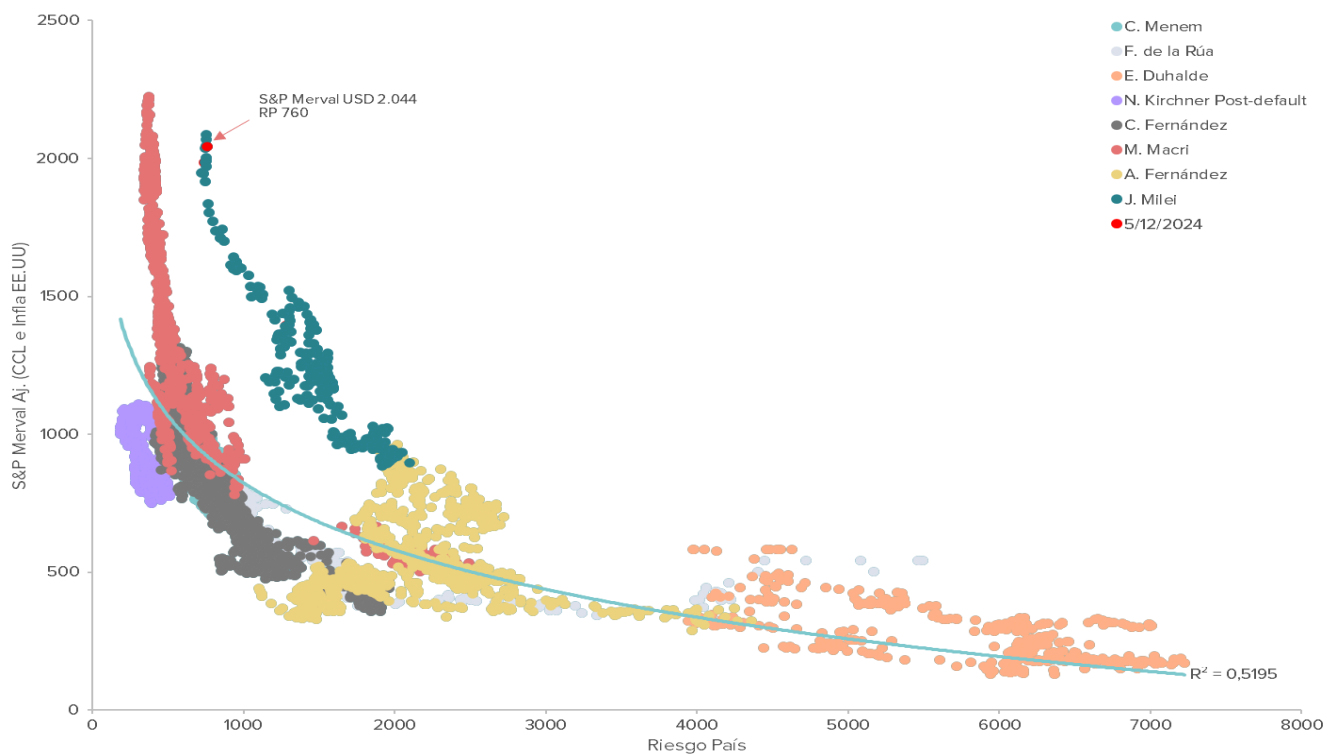
Según datos de Caja de Valores correspondientes al primer semestre del año, el número de cuentas comitentes en el período enero-junio 2024 creció un 87%, casi que duplicando el cierre del año anterior. Más importante aún, el promedio mensual de cuentas que llevaron a cabo operaciones en el mismo período comparado con el año anterior creció un 186%.

LA CONTINUACIÓN DEL EFECTO

Más allá del accidentado tratamiento del Presupuesto 2025 en el Congreso Nacional, **nuestro escenario base es que el Tesoro Nacional no tendría inconvenientes para honrar su deuda.** En particular, el Tesoro ya tendría acumulado el monto necesario para el pago de los servicios de renta de enero y a los compromisos de amortización se haría frente con un Repo acordado con bancos internacionales. En la medida que el programa siga avanzando como se ha evidenciado hasta el momento, **hacia mediados de año, estimamos Argentina podría volver a los mercados internacionales para hacer el rollover de los vencimientos.** En dicho contexto, estimamos que el riesgo país seguiría bajando, más aún en la medida que se llegue a un acuerdo con el FMI y se puedan acordar nuevos préstamos con organismos multilaterales.

Como es sabido, la reducción del riesgo país tiene un impacto favorable en la valuación de proyectos de inversión y es evidente una correlación entre el riesgo país y el precio de las acciones, como se observa en el gráfico inferior.

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

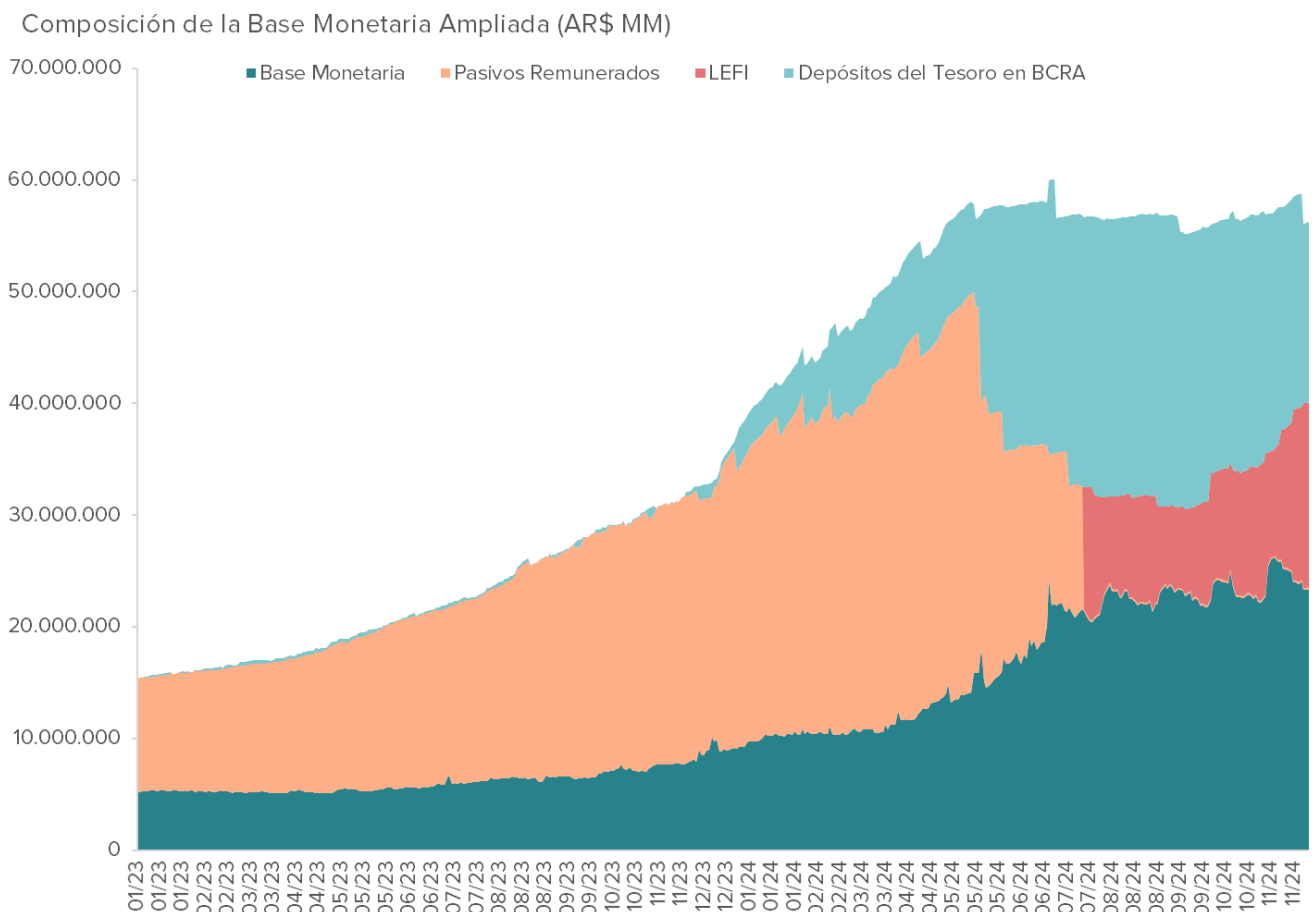


Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMADData.

NO FUE MAGIA

La mejora en los precios de los activos financieros es el resultado de una política económica inédita en la Argentina, la cual ya había sido anunciada por el Presidente a lo largo de la campaña electoral, siendo muy explícito acerca de la necesidad de llevar a cabo un ajuste fiscal que logre como mínimo equilibrar las cuentas públicas. Dicha necesidad se convirtió en el principal ancla del actual programa económico, implementando un recorte del gasto del 33% en términos reales entre diciembre y octubre.

Producto de esta reducción en el gasto, **el sector público pasó de registrar un déficit primario de 2,9% del PIB y un déficit financiero de 4,6% del PIB durante el 2023 a lograr alcanzar el superávit primario y financiero, acumulando un superávit primario de 1,8% del PIB y un superávit financiero de 0,5% del PIB hasta octubre**, con la certeza de que el superávit se sostuvo en noviembre y se sostendrá en diciembre también. Desde el 2008 que no se registran tantos superávits mensuales consecutivos, agregando que los actuales se alcanzaron sin necesidad de default. **Hoy la duda no se centra en si se alcanzará el superávit, sino en la magnitud del mismo.**



Fuente: IEB en base a BCRA

En lo que respecta a la política monetaria, el 2023 se caracterizó por el financiamiento del Tesoro por parte del BCRA con emisión directa de pesos, además de sucesivos incrementos de tasa de referencia con el objetivo de contener la inflación y la presión sobre los tipos de cambio, con un evidente impacto sobre la expansión monetaria debido a la existencia de los pasivos remunerados, generando intereses a un ritmo acelerado. La liberación de estos pasivos remunerados hubiera implicado cuadruplicar la base monetaria previo a la asunción del actual gobierno.

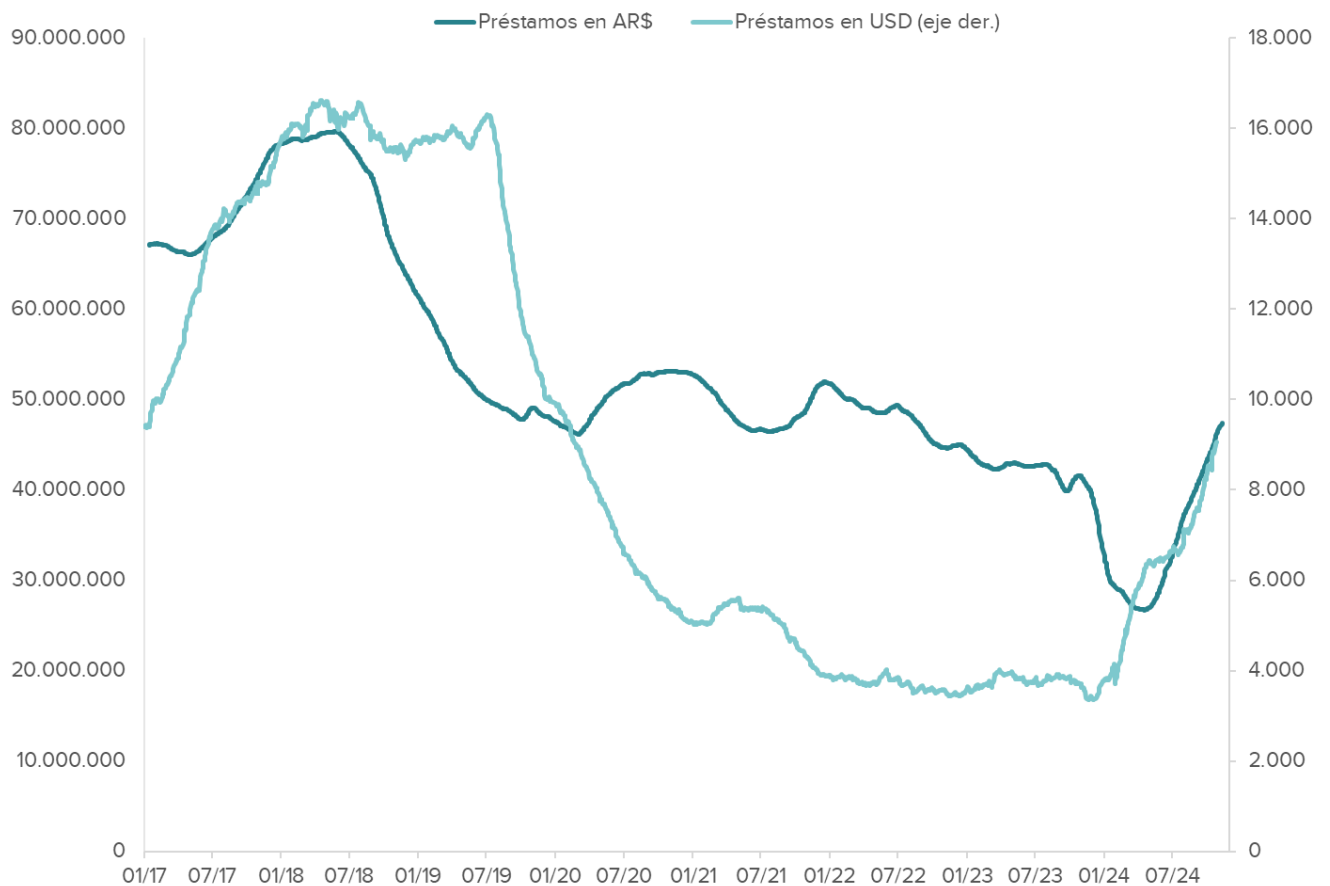
Comprendiendo la necesidad de resolver esta problemática, el gobierno en conjunto con el BCRA y basándose en la frase tan utilizada por el Presidente que asegura que “la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario”, se dispuso a eliminar el excedente monetario y limpiar la hoja de balance del BCRA.

Por un lado, el Tesoro ya no requirió de financiamiento monetario gracias al sostenimiento del superávit fiscal, cerrando efectivamente una “canilla” de emisión monetaria. Por otro lado, con la Fase 2 del programa económico el gobierno se propuso eliminar el excedente de pesos reemplazando los pasivos pasivos del BCRA con nuevos instrumentos, siendo estos pagaderos por el Tesoro (LEFI), reemplazando la necesidad de emitir por la necesidad de acumular superávit para hacer frente a los pagos de estos instrumentos.

Agregando la esterilización de los pesos emitidos por compra de divisas, el BCRA logró mantener constante la cantidad de pesos de la economía medida con la Base Monetaria Amplia (comprendida por la Base Monetaria, los Pasivos Remunerados, las LEFI y los depósitos del Tesoro en el BCRA). De todas formas, está contemplada la posibilidad de expandir la base monetaria en la medida que la actividad repunte y la demanda de dinero se recomponga.

En cierta forma, esa recomposición de la demanda de dinero comienza a verse con la recuperación del nivel de crédito, el cual viene presentando una tendencia al alza desde hacer piso en abril-mayo de este año. Desde el piso, el crédito en pesos acumula un crecimiento del 86,4% en términos reales alcanzando niveles comparables a los del 2022, por un lado atribuyéndose a un entorno macroeconómico de mayor estabilidad y previsibilidad, y al menor nivel de tasas ofrecidas.

Préstamos al Sector Privado



Fuente: IEB en base a BCRA

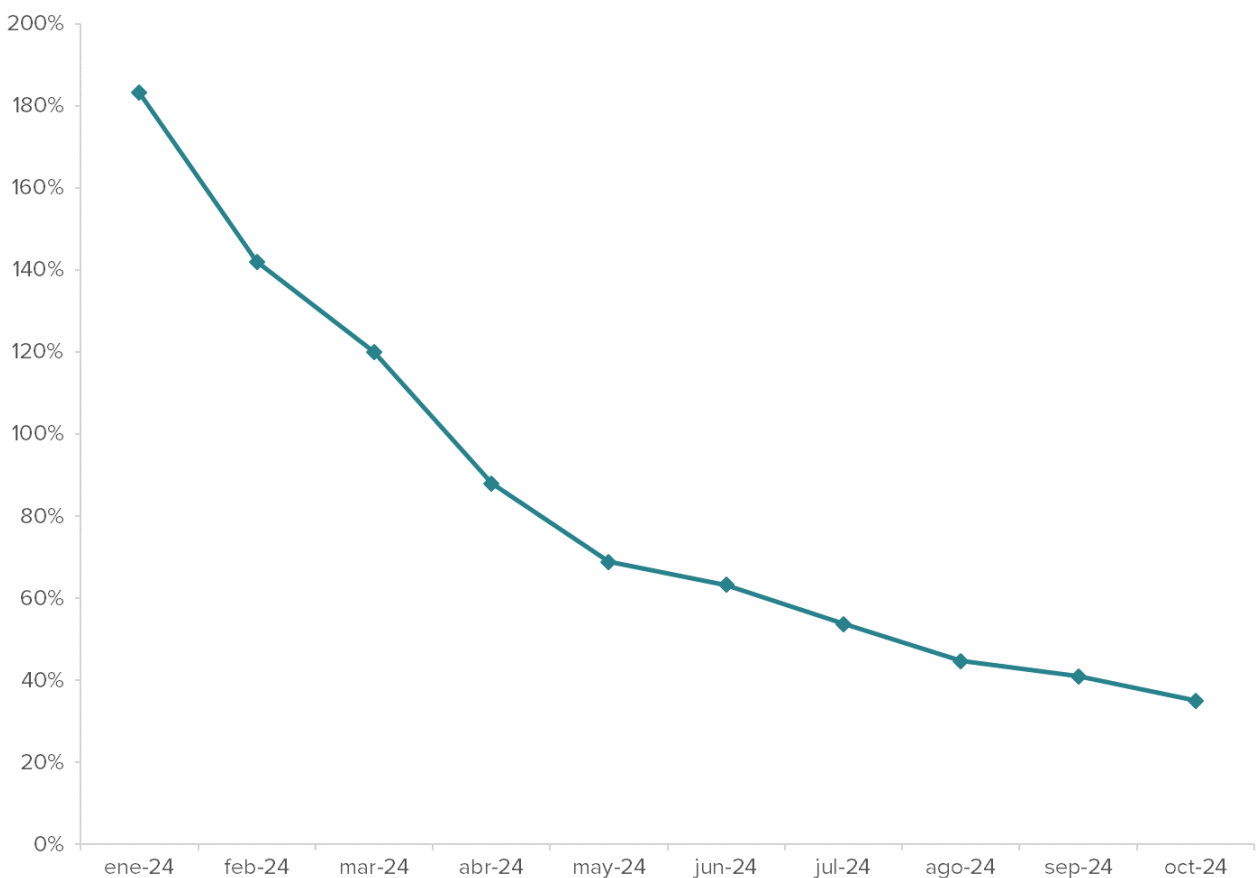
Sin embargo, esta situación no se limita al crédito en pesos, dado que el crédito en dólares también ha presentado un crecimiento sustancial, con las colocaciones de deuda en dólares por parte de empresas tomando protagonismo en el 2024 y el crédito al sector privado en moneda extranjera creciendo un 167,8% a lo largo del año. Este crecimiento es un reflejo de la mayor confianza en la generación de dólares de los prestatarios y certidumbre con respecto a la estabilidad de los tipos de cambio.

En cuanto a la inflación, si recordamos el discurso del Presidente Milei apenas asumido, refiriéndose a la herencia recibida y mencionando una “inflación plantada” del 15.000%, mencionando también el Rodrigazo y la hiperinflación de Alfonsín, este era un claro reflejo de la expectativa de estallido inflacionario en aquel momento.

Hoy la situación luce completamente diferente, no sólo a la luz de los datos, sino también de las expectativas plasmadas en el REM.

La Argentina ha pasado de registrar incrementos mensuales superiores al 10% en el IPC con un pico del 25,5% en diciembre al 2,7% en octubre, esperando un valor similar para noviembre. Al mirar el IPIM, los datos son más contundentes: del 54% en diciembre a 1,2% en octubre, registrando deflación en productos importados. Incluso, a lo largo del año el gobierno ha logrado romper con numerosos pisos planteados por varios economistas: 5%, 4% y finalmente el 3%. **Los pisos continúan cayendo, y la discusión para el próximo año gira en torno a si la inflación mensual estará en torno al 1%, 1,5% o 2%, un contundente cambio con respecto al año previo.**

REM - Expectativa de inflación 12 meses hacia adelante



Si vamos a las expectativas, componente fundamental de la inflación, se evidencia la misma situación con un derrumbe de estas. El mercado ha pasado de esperar una inflación doce meses hacia adelante cercana al 200% en enero, a una del 40% en octubre, con la caída continuando. Lentamente, el mercado se va acercando a las proyecciones de inflación presentadas por el gobierno en el proyecto de Presupuesto 2025, las cuales al momento de su publicación lucían inalcanzables, con numerosos economistas ya estimando inflaciones en torno al 20% para el próximo año.

AL EFECTO RIQUEZA SE SUMA EL EFECTO PIGOU

Esta baja de la inflación puede relacionarse con el llamado “efecto Pigou”. El mismo sugiere que cuando los precios caen (deflación), el valor real de la riqueza (como el dinero y los bonos del gobierno) aumenta, con un impacto similar al del efecto riqueza previamente mencionado. Esto puede conectarse con la situación actual de la Argentina dado que, **en un contexto donde la inflación viene desacelerando fuertemente mostrando una tendencia a la baja, nos podríamos encontrar en un marco donde los individuos, al estar acostumbrados a niveles de inflación elevados, hoy se sientan más ricos y más cómodos para llevar adelante proyectos más ambiciosos** en un contexto más amigable para el consumo y la inversión.

SOSTENIMIENTO DE LA CONFIANZA

Más allá de que el discurso del Presidente siempre dejó en claro que llevaría a cabo un ajuste fiscal, la sostenibilidad del mismo se puso en duda a principios de este año, cuestionando la viabilidad social dados los recortes en previsión social y educación. **Pese a algunos escollos en el camino, el gobierno ha logrado en gran medida sostener la confianza y su imagen.**

El indicador que consideramos de mayor relevancia es el Índice de Confianza en el Gobierno elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella, el cual tal como hemos presentado en el reporte de la semana pasada, se ha mantenido relativamente estable. Además de sostener un nivel de confianza superior al 50% (importante teniendo en cuenta que el índice tiene una elevada correlación con los resultados del oficialismo en elecciones), **el gobierno actual ha sido el de mejor performance a los doce meses de asumir, esto pese al ajuste fiscal que ha llevado a cabo.** De todas formas, las principales preocupaciones de la sociedad han cambiado, con el desempleo y los salarios tomando mayor relevancia frente a la inflación, principal preocupación doce meses atrás.

CONCLUSIÓN

Nos llama la atención que no se haya instalado el debate sobre el efecto riqueza generado por el aumento en el valor de los activos financieros argentinos con oferta pública, tanto de renta variable como de renta fija. Sobre todo, teniendo en cuenta la magnitud del mismo medido como porcentaje del PIB: 43%.

Contribuyendo al debate, introducimos una estimación del mismo, reconociendo la reiterada crítica de la limitación del efecto derrame a un porcentaje minoritario de la población. Consideramos que dicho argumento parte de una mirada lineal y de poca profundidad. Es indudable que el mercado de capitales argentino ha sufrido un cambio radical en los últimos años llegando a un mayor número de individuos: basta analizar la impresionante evolución en la apertura de cuentas comitentes. Lo que comenzó como un movimiento para poder realizar compra de dólares MEP, terminó en comitentes que registran actividad fuera de dicha operatoria: inversiones en acciones, bonos soberanos y demás activos financieros.

Por otro lado, aún convalidando que el efecto riqueza no alcanza a la mayor parte de la población podemos aventurar que es atinado considerar la consecuencia natural de ello: aquellos que sí son alcanzados se sienten con un nivel de riqueza mayor y dispuestos a encarar proyectos en la economía real, que sí terminan derramando a segmentos que en una “primera ola” no se vieron beneficiados. Al efecto riqueza, consideramos que se suma el clásico efecto Pigou, impulsado por la desaceleración de la inflación.

Finalmente, en nuestra opinión este proceso no se ha agotado. Hay sólidos argumentos para que el mismo continúe: la deuda soberana argentina tiene aún espacio para comprimir y el equity argentino, de la mano de una potencial reclasificación de Argentina como mercado emergente luego del levantamiento de las restricciones cambiarias (el cepo), también.

GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

IEB RESEARCH

ANDRÉS NÓBILE

Director

anobile@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista - Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista - Macro

fherrera@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.