



# ¿La Libertad Avanza?



**Mauricio Viaud**  
Estratega de Inversión *Senior*  
y Manager de Portafolio



**Melissa Ochoa Cárdenas**  
Estratega de Inversión



**Andrés Salamanca**  
Analista de Datos

## ¿La Libertad Avanza?

- Argentina está mostrando una historia de recuperación en términos macroeconómicos que se ha logrado por medio de la implementación de medidas fiscales estrictas. Hacia adelante, los analistas esperan que el panorama macro siga mejorando.
- La administración de Milei se enfrenta a diferentes retos en 2025, un año electoral en el que mantener la popularidad de su gobierno alta será primordial.
- La economía argentina está encaminada a convertirse en una economía de doble régimen cambiario, en medio de la existencia de controles de capital. La forma y el ritmo en el que se flexibilicen dichos controles será crucial, y tendrá el potencial de acelerar el crecimiento económico o de desencadenar una fuerte depreciación de la moneda.
- La renta fija argentina ha tenido un desempeño

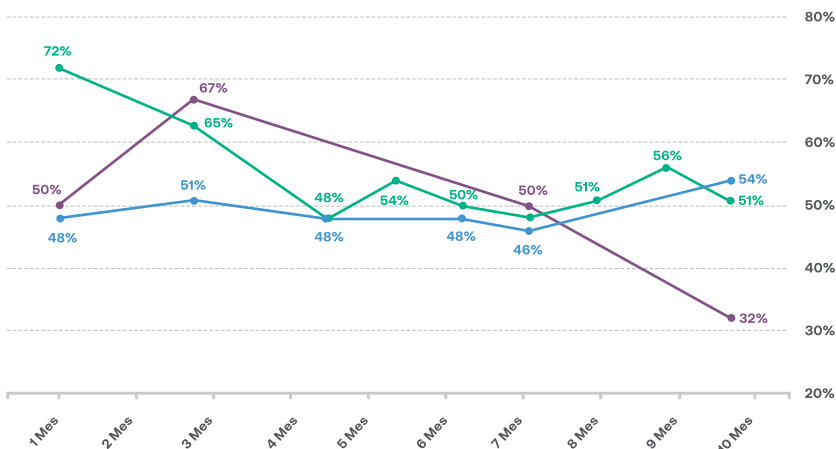
estelar en 2024, impulsada por la consolidación fiscal que ha atraído un renovado interés en el mercado. Hacia adelante, los inversionistas estarán monitoreando la capacidad del gobierno de cumplir con sus vencimientos de deuda en 1S25.

- El mercado de renta variable argentino podría seguir subiendo en el tiempo. El sector energético tiene todo para florecer si el yacimiento de Vaca Muerta sigue desarrollándose, mientras que las empresas de los sectores financiero y orientado al consumidor podrían beneficiarse del mejor crecimiento económico.

Cuando la administración de Milei asumió funciones hace casi un año, se le entregó una economía en mal estado, con una inflación en aumento y un crecimiento casi inexistente. Luego del primer año de la administración de Milei, consideramos oportuno revisar cómo han cambiado las cosas, si las políticas implementadas por la administración han tenido el efecto deseado, y qué podemos esperar en los próximos meses.

### 1. La aprobación de Milei comparada con la de los otros presidentes es sorprendentemente alta

- Milei (2023-)
- Fernández (2019-2023)
- Macri (2015-2019)



Consejo de las Américas (AS-COA) | Encuesta de Satisfacción Política y Opinión Pública

## Actualización macroeconómica

El crecimiento económico argentino, medido por medio de su índice de actividad económica, se ha mantenido en terreno negativo en la mayor parte del año. Según el dato de septiembre, el crecimiento exhibió una variación de -3.3% a/a, explicado por el comportamiento de los sectores de construcción, manufactura, y comercio al por menor. En contraste, el promedio de los últimos tres meses de ese indicador, que se usa frecuentemente como un *proxy* para el PIB, exhibe una tendencia trimestral que, de mantenerse, conllevaría a un crecimiento económico positivo por primera vez desde el 2T23. Lo anterior, implicaría que Argentina podría estar saliendo de la recesión que ha experimentado por casi dos años con una contracción del PIB de casi 8%, ocasionada principalmente por los drásticos ajustes fiscales. Las primeras estimaciones apuntan a una recuperación del PIB real de 3.5% en 2025, respaldada por factores favorables tales como un mejor control de la inflación, la reducción de las cargas fiscales, mejores condiciones de crédito en moneda local, un entorno de inversión más favorable, la flexibilización de los controles de capital, y una menor represión financiera. De hecho, Argentina podría ser la economía de mayor crecimiento en América Latina en 2025.

En el frente inflacionario, los niveles de precios de Argentina han exhibido una tendencia bajista luego de alcanzar un máximo de casi 300% a/a en marzo. La inflación de alimentos también ha caído, y la inflación básica se ubica en su nivel más bajo desde septiembre 2020. Adicionalmente, esta tendencia ha estado influenciada por los controles de capital impuestos por el gobierno que han ayudado a controlar la depreciación del peso argentino – ARS. No obstante, tales controles son solo una solución temporal y el gobierno está en mora de levantarlos, lo que eventualmente podría desencadenar una rápida depreciación de la moneda.

Según estimaciones de Bloomberg Intelligence, si el gobierno argentino puede mantener su disciplina fiscal, la inflación podría ubicarse por debajo de 2% mensual para las elecciones legislativas de 2025, y por debajo de 1% bajo el supuesto de que los controles de capital pueden ser levantados a principios de 2025. Esto es crucial, ya que Argentina debe reponer sus reservas netas si quiere levantar los controles de capital, y una de las potenciales alternativas para hacerlo sería a través de una inyección de capital del FMI.

En el ámbito político, Argentina tendrá elecciones

legislativas en octubre de 2025. El gobierno pretende aumentar su limitada representación en el congreso, que actualmente se ubica en apenas 15% en la cámara baja y 10% en el Senado. A pesar de la breve pero impactante recesión que afectó al país a principios de 2024, la aprobación del presidente Milei se mantiene sólida en un 54%, de acuerdo con encuestas recientes. La aprobación del presidente ha tendido al alza desde que asumió la presidencia, lo cual representa un marcado contraste con las administraciones recientes. Dada la limitada influencia del partido de Milei, “La Libertad Avanza,” en el congreso, se espera que la administración priorice políticas económicas que refuercen la imagen positiva del presidente de cara a las elecciones. Medidas clave, tales como la estabilización del ARS y la gestión de la inflación, probablemente se ajusten para mantener la confianza y el apoyo al gobierno. Es mucho lo que está en juego, ya que obtener escaños adicionales en el congreso significaría una mayor probabilidad de que se aprueben futuras iniciativas del gobierno. Lo anterior, ha hecho que proteger la aprobación de Milei sea un objetivo clave de la administración.

## Tasa de cambio – Expectativas de controles cambiarios

Notablemente, Argentina parece estar en camino a una economía de doble circulación de monedas en lugar del modelo dolarizado ampliamente discutido durante la campaña presidencial de Milei. La demanda del ARS, medida a través del crédito local, ha alcanzado niveles no vistos en 15 años, mientras que los depósitos privados en dólares también se encuentran en aumento. Esta dinámica de doble circulación posiciona a Argentina para flexibilizar gradualmente los controles cambiarios en 2025, con el objetivo de avanzar hacia un régimen de flotación administrada – o flotación sucia – en lugar de un mercado de divisas completamente libre. Los controles cambiarios seguirán siendo

un tema central a lo largo de 2025, ya que el gobierno deberá equilibrar cuidadosamente esta transición. El ritmo y la forma de flexibilizar estos controles será crucial, con el potencial de acelerar el crecimiento económico o de desencadenar una fuerte depreciación de la moneda. Aunque el gobierno ha estado incrementando sus reservas para el pago de sus obligaciones, persisten riesgos significativos con respecto a los vencimientos de la deuda en 2026, los cuales se dispararán una vez que haya más claridad sobre el rumbo que tomarán dichos controles. Se espera que las reservas líquidas, excluyendo oro y otras líneas de crédito, cierren 2024 alrededor de USD 9bn. Si bien la cuenta corriente de Argentina ha reportado cuatro meses consecutivos de déficit, se proyecta que el país lograría aumentar sus reservas líquidas en unos USD 3.5bn para 2026.

Por último, el gobierno actual ha anunciado planes para reducir el ritmo de devaluación controlada del tipo de cambio oficial (conocida como “*crawling peg*”), del 2% al 1% mensual, si la inflación continúa su tendencia a la baja. Esta propuesta nace después de observar la inflación reportada en octubre, de 2.7%, siendo la más baja en los últimos tres años. Este ajuste señala un cambio en la función del “*crawling peg*”, el cual pasó de ser un mecanismo de estabilización a un motor de inercia inflacionaria, el cual perpetuará los aumentos de precios en lugar de contenerlos, como señaló Vladimir Werning, vicepresidente del Banco Central. Esta propuesta busca interrumpir el ciclo y fortalecer el proceso de desinflación en curso, aunque hay que considerar que esta propuesta aumenta los riesgos de desalineaciones cambiarias y las posibles presiones especulativas.

## Renta Variable

La renta variable argentina ha sido la líder indiscutible de los mercados de renta variable latinoamericanos

en lo que va de 2024, con el Global X MSCI Argentina (ARGT) subiendo más del 60% en el año, a finales de noviembre. Para ser justos, este ETF no es una representación exacta del mercado accionario del país, ya que la amplitud y el volumen limitados del mercado restringen la cantidad de nombres de renta variable en los que se puede invertir. Como resultado, algunas participaciones individuales comprenden ponderaciones muy grandes en el ETF, y las cinco participaciones más grandes comprenden cerca del 50% del ETF.

Si el Gobierno de Milei puede llevar a cabo sus políticas como se espera, algunos activos argentinos podrían presentar oportunidades de inversión atractivas a largo plazo para los inversionistas con la tolerancia adecuada al riesgo. Este optimismo se ha visto reflejado en el comportamiento de la renta variable más líquida del país este año. El potencial de Argentina es doble, y se deriva tanto del potencial que ofrecen las importantes reservas de recursos naturales del país, como del crecimiento económico que debería surgir a medida que el país salga de años de estancamiento.

Por un lado, tenemos a las empresas de los sectores de Energía y Minería del país, que no solo se beneficiarán de las políticas amigables de la nueva administración hacia estas industrias, sino también del tamaño y la calidad de los recursos que se encuentran en el país. El más destacado de estos recursos es la gran cantidad de petróleo y gas que se encuentran en el yacimiento de Vaca Muerta. Este yacimiento, actualmente subutilizado debido a la falta de inversión en exploración e infraestructura en el pasado, está siendo comparado con la famosa cuenca conocida como Permian Basin en Estados Unidos debido a sus reservas de alta calidad. Además, a diferencia de los yacimientos en otras partes del mundo, Vaca Muerta goza de una ventaja estratégica favorable, ya que se encuentra en una región que podría beneficiarse enormemente de sus recursos, pero tiene poca o ninguna competencia con otros yacimientos. Hay algunas empresas que están preparadas para beneficiarse del potencial

inherente de Vaca Muerta. El líder del grupo es YPF (YPF), empresa que favorecemos, junto con Vista Energy (VIST), como dos de las mejores formas de exponerse a este juego debido a sus atractivas posiciones de superficie y juntas directivas con mucha experiencia. Pampa Energía (PAMP) y Transportadora de Gas del Sur (TGS) también podrían ofrecer formas atractivas de exponerse al yacimiento, mientras esperamos hasta ver si Geopark (GPRK) puede integrar efectivamente su reciente adquisición de terrenos en la región.

Por otro lado, tenemos al sector financiero y al orientado al consumidor que también podrían beneficiarse de la nueva administración de Milei. Aunque el consumidor argentino puede enfrentar vientos en contra en el corto plazo a medida que se implementen nuevas políticas, es probable que se beneficie a largo plazo de un entorno más favorable para los negocios. Empresas financieras como Banco Macro (BMA) y Grupo Financiero Galicia (GGAL) podrían recoger los beneficios de un posible aumento en el gasto de los consumidores. Como una de las instituciones financieras más grandes de Argentina, Banco Macro ofrece préstamos de tarjetas de crédito y de consumo, lo que podría conllevar a un aumento en la demanda en un entorno económico más estable. Banco Galicia, parte del Grupo Financiero Galicia, es una de las instituciones de banca privada más grandes de Argentina, que podría beneficiarse de una posible entrada de capital al país, si la nueva administración es capaz de estabilizar la economía y aumentar la confianza empresarial.

Otro beneficiario de un potencial aumento de la demanda por parte del consumidor argentino sería Mercado Libre (MELI). Actualmente, la mayoría de los ingresos de la empresa provienen de Brasil; sin embargo, Argentina comprende su segundo mercado más grande, representando aproximadamente el 25% de sus ingresos.

Aunque tenemos opiniones favorables sobre muchas de las empresas y acciones mencionadas anteriormen-

te, estas tienden a exhibir altos grados de volatilidad y son más apropiadas para inversionistas con el horizonte de inversión y la tolerancia al riesgo adecuados. Por ello, aconsejamos a los inversionistas consultar con sus asesores financieros para determinar la idoneidad de sus casos particulares.

## Renta Fija

En lo que respecta a la renta fija, Argentina ha tenido un desempeño estelar en lo corrido de este año, impulsada principalmente por la mejora en el panorama macroeconómico y un mayor interés por parte de los inversionistas en asegurar mayores rendimientos. El mejor desempeño de los bonos soberanos argentinos en dólares también ha estado fomentado por la rápida consolidación fiscal que se ha traducido en un superávit primario de 0.5% del PIB en lo corrido del año, según cifras a octubre. Este superávit ha sido impulsado por el crecimiento observado en los ingresos primarios, así como por la contracción del gasto primario. En medio de un panorama fiscal más sano, los diferenciales de la deuda soberana argentina se han comprimido en toda la curva, con el tramo más corto mostrando una contracción de casi 260pbs en el último mes.

Adicionalmente, el panorama macroeconómico más benigno ha permitido que compañías argentinas acudan a los mercados de renta fija con emisiones exitosas de deuda corporativa durante el año, como las últimas realizadas por Vista Energy y Pampa. Ambas compañías son jugadores bien conocidos en el sector energético argentino que podrían beneficiarse del creciente interés que ha exhibido la administración de Milei en desarrollar Vaca Muerta, así como de los atractivos rendimientos que ofrecen dichas emisiones.

Hacia adelante, Argentina se enfrenta a retos significativos el próximo año, donde el principal es el vencimiento

de USD 3.4bn de deuda soberana, donde aproximadamente USD 2.6bn de estos se vencen en julio de 2025. Si nos enfocamos específicamente en el próximo año, las necesidades de financiamiento serán todavía más relevantes porque la mayoría de la deuda denominada en ARS es deuda cero cupón. De otro lado, Moody's ha resaltado el alto riesgo de un impago de estas obligaciones, citando los bajos niveles de reservas del país y la posibilidad de una depreciación acelerada una vez los controles de capital se levanten. Bajo este escenario, Moody's proyecta una potencial operación de manejo de deuda, también conocida como *distressed debt exchange*, lo que implicaría una reestructuración favorable de obligaciones que resultaría en pérdidas moderadas para los tenedores de bonos actuales. Sin embargo, algunos analistas de Wall Street sugieren que el riesgo de liquidez en el corto plazo ya está descontado en los rendimientos actuales de los bonos soberanos, con los mercados esperando que Argentina pueda honrar sus obligaciones en 2025. Esta perspectiva favorable del país también se ve reflejada en su prima de riesgo, ya que su CDS a cinco años ha exhibido una compresión de cerca de 4,000pbs en lo corrido del año.

De cara al futuro, el mercado estará enfocado principalmente en las obligaciones posteriores a las elecciones – a saber, desde 2026 en adelante, cuando el gobierno probablemente tenga que decidir entre aumentar las reservas o levantar los controles de capital. Cualquier claridad adicional que se pueda obtener con respecto al perfil de vencimientos de Argentina será un factor positivo para el desempeño de los activos de renta fija.

Como mencionamos anteriormente, la economía argentina está mostrando signos de recuperación bajo la administración de Milei, con un crecimiento del PIB y una inflación más controlada fomentando un optimismo cauteloso. Están surgiendo oportunidades en los sectores de energía, financiero, y de consumo, aunque la volatilidad de los activos amerita prudencia. La

consolidación fiscal ha fortalecido al mercado de renta fija, pero los próximos vencimientos de deuda y los riesgos de la tasa de cambio siguen siendo desafíos clave. La ejecución continua de políticas, en conjunto con un incremento de las reservas, serán factores esenciales para sostener el ritmo actual de crecimiento y atravesar la incertidumbre. Mantener la confianza y la estabilidad pública será fundamental, a medida que el país se acerca a las elecciones legislativas en 2025. ■

# Análisis por clases de Activos

	TÁCTICO (HASTA 3 MESES)	CÍCLICO (HASTA 12 MESES)
<b>Asignación Global de Activos</b>		
Renta Variable	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija	NEUTRAL	<b>SOBREPONDERAR</b>
Efectivo	NEUTRAL	NEUTRAL
<b>Segmentación Regional</b>		
Renta Variable EE.UU. <sup>1</sup>	<b>SOBREPONDERAR</b>	<b>SOBREPONDERAR</b>
Renta Variable Europea	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Variable Japonesa	<b>SOBREPONDERAR</b>	<b>SOBREPONDERAR</b>
Renta Variable Mercados Emergentes	<b>SUBPONDERAR</b>	NEUTRAL
Renta Variable China	NEUTRAL	NEUTRAL
Bonos del Tesoro EE.UU. <sup>2</sup>	NEUTRAL	<b>SOBREPONDERAR</b>
Grado de Inversión	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija <i>High Yield</i>	NEUTRAL	NEUTRAL
Renta Fija Soberana Emergente	NEUTRAL	NEUTRAL
Dólar Americano	NEUTRAL	<b>SOBREPONDERAR</b>
Energía <sup>3</sup>	NEUTRAL	<b>SUBPONDERAR</b>
Metales Preciosos	<b>SOBREPONDERAR</b>	<b>SOBREPONDERAR</b>

<sup>1</sup> Relativo a acciones globales en USD

<sup>2</sup> Relativo a mercados globales de renta fija en USD

<sup>3</sup> Relativo al sector de materias primas

## Divulgaciones Legales Importantes

Insigneo Financial Group, LLC comprende una serie de empresas operativas dedicadas a la oferta de productos y servicios de corretaje y asesoría en varias jurisdicciones, principalmente en América Latina. Los productos y servicios de corretaje se ofrecen a través de Insigneo Securities, LLC, con sede en Miami, miembro de la Autoridad Reguladora de la Industria Financiera (conocida por sus siglas en inglés "FINRA") y de la Corporación de Protección de Valores de Inversionistas (conocida por sus siglas en inglés "SIPC") <https://www.sipc.org/>. Los productos y servicios de asesoría de inversiones se ofrecen a través de Insigneo Advisory Services, LLC, un asesor de inversiones registrado en la Comisión de Bolsa y Valores. En Uruguay, los servicios de asesoría se ofrecen a través de Insigneo Asesor Internacional S.A., Insigneo Gestor Internacional S.A, Insigneo Asesor Latam S.A., SRL e Insigneo Asesores de Inversión de Uruguay, SRL, en Argentina a través de Insigneo Argentina, SAU y en Chile a través de Insigneo Asesorías Financieras, SPA. En conjunto, estos ocho negocios operativos conforman Insigneo Financial Group. Para obtener más información sobre el corredor de bolsa, incluidos sus conflictos de intereses y prácticas de compensación, visite <https://insigneo.com/disclosures/> o [www.finra.org](http://www.finra.org) Para obtener más información sobre Insigneo Advisory Services, LLC y cualquier conflicto relacionado con sus servicios de asesoría, consulte su Formulario ADV y el folleto que se pueden encontrar en el sitio web de Investment Advisor Public Disclosure <https://adviserinfo.sec.gov/>.

### PARA AFILIADOS LOCALIZADOS EN CHILE

Insigneo Asesorías Financieras SPA se encuentra inscrito en Chile, en el Registro de Prestadores de Servicios Financieros de la Comisión para el Mercado Financiero. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de emisión de este. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Asesorías Financieras SPA ni ninguna de sus empresas relacionadas. Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta o solicitud de compra o venta de ningún valor en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en cuentas de corretaje y de asesoramiento de inversiones están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida de capital. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Securities LLC ni Insigneo Asesorías Financieras SPA la obligación de actualizar el presente informe ni de

comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.

### PARA AFILIADOS LOCALIZADOS EN URUGUAY

En Uruguay, los valores están siendo ofrecidos en forma privada de acuerdo al artículo 2 de la ley 18.627 y sus modificaciones. Los valores no han sido ni serán registrados ante el Banco Central del Uruguay para oferta pública.

### PARA AFILIADOS LOCALIZADOS EN ARGENTINA

Insigneo Argentina S.A.U. Agente Asesor Global de Inversión se encuentra registrado bajo el N° 1053 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) e inscripto ante la Inspección General de Justicia (IGJ) bajo el N° 12.278 del Libro 90, Tomo -, de Sociedades por Acciones. Este informe fue efectuado por área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, en base a la información disponible a la fecha de su emisión. Para evitar cualquier conflicto de interés, Insigneo Securities LLC dispone que ningún integrante del equipo de Research & Strategy tenga su remuneración asociada directa o indirectamente con una recomendación o reporte específico o con el resultado de una cartera. Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes consideradas confiables, no podemos garantizar la completa exactitud e integridad de estos, no asumiendo responsabilidad alguna al respecto Insigneo Securities LLC, Insigneo Argentina S.A.U. ni ninguna de sus empresas relacionadas. La información base del presente informe puede sufrir cambios, no teniendo Insigneo Argentina S.A.U. la obligación de actualizar el presente informe ni de comunicar a sus destinatarios sobre la ocurrencia de tales cambios. Este material está destinado únicamente a facilitar el debate general y no pretende ser fuente de ninguna recomendación específica para una persona concreta. Por favor, consulte con su ejecutivo de cuentas o con su asesor financiero si alguna de las recomendaciones específicas que se hacen en este documento es adecuada para usted. Este documento no constituye una oferta, recomendación o solicitud de compra o venta de ningún valor negociable en ninguna jurisdicción en la que dicha oferta o solicitud no esté autorizada o a ninguna persona a la que sea ilegal hacer dicha oferta o solicitud. Las inversiones en valores negociables están sujetas al riesgo de mercado, incluida la pérdida parcial o total del capital invertido. Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen el juicio o visión de área de Research & Strategy de Insigneo Securities LLC. o sus proveedores, a la fecha de su publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso.