

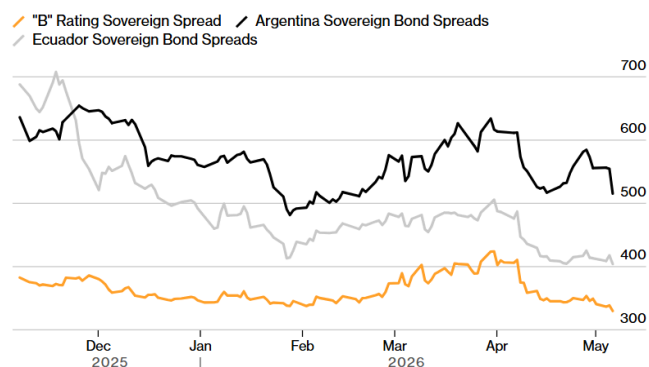
Reflexiones sobre Argentina

Pasados 5 meses del comienzo de este 2026, donde hubo conflictos militares, aumento del precio del petróleo, disrupción tecnológica y paz cambiaria, el Merval se encuentra cotizando en la zona de USD 2000, en una tendencia lateral desde hace varios meses. Los operadores ya empiezan a pensar en el año que viene, un año que estará marcado por encuestas, termómetro social y alianzas políticas. La pregunta que cada inversor debe hacerse es: ¿estoy dispuesto a estar expuesto a un año en donde reinará la volatilidad con sus respectivos riesgos?

En el arranque de 2026 el gobierno finalmente hizo caso al pedido incansable del mercado: comprar reservas, reducir los encajes y formalizar un esquema monetario con un corredor de tasas para eliminar la volatilidad de las mismas. Adicionalmente, en las últimas semanas fue postergando vencimientos de deuda en pesos hacia 2028, lo cual implica menor presión futura sobre el tipo de cambio en la carrera presidencial.

La compra de reservas ya tuvo su resultado. La calificadora de riesgo Fitch Ratings elevó la calificación de Argentina a “B-” desde “CCC+”, lo cual es un dato muy positivo ya que muchos inversores institucionales, por mandato, tienen limitaciones para invertir en países calificados en el rango C, catalogado como de alto riesgo crediticio y/o prácticamente cercano al default. Esta mejora en la calificación y las continuas compras de reservas van a ayudar a que el riesgo país comprima hacia niveles de países comparables.

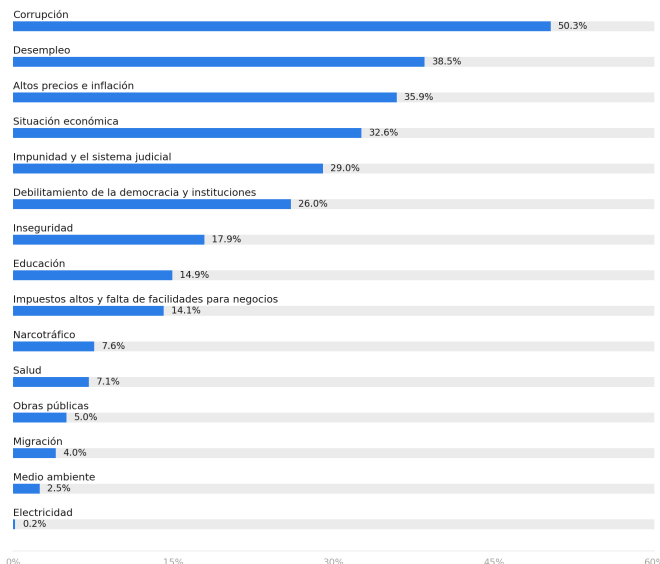
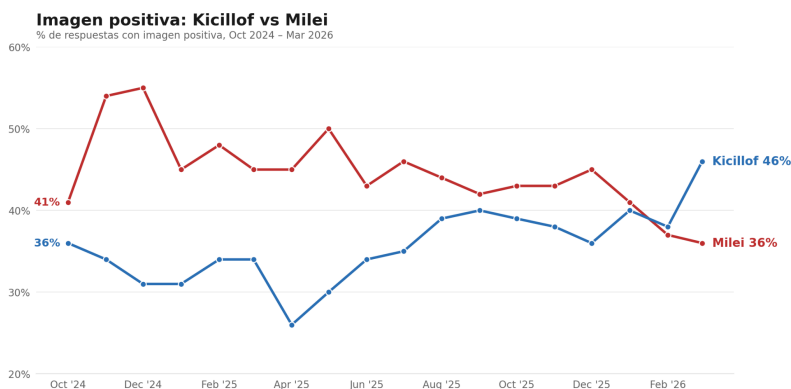
En el siguiente gráfico se puede observar que Ecuador, con una calificación igual a la de Argentina de “B-”, está operando en niveles de riesgo país de 400 puntos básicos. Mientras tanto, el promedio de países calificados “B” se encuentra en la zona de 329 puntos básicos. Esta famosa compresión del riesgo país es, básicamente, la suba en el precio de los bonos.



Source: JP Morgan EMBI Sovereign Spreads Indexes.

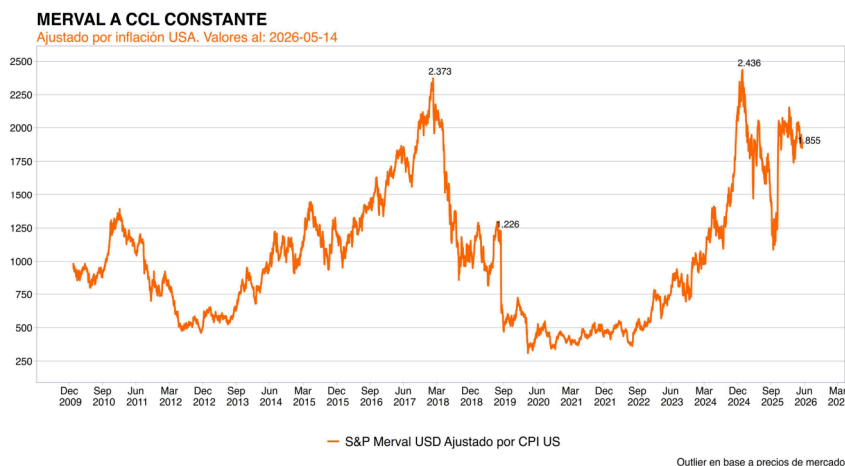
El mayor riesgo que observo de acá en adelante es el político. El indicador de confianza en el gobierno se derrumbó 12,1% en abril y marcó mínimos de la era Milei. Esto es consecuencia del enfriamiento de la economía y de la pérdida de salario real de la población, algo que admitió ayer Javier Milei en el programa Neura. Esta pérdida en el salario real se vio marcada por un aumento en la tasa de inflación, que desde el mínimo de mayo de 2025 mostró una tendencia alcista, sorprendiendo todos los meses con subas en la medición, salvo el buen dato reciente de abril.

Adicionalmente, según encuestas, la corrupción está empezando a ser un factor de preocupación para la gente, cuestión que no ocurría hace unos meses, donde pesaban más otros factores. Con los escándalos de corrupción en los que se vio envuelto el jefe de Gobierno, Manuel Adorni, comienza a aparecer un factor de pérdida de popularidad para el presidente Milei. Adicionalmente, la imagen positiva de Kicillof sigue al alza según el informe Latam Pulse de AtlasIntel.



Saltando a la renta variable, el índice Merval argentino viene lateralizando en la zona de USD 2000 desde hace algunos meses y mi mirada es cautelosa. Así como a principios de 2025 el mercado imaginaba una salida de los controles de capitales para soñar con una reclasificación a mercados emergentes, hoy lamentablemente una salida del cepo se ve lejana. De hecho, observando la estrategia del gobierno para renovar la deuda en dólares, la conclusión es que no está previsto para el corto o mediano plazo, ya que el cepo le conviene para las licitaciones de bonos en USD AO27/AO28.

Por lo tanto, la idea de una reclasificación a emergentes, lo cual sería un gran driver para una posible suba de las acciones argentinas, está descartada al menos por el momento. Recordemos que la libre movilidad de capitales es un requisito para ser clasificado como mercado emergente.



Adicionalmente, las valuaciones actuales de las empresas distan de ser ratios de gran oportunidad. El escenario actual está lejos de ser como el de 2021-2022, donde si bien había grandes riesgos inflacionarios o de default, también había ratios de empresas muy deprimidos que compensaban ese riesgo. Observemos el caso de los bancos argentinos comparándolos contra los de Brasil: muestran un retorno sobre patrimonio (ROE) considerablemente más bajo y una valuación, observando el valor libro, que no llama a un punto de entrada.

Ticker	ROE	P/B	P/E
Sector Bancario AR	4,5%	1,26	27,86
BBAR	7,9%	1,29	16,29
BMA	6,1%	1,30	21,41
GGAL	3,0%	1,24	40,66
SUPV	-6,6%	0,91	Negativo
Sector Bancario BR	16,1%	1,20	8,79
ITUB4	24,0%	2,12	9,69
BBDC4	15,8%	1,20	7,80
BBAS3	8,7%	0,68	9,75
SANB11	16,0%	0,81	7,91

Fuentes: AR – datos sector usuario; BR – Investidor10, iAções, XP, BTG (may-2026, LTM).

Si bien en un escenario positivo el crédito al sector privado financiado por los bancos argentinos podría más que duplicarse, dando impulso a las ganancias de las instituciones, ese escenario, en donde la mora de las familias está en máximos, aún está lejos de concretarse.

Con respecto al sector energético y de servicios públicos, es uno de mis favoritos dentro del Merval. Pero, como mencioné previamente, las valuaciones no son las de 2021-2022, donde había negocios de servicios públicos llegando a cotizar a 1x EBITDA. Hoy ese ratio se ubica en la zona de 4x EV/EBITDA. Empresas como Transportadora de Gas del Norte, Ecogas, CEPU, YPF y Pampa han presentado grandes balances, muchas de ellas con proyectos aplicados al RIGI que podrían cambiar el perfil del negocio. El problema nuevamente acá es la cuestión política que, como en todos los mercados emergentes, es la que termina marcando los ciclos.

Personalmente sigo muy optimista con Argentina en el largo plazo, pero observando los acontecimientos y la cercanía con las elecciones, recomiendo estar más “liviano” en exposición a activos de nuestro país. El año que viene habrá mucha volatilidad, los precios irán bailando al son de las encuestas y del clima en la calle. Y esa danza no es aconsejable para el inversor promedio.

Adicionalmente, hoy observo grandes oportunidades en empresas como Mercado Libre, Nubank, Microsoft y META. Con lo cual, desde mi punto de vista, el costo de oportunidad de no estar invertido en Argentina no es alto.

Con cariño, Juan Pablo Petre