



RECAP 2025 ¿QUÉ NOS LLEVAMOS Y HACIA DÓNDE VAMOS?

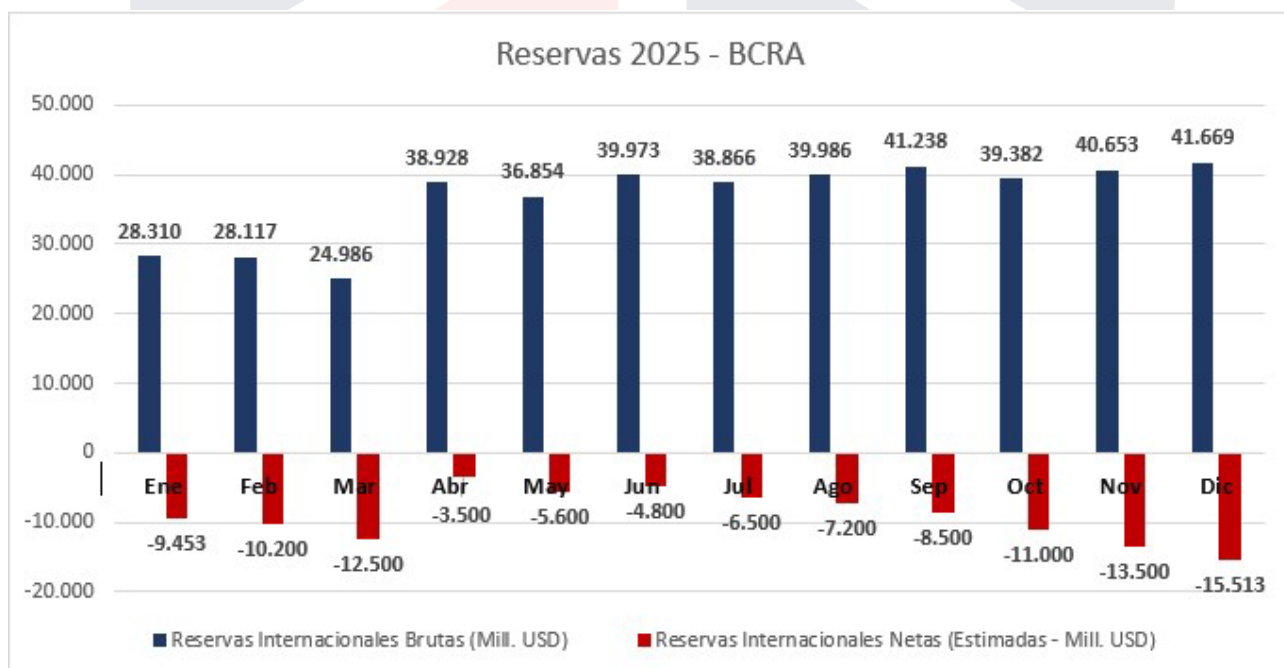
Breve repaso macroeconómico

Durante el año 2025, dentro de los mercados financieros y la situación macroeconómica estuvo fuertemente influenciada por el riesgo político, dos elecciones en los meses de septiembre y octubre donde el oficialismo no pudo triunfar en la provincia más determinante a nivel país, pero a través de ese evento se reformuló su estrategia de modo tal que en octubre alcanzaron la minoría dentro del congreso.

La situación macroeconómica por otro lado, tuvo vaivenes a la par de los mercados. Las cuentas financieras fueron las destacadas, principalmente el superávit financiero permanente que tuvo el gobierno de turno. Los índices de actividad económica por otro lado, mostraron crecimiento en la tendencia-ciclo, pero influenciado en gran medida por la intermediación financiera mas no la actividad real de las industrias, insistimos durante todo el año que este es un desafío por resolver y probablemente las reformas que está enviando el Poder Ejecutivo al Congreso de la Nación sean un punto de inflexión.

Reservas... ¿De nuevo lo mismo?

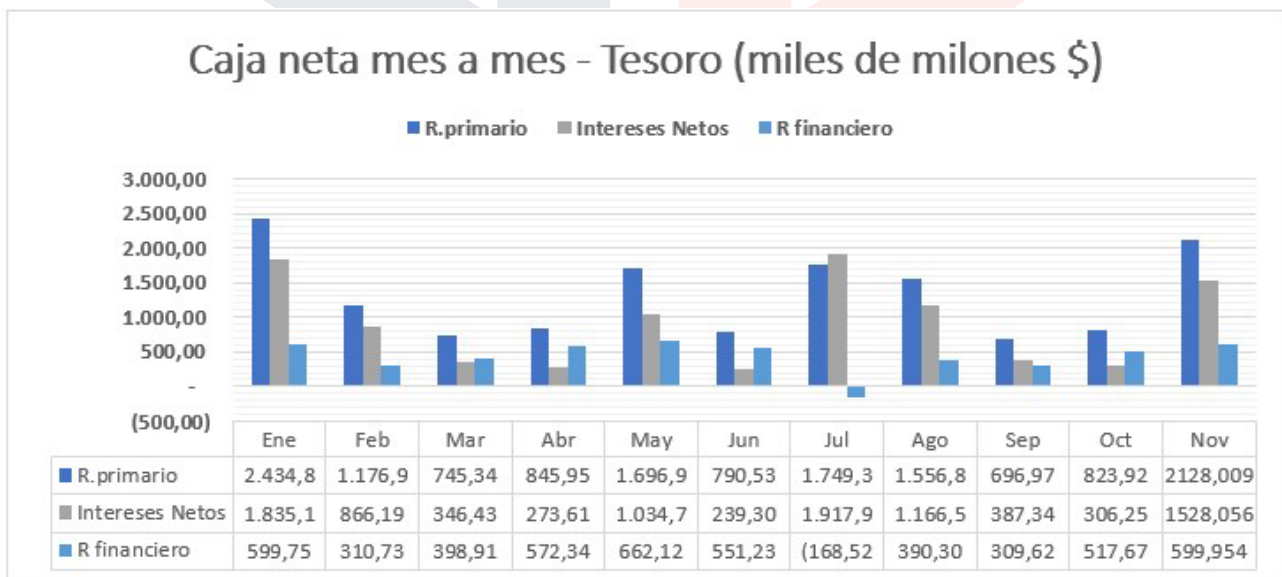
Durante el año 2025, el gobierno no ha logrado aumentar las reservas netas (aún negativas) debido a los numerosos pagos que ha hecho el tesoro a distintas entidades. Por un lado, pagos organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), pago de Bonares y Globales que fueron en torno a los 8000 millones de dólares durante 2025, la liquidación del agro fue baja y los depósitos bajaron previo a las elecciones bonaerenses.



Tal como se observa en el gráfico las reservas brutas aumentaron pero las netas aún están en terreno negativo y es el dato que preocupa. El objetivo de acumulación de reservas provisto por el fondo pareciera que no se va a cumplir y todo indica que el gobierno solicitará un waiver para cumplir con los deberes. Para los más inexpertos un waiver es un salvavidas que otorga el FMI en este caso por no haber cumplido con las metas “no importa que no hayas cumplido la meta, vamos a desembolsar igualmente el dinero.”.

Recordemos que a mediados del 2025 el FMI ya hizo una exención por el mismo problema, evidentemente no es una prioridad ajustar la macroeconomía al programa del Fondo siendo que éstos solicitan una política de acumulación de reservas más exigente para 2026. El desembolso rondaría los USD 1050 millones.

Por otro lado, sin lugar a dudas que el equilibrio fiscal lo están cumpliendo a rajatabla siendo una de las anclas del gobierno. Durante todo el 2025 solo el mes Julio (sin contar resultados de diciembre que al momento del análisis no figura el dato) el tesoro tuvo déficit financiero. Como recordatorio, el superávit fiscal es la diferencia entre Ingreso y Gastos “corrientes” del tesoro, mientras que el superávit financiero es la diferencia entre el superávit fiscal y los intereses de los títulos de deuda.

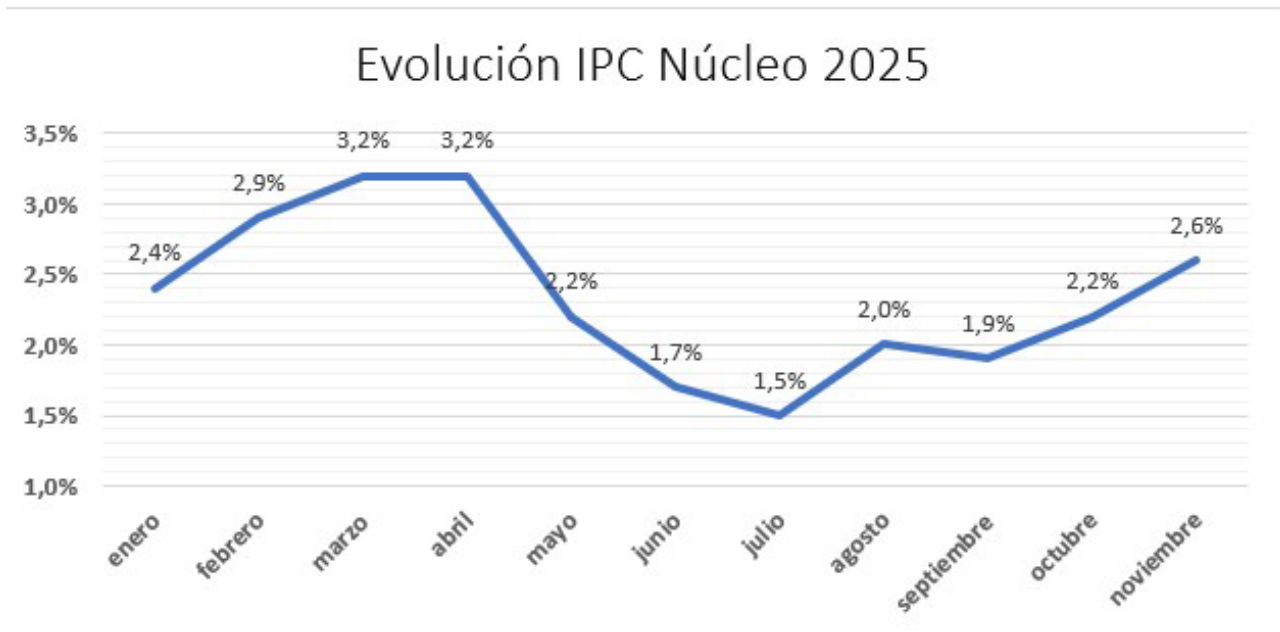


El dato interesante de este análisis, es que en estos 11 meses del 2025 la acumulación del resultado primario y financiero fueron del 1.7% y 0.6% del PBI respectivamente.

¿Convergerá la inflación a 1 dígito?

La promesa del oficialismo fue controlar la inflación, sin lugar a dudas el 2025 (si bien aún no termina) no se caracterizó por ser inflacionario a pesar de toda la volatilidad política/electoral. Hemos visto sobre fines de septiembre y octubre cuando el dólar se disparó más de 15% esto no fue a precios (efecto passthrough) la no presencia de este efecto precede de un buen control sobre la base y oferta monetaria.

Se aprecia en el gráfico a continuación la evolución del Índice de Precios al Consumidor Núcleo (IPC Núcleo), se toma este ya que refleja de una manera mas “genuina” la inflación real puesto que excluye precios estacionales y regulados.



Se prevé que la inflación acumulada anual estará en torno al 30%. ¿Pero qué números manejan desde el gobierno para los próximos años?

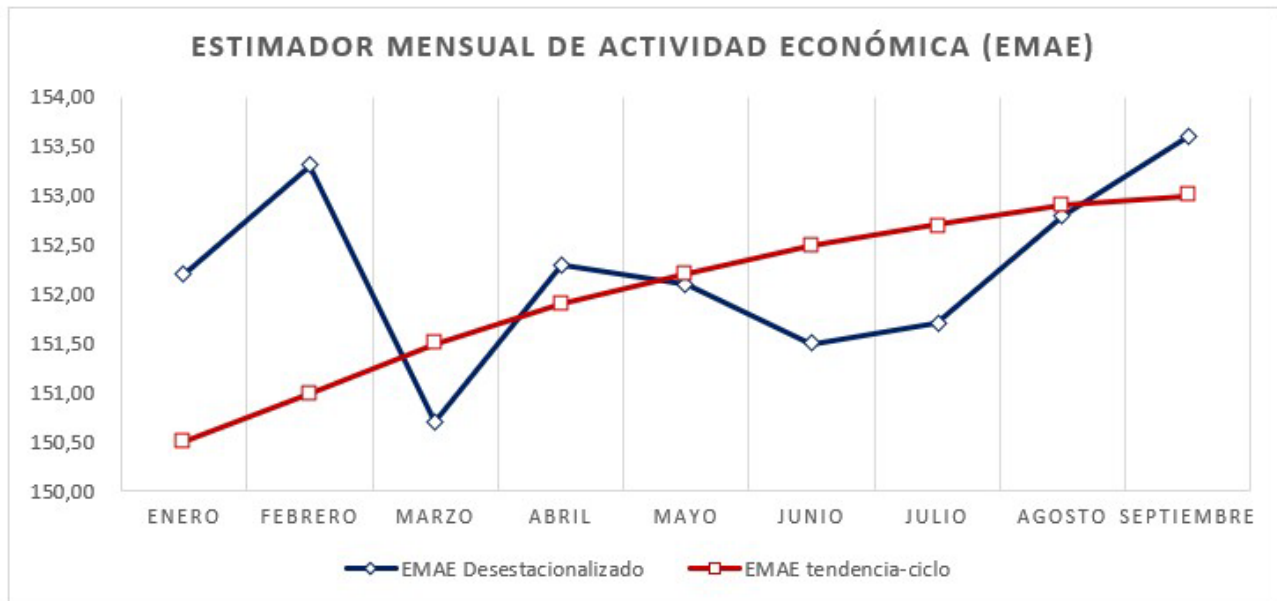
Dentro del presupuesto 2026 que envió el presidente al Congreso para su discusión, la inflación proyectada para 2026, 2027 es de 10.1% y 5.9% respectivamente. En contracara, el relevamiento de expectativas de mercado (REM), según el informe publicado en diciembre proyecta 19.6% y 11.5% para los años 2026 y 2027 respectivamente. Esto implica en promedio una inflación mensual en torno al 0.80% para el año 2026.

Actividad económica y tasa de empleo

Luego de la famosa “recuperación en V” que se observó sobre el 2024, en el 2025 la actividad económica termina con un sabor extraño dependiendo el criterio de análisis. El crecimiento del PBI durante el 2025 se ubica en torno al 4% aún faltando un trimestre, según el presupuesto se espera terminar en 5.4% de crecimiento lo cual luce muy interesante siendo que son tasas de crecimiento observadas en países emergentes.

Por el otro lado si recuerdan, hacia fines de 2024 se hablaba sobre el año del financiamiento y el crecimiento de la actividad y esto no fue tan así. Para los empresarios PyME que estén leyendo este informe recordarán que todo parecía

encaminarse bien a principios de 2025, tasas atractivas para capital de trabajo, miles de líneas aprobadas, etc. Pero de pronto subieron abruptamente las tasas, la morosidad se situó en niveles máximos de los últimos años y el crédito se terminó, acompañado también de un escenario con dólar inestable producto de la fuerte demanda coberturista pre-elecciones.



En esta imagen por un lado se observa el EMAE desestacionalizado (línea azul) y el EMAE tendencia-ciclo (línea roja). El primero, quita el efecto de la estacionalidad en actividad económica, pensemos por ejemplo en una empresa que se dedica a elaborar juguetes y su mayor actividad está en el mes de noviembre ya que necesita los productos listos hacia navidad, bueno el EMAE desestacionalizado justamente “quita” o suaviza ese efecto estacional para que los datos sean más explicativos de la realidad económica.

Por otro lado (y más importante) el EMAE tendencia-ciclo es un pasito más que el desestacionalizado, me indica la tendencia de la actividad económica la cual es “predictora” del PBI. Si bien técnica, es fundamental esta diferencia, puesto que el análisis de estos indicadores puede llevar a error en las interpretaciones, todo indicaría que si sigue todo tal cual venimos viendo entonces el próximo año será productivo para la economía argentina, y esperemos también influenciado por créditos atractivos para empresas.

Finalmente, y quizás un punto preocupante es la **tasa neta de empleo** la cual manifiesta la destrucción de empleo formal que hubo durante este año al menos hasta octubre.

Este índice, representa la diferencia entre la tasa de entrada (nuevos empleos) y tasa de salida de empleados. ¿Es un indicador genuino de la actividad laboral? La realidad es que no tanto, puesto que este indicador tiene un filtro bastante concreto, considera la tasa de empleo de:

- Empresas del sector privado → excluye sector público.
- Empleo registrado → excluye informalidad laboral.
- Empresas medianas y grandes → se considera para empresas mayores a 10 empleados.

Este indicador no considera empleo público, microempresas, informalidad, entre otros. Sin embargo en tan solo en 2 de 10 meses bajo análisis se perdieron puestos de trabajo.

Mercados locales

Luego de dos años muy alcistas como fueron 2023 y 2024, adicionado al ruido político e incertidumbre por posibles cambios de rumbos económicos, las acciones argentinas (MERVAL) tuvieron extremada volatilidad durante este año. Desde que comenzó el año a la fecha, el índice retrocedió 14.7% en USD habiendo cotizado en el rango de USD 2400 y USD 1050. A principio de año el índice llegó a cotizar en máximos, mientras que el viernes 19 de septiembre tocó su mínimo, donde desde entonces, su movimiento fue al alza acompañado del apoyo de Bessent y la victoria en las elecciones de octubre.

Desde entonces, el mercado local empezó a premiar empresas con fundamentos sólidos. En términos generales el mercado premió a empresas del sector energético, principalmente reguladas y oil&gas. Entre ellas se encuentran:

- VISTA ENERGY (\$VIST)
- TRANSPORTADORA DE GAS DEL SUR (\$TGUSU2)
- ECOGAS (\$ECOG)
- PAMPA ENERGIA (\$PAMP)
- TRANSENER (\$TRAN)

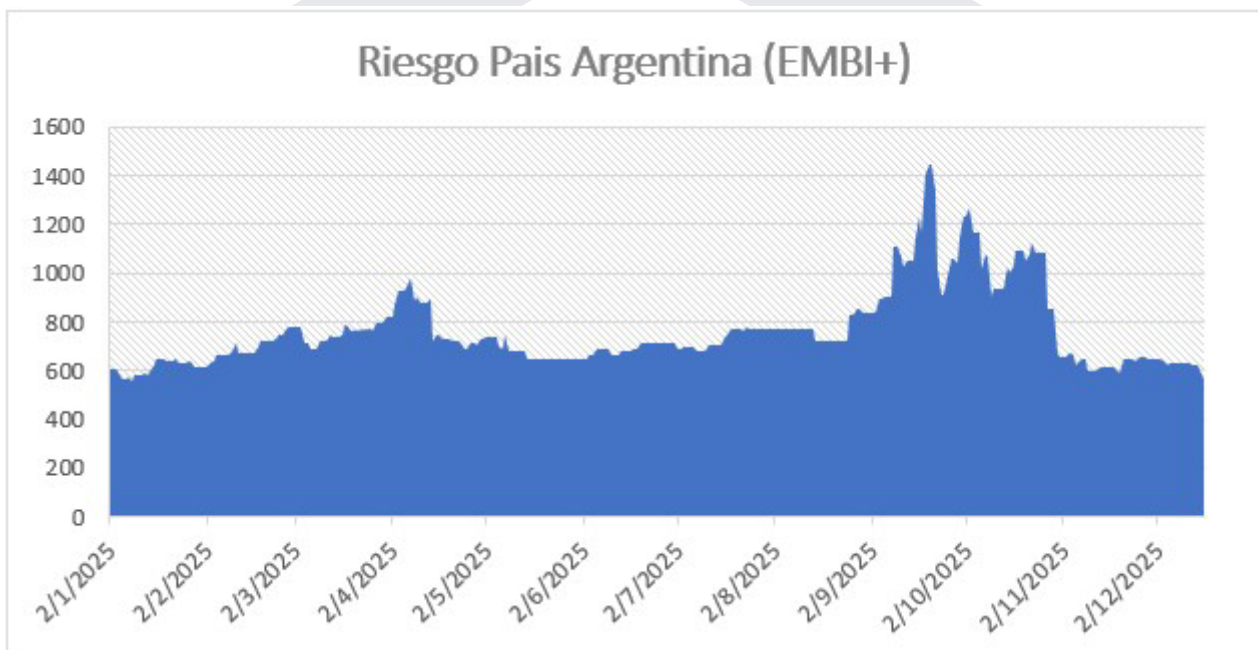
En pos de buscar la diversificación, hubo flujo en empresas como Inversiones y Representaciones (\$IRSA), Cresud (\$CRESY) por su exposición al sector agro y real estate, Mercado de Valores de Buenos Aires (\$VALO) y Bolsas y Mercados Argentinos (\$BYMA) dada la exposición directa al crecimiento del Mercado de Capitales Argentino, el cual tiene mucho potencial.

Dentro de los más rezagados se encuentran los bancos, principalmente Supervielle, Macro y Galicia. Si hacemos doble click sobre este tipo de empresas podemos encontrarnos dos explicaciones de la mala performance en el 2025.

Por un lado, la explicación estadística es que las empresas del sector bancario son más sensibles al movimiento del mercado (tanto al alza como a la baja), por ende, cuando el Merval sube los bancos suben más y viceversa. Pero desde lo fundamental, el desarme de Letras Financieras (LEFI) en julio de este año provocó que finalmente “los bancos trabajen de bancos”. Esto generó un desafío para el sector, adicionado a la suba de morosidad que redujo fuertemente los márgenes y rendimiento del sector.

De cara al 2026, considero que la entrada de flujos externos ante un escenario donde el MSCI ponga en revisión a Argentina como país Emergente (cosa que no sucedió en el presente año), un reacomodamiento de tasas y morosidad, en conjunto con repunte de actividad económica, y adicionado a la falta de riesgo político al no tener eventos binarios como elecciones... entonces los bancos deberían ser un activo a considerar en las carteras de inversión.

Mirando el lado de la renta fija, esta volatilidad no quedó exenta a pesar de ser instrumentos más estables. Pasando de tener tasas en pesos en torno al 70%, bonos ajustados por CER rindiendo 30% en términos reales, incluso cauciones tocando el 120% de TNA a un día, a un escenario con tasas por debajo del 30%, bonos ajustados por inflación rindiendo no más del 8% en mediano plazo, incluso riesgo país perforando los 600bps.



Los bonos soberanos medidos en USD (tanto globales como Bonares) rindieron en promedio 13% anual en USD durante el 2025 a pesar de las fluctuaciones. Uno de los “logros” del Tesoro este año fue volver a los mercados de deuda en USD a través de la emisión realizada sobre fines de 2025 del BONAR AN29, a pesar del riesgo país elevado el Tesoro recibió USD 910 millones aproximadamente a una tasa del 9.26%. El principal desafío de cara a 2026 es reducir el riesgo país a valores de 350-400 puntos básicos, de modo tal que puedan refinanciar sus pasivos en USD con tasas sostenibles.

Mercados Internacionales

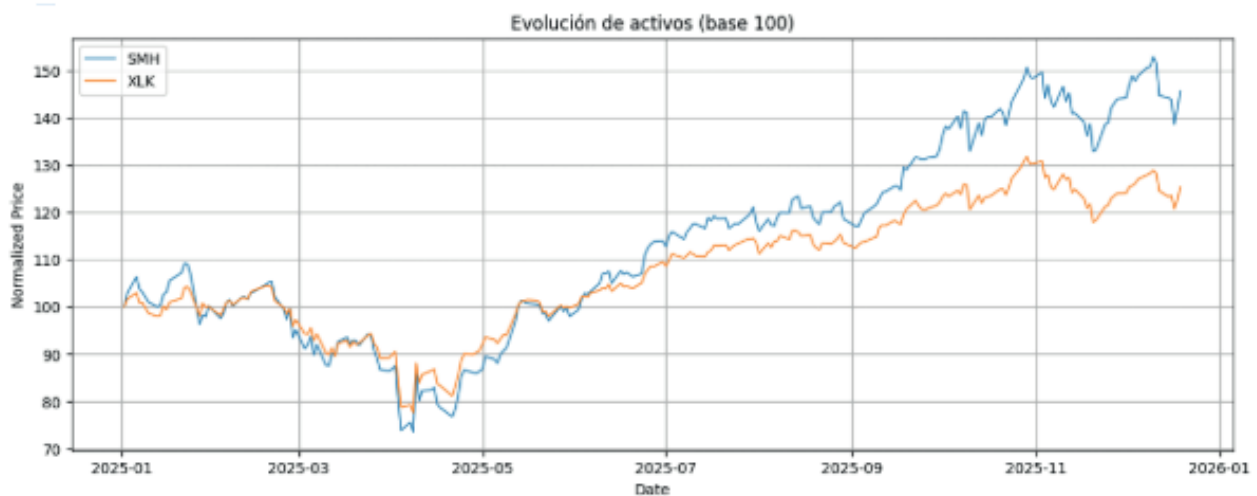
En el plano internacional tuvimos un contexto bastante volátil también, aranceles en el primer cuatrimestre, guerras en medio oriente, temores por recesión en Estados Unidos... Este año predominaron los flujos hacia mercados emergentes (Japón, Brasil, China, India) donde desde PIN Capital tuvimos una postura fuerte principalmente en Brasil con excelentes rendimientos en activos como PAGS, PBR, VALE y NU.

Los rendimientos desde que comenzaron el año hacia fines del 2025 fueron (medidos en USD):

- EWZ (Brasil) +37%
- EUR (Europa) +30.72%
- EEM (Emergentes) +28.64%
- SPY (S&P 500) +15.47%

El mercado de tecnológicas tuvo un fuerte sell-off sobre fines de noviembre debido al temor sobre una burbuja IA. Este sustento carece de lógica en principio, ya que se lo asimila con la burbuja de las puntocom sobre principios del año 2000, cuando empresas relacionadas a internet estaban con crecimientos exponenciales en el precio de sus acciones (no respaldado) por crecimientos en ingresos y márgenes. Este último punto es crucial ya que no se está dando en el sector de IA, al contrario, la demanda y crecimiento de la inteligencia artificial está creciendo mes a mes.

Sin embargo, el rendimiento del sector tecnológico no deja de sorprender. El retorno que tuvieron los ETF SMH (semiconductores) y XLK (tecnología) fue de 47% y 25% respectivamente, lo cual significa que siguen teniendo performance positiva a pesar de los vaivenes vividos este año.



Por otro lado, la predominancia en rendimientos fue dada por commodities tanto en Oro, Plata y Uranio. Los rendimientos en este caso fueron del 63% para Oro y Uranio mientras que la plata subió 125% en el 2025. El sustento de este crecimiento estuvo dado por las tensiones arancelarias, la guerra y el miedo a la recesión en Estados Unidos. Los factores mencionados anteriormente son catalizadores de inversores en búsqueda de cobertura y protección de sus ahorros a través de metales preciosos y recursos naturales.

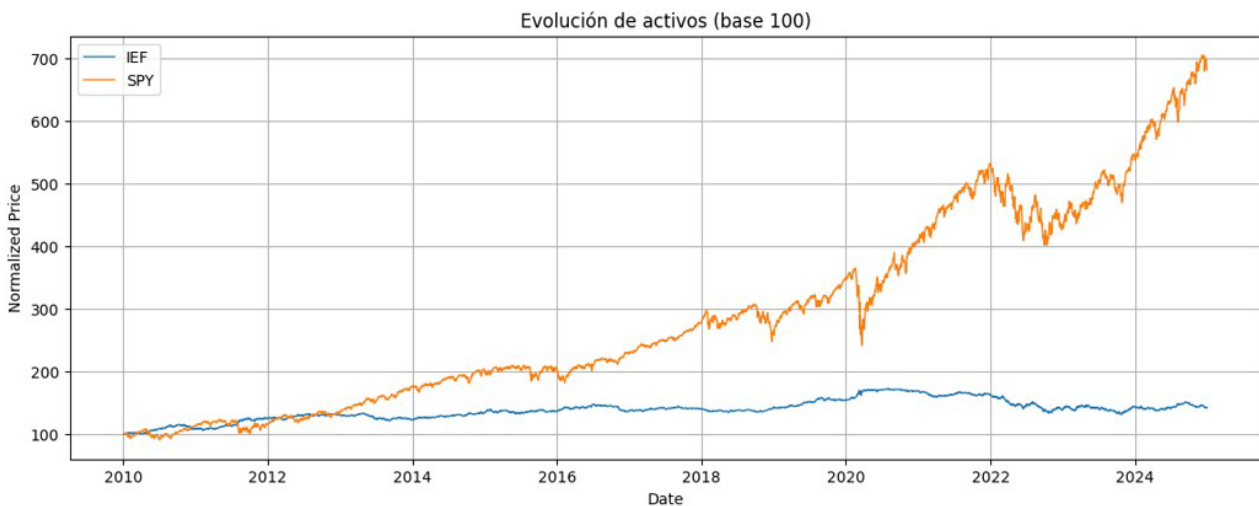
¿Cómo pensar las carteras de cara al 2026?

Ya vimos un muy breve resumen de algunos highlights del 2025, sin embargo tenemos que posicionarnos (o al menos saber cosas a tener en cuenta) de cara al 2026 que tiene ciertas particularidades en el plano local.

Lo primero a considerar siempre es el tiempo que estaré dispuesto a mantener mis posiciones al momento de armar la cartera... ¿Voy a dejarlo 1 año?, ¿2 años? Por otro lado determinar que riesgo quiero asumir, si soy más o menos optimista con Argentina por ejemplo, con el desarrollo de diversos sectores productivos (vaca muerta, real estate, sector agro), y finalmente que nivel de riesgo voy a asumir.

A priori, nivel de riesgo suena un tanto ambiguo o absurdo porque cada uno de los inversores va a desear ganar lo máximo posible arriesgando lo menos posible, y ahí está el key de la cuestión. Si un inversor prefiere no arriesgar su capital, a costa de rendimientos relativamente constantes entonces las mejores alternativas siempre estarán del lado de la Renta Fija (Obligaciones Negociables de alta calidad crediticia, Bonos de Estados Unidos, etc), mientras que, si el inversor está dispuesto a asumir volatilidad, que en principio esa volatilidad será compensada con el correr del tiempo... Entonces podemos optar por renta variable, ahora bien ¿qué tipo de renta variable?

Antes de continuar con los tipos de activos de renta variable a considerar, es importante hacer la aclaración de la volatilidad en esta clase de activos. Históricamente ha predominado el rendimiento de las acciones respecto de la renta fija (ver imagen adjunta).



Este gráfico representa el rendimiento del S&P500 y el ETF "IEF" compuesto por bonos del tesoro de Estados Unidos entre 7-10 años. El rendimiento de los últimos 10 años para estos activos fue de 581% y 42.78% respectivamente, la respuesta parece obvia pero el tiempo es la clave ya que en periodos donde hay incertidumbre respecto a la economía tales como temor a la recesión, inflación, desempleo, entre otras variables la renta variable tiende a tener rendimientos negativos mientras que los bonos del tesoro son refugio de valor.

Para citar un caso, el S&P500 durante el inicio de pandemia ha llegado a caer 32% medido en dólares y en la crisis del 2008 hasta 50%. Esto en resumidas cuentas quiere decir que la renta variable necesita un periodo de madurez el cual no lleva tan solo 6 meses, son periodos mayores a 1 año.

Activos a considerar 2026

Dentro de este universo, podemos encontrar alternativas tanto en el mercado local como internacional. Comenzando por el plano local, creo que continuará este proceso de búsqueda de activos generadores de valor genuino. Para quienes vienen desde 2023, sabrán que todo el año 2024 fue extraordinario, puesto que todos los activos subían por la euforia de aquel entonces. Luego 2025 tuvo una corrección impresionante acompañado de un débil contexto internacional en el primer semestre, que luego para el segundo empezó a tomar color nuevamente.

El 2026, a pesar de no tener riesgo político por elecciones, no estamos exentos de algún descalabro a nivel mundial, por lo cual es un factor también a considerar en carteras. Pensando en aquellas empresas que más valor están generando en la economía tenemos el sector de Vaca Muerta, con presencia de empresas como YPF, Vista Energy, Pampa Energía, Transportadora de Gas del Sur.

Sus valuaciones no son tan atractivas como hace unos meses, pero asumiendo que el barril de petróleo está en mínimos de este año, que las empresas proyectan batir récords de producción, y hay fuerte inversión en capital, sin lugar a dudas tenemos que considerar estos activos en cartera.

De más está decir que no tenemos que dejar los huevos en la misma canasta, por lo cual el sector energético no tiene que ser nuestra única fuente de riesgo. Empresas como Cresud, IRSA, Loma Negra son activos que también pueden estar en nuestra cartera dado el sector de la economía real que abarcan. Por un lado, Cresud e IRSA del sector agropecuario y real estate, mientras que Loma Negra abarca plenamente el sector de construcción a través de la producción de cemento.

Finalizando con el plano local, tenemos la renta fija y aquí un extenso universo de instrumentos. Partiendo de Obligaciones Negociables de empresas de alta calidad crediticia (AAA) como el caso de YPF, Pluspetrol, Oldeval, IRSA, etc. Con TIR en torno al 7 y 7.5% anual en USD dependiendo del plazo al vencimiento. Por otro lado, también existen alternativas provinciales como subsoberanos de Neuquén, Mendoza y Córdoba. Sin embargo, dada la compresión de tasas estos últimos no son tan atractivos al momento de escribir este informe

En contracara, y para perfiles menos adversos al riesgo, podemos encontrar bonos del Tesoro (Bonares y Globales) y también bonos del Banco Central de la República Argentina (Bopreales).

El atractivo probablemente pase por estos instrumentos, ya que hoy el mercado tiene ojos en riesgo país sobre los 400 puntos básicos antes que una suba del indicador. En este contexto estaríamos hablando de tasas de rendimiento para bonos soberanos del 7% anual (actualmente en 9-10% dependiendo la legislación) dando lugar a subas de precio de los bonos en torno al 10-15% medido en dólares.

Como comentario de cierre, considero que el mercado está premiando en exceso la legislación de los bonos soberanos. Al cierre del 23/12 el AL30D cotizaba a 9.5% de TIR mientras que el GD30D 7.5% de TIR, 2% de spread en la tasa por tener resguardo jurídico. Por lo cual, para perfiles más agresivos la postura debería considerarse en principio para bonos con ley local.

Pasando al plano internacional por un lado, estamos observando entradas de flujos a Brasil dentro de los países emergentes potencialmente con inversores apostando a un

Trade Electoral, sumado a excelentes valuaciones de las empresas. Las que más se verán afectadas ante un posible cambio de rumbo político-económico serán las financieras, acompañadas de bajas de tasas de interés y valuaciones atractivas.

El índice EWZ que contempla empresas de Brasil de diversos sectores, cotiza a 9 veces sus ganancias (PER 9x) y un precio valor libros de 1.5 (P/BV 1.5x). Mientras que los mismos indicadores para el S&P500 (SPY) ascienden a 25x y 5.2x respectivamente. Evidentemente el riesgo es más alto en este sector, puesto que variables externas afectan con más fuerza a los países emergentes, pero sin lugar a dudas Brasil sigue dentro de las posturas atractivas dentro de emergentes.

Por otro lado el Gobierno de Donald Trump está deseando que continúe la baja de tasas de interés, tema que generó conflicto entre la FED y el Gobierno el cuál derivo en una sustitución de Jerome Powell, actual presidente de la FED hasta mayo del 2026. En tal caso, si las tasas continúan bajando las empresas con mayor rédito serán las de baja capitalización de Estados Unidos, el fundamento se da en menores costos financieros por endeudarse y por ende mayor rentabilidad potencial.

Sin embargo hay que hacer un gran paréntesis en el punto mencionado anteriormente, la reacción del índice IWM (empresas de baja capitalización) es más volátil que otros índices como el SPY/QQQ/DIA. Por lo cual es importante ser prudente con la ponderación de este tipo de activos en cartera.

La elección final de qué tipo de activos del mercado internacional estarán en cartera, dependerá de la dinámica que observemos en los mercados con el correr de los meses. Todo indica que continuaríamos con sobreponderación en activos del sector tecnológico por su crecimiento y valuaciones –en algunos casos- interesantes.

Uranio - ¿Activo con potencial?

Finalizando con este informe, quiero hacer mención especial sobre un activo que puede tener mucho potencial en los próximos años, y se trata del Uranio.

En el mercado local lamentablemente no podemos tener acceso a un cedear de Uranio como es el GLD o SLV para oro y plata respectivamente, pero a través de URA podemos tener acceso a empresas que se dediquen a la explotación de este commodity.

Hoy el Uranio está atravesando un cuello de botella entre la oferta y la demanda del mismo. Según la Asociación Nuclear Mundial (WNA) y otros analistas se estima que la producción actual de Uranio está en torno a las 130-140 millones de libras mientras que la demanda sobre los 180-190 millones. Este gap de 40-50 millones es un déficit existente entre la oferta y la demanda que es interesante para aprovechar.

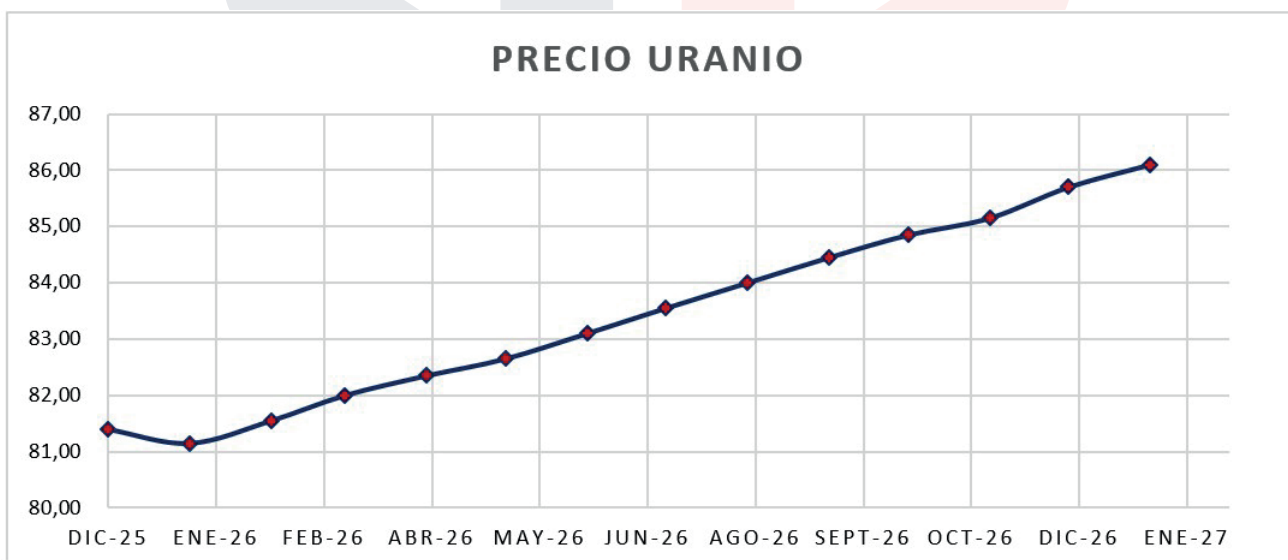
El principal uso de este recurso está en:

- **Generación de electricidad:** El Uranio es un combustible utilizado para producir calor y generar electricidad evitando emisiones de carbono. Incluso los centros de datos de empresas como Microsoft y Amazon requieren de esta energía puesto que es más fiable que la eólica y solar.

- **Propulsión Naval**

- **Medicina Nuclear**

¿Por qué nos interesa esto? Como cualquier activo en la economía real, su precio está dado por oferta y demanda, la escasez que hay actualmente genera que el recurso valga más, por ende empresas ligadas a la extracción de Uranio tendrán ingresos más altos (asumiendo mismos costos por extracción). A fines de 2025, los precios de los contratos de futuro sobre este commodity son los siguientes:



Se observa lo que técnicamente se conoce como “Contango” es decir, un escenario donde el precio del commodity hoy (en el mercado spot-contado) vale menos que en el futuro. Es el escenario normal, pero podemos apreciar el aumento de valor que tendría el recurso en los próximos meses.

En este escenario, el precio del uranio por libra alcanzaría los USD 86.7 hacia fines de 2026. Sin embargo fuentes secundarias como analistas de bancos internacionales afirman que el valor del Uranio podría negociarse en torno a USD 100 y USD 125 por libra, es decir entre un 23% y 47% de diferencia respecto al precio actual.

Como conclusión de la tesis de inversión, la ponderación de estos instrumentos en cartera debe ser baja puesto que el riesgo estructural es alto.