

# Argentina en 2025: Consolidación del cambio de 180 grados

## Invertir en mercados emergentes

Autores: Pedro Quintanilla-Dieck, CFA, Senior Emerging Markets Strategist, CIO Americas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS); Alejo Czerwonko, Chief Investment Officer Emerging Markets Americas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS)

- Argentina atraviesa una etapa de transformación económica marcada por las reformas estructurales y fiscales implementadas bajo la presidencia de Javier Milei. Parece que el próximo año se mantendrán la mejora de la inflación y el crecimiento.
- Se prevé una recuperación de las reservas netas de divisas en 2025, respaldada por una cosecha de invierno favorable, un incremento en los depósitos en USD y el alza de los precios de exportación, a pesar del reto de una tasa de cambio real alto. Recuperar el acceso a los mercados internacionales también podría contribuir a la acumulación de reservas.
- Esperamos que Argentina cumpla los pagos de la deuda externa en 2025, con margen para nuevas subidas de precios. No obstante, persisten riesgos significativos, como una posible caída en la popularidad de Milei antes de las elecciones de mitad de mandato, una recuperación insuficiente de las reservas de divisas y un posible aumento de las tasas de interés en EE.UU., entre otros.



El año 2024 marcó un punto de inflexión en la historia económica de Argentina. La inesperada victoria electoral de Javier Milei, hace casi un año, dio lugar a un audaz ajuste fiscal y a reformas estructurales destinadas a mejorar la productividad, en marcado contraste con la política económica que el país había adoptado no años, sino décadas antes. Como resultado, el país ya muestra señales alentadoras: una inflación en desaceleración, superávits fiscales y una incipiente recuperación económica. Aunque persisten los retos, la política de Milei será una piedra angular del nuevo marco económico de Argentina en 2025 y los desequilibrios económicos crónicos del país seguirán disipándose.

### Una pesada ancla fiscal

La responsabilidad fiscal inquebrantable ha sido el eje central del programa de estabilización de Milei. En 2024, el gobierno va camino de lograr superávit tanto primario como general. Hasta octubre, Argentina alcanzó un

superávit primario acumulado del 1,8% del PIB y un saldo fiscal global (excluyendo pagos de intereses) del 0,5% del PIB. Este ajuste se ha visto impulsado en gran medida por importantes recortes del gasto en obras públicas, transferencias a las provincias y subvenciones (Fig. 1).

Para 2025 se espera que esta disciplina fiscal se consolide, con un objetivo de superávit primario del 1,3% del PIB y un equilibrio fiscal global. El presupuesto de 2025 obliga, por ejemplo, a destinar cualquier superávit de ingresos a amortizar deuda, reducir impuestos (si el superávit es permanente) o ahorrar. También se espera que la recuperación económica en curso y las disposiciones de la ley fiscal aprobada a principios de este año impulse los ingresos fiscales, mitigando la necesidad de nuevos recortes drásticos en el gasto público, que ya han alcanzado sus límites.

Estos ingresos adicionales serán cruciales para compensar la eliminación del impuesto «PAIS» prevista para finales de

diciembre y la decisión de no incrementar el impuesto a las ganancias personales en 2025.

Figura 1: Descomposición del esfuerzo fiscal de Argentina

Ingresos y gastos ajustados a la inflación, % de variación interanual

Total Revenue		-7%
<b>Tax Revenue</b>		<b>-5%</b>
Export taxes		30%
Other taxes		20%
Debit tax		-8%
Income tax		-12%
VAT		-10%
Social Security Contributions		-10%
Import taxes		-16%
<b>Primary spending</b>		<b>-28%</b>
Social benefits ex pensions		-17%
Pensions		-19%
Operating expenses		-22%
Economic subsidies		-30%
Transfers to universities & other		-35%
Transfers to provinces		-68%
Public works		-71%

Fuente: Haver, UBS, diciembre de 2024

Además, sostenibilidad de la política económica actual se ve respaldada por la sólida popularidad del Gobierno, impulsada por la desinflación y una recuperación económica cada vez más amplia. Después de un descenso en septiembre, el índice de confianza en la Administración mostró un repunte en octubre y noviembre, alcanzando máximos interanuales. Es destacable que las protestas contra los recortes de gasto implementados por Milei han sido notablemente débiles, reflejando una percepción generalizada de que, aunque dolorosas, sus reformas son necesarias.

Es importante señalar que, si el apoyo del Gobierno sigue alto, la coalición política de Milei podría lograr una representación significativa en el Congreso tras las elecciones de mitad de mandato en octubre de 2025, lo que consolidaría el apoyo a su política macroeconómica.

**El crecimiento y la inflación seguirán mejorando**

La recesión argentina parece haber acabado, sentando las bases para una recuperación sostenida en 2025. La actividad económica repuntó en el tercer trimestre, tras un marcado descenso a principios de año, mientras indicadores como la confianza de los consumidores y la producción industrial de noviembre reflejan un impulso positivo. Esto está impulsado por una menor inflación, una creciente inversión y un mayor acceso al crédito bancario, factores que se espera continúen impulsando el crecimiento.

También se espera que las reformas estructurales emprendidas por Milei este año, sobre todo en materia de desregulación, apoyen la actividad económica.

Además, en un discurso reciente con motivo de su primer aniversario como presidente, Milei reafirmó su compromiso de avanzar con nuevas reformas en el Congreso, enfocadas

en el sistema fiscal, el mercado laboral, la seguridad pública y los sistemas de pensiones y político. También prometió promover la competencia entre divisas y relajar aún más los controles de capital. La proyección del Gobierno de un crecimiento interanual del 5% para 2025, aunque algo ambiciosa, parece alcanzable.

Por otro lado, las tendencias inflacionarias también son alentadoras. En noviembre, la inflación general ascendió a un 2,4% intermensual, el nivel más bajo en tres años. Este proceso de desinflación ha sido posible gracias a los ajustes fiscales, la contención de la emisión monetaria, una tasa de cambio estable y la reducción de aranceles de importación. El Gobierno se ha propuesto lograr una inflación mensual del 2%, en línea con la tasa mensual de devaluación del peso. Pero, aunque la inflación siga bajando, es posible que se estabilice ligeramente por encima de este objetivo a medida que se recuperen la actividad económica y los salarios.

**Las reservas internacionales se recuperan, aunque la política cambiaria sigue siendo un lastre**

En 2024, el Banco Central de Argentina enfrentó serias dificultades para acumular reservas de divisas y cerró noviembre con un saldo negativo de 6.000 millones de USD en reservas netas. Esto resultó de una combinación de factores: la apreciación de la moneda, la caída en los precios de exportación de productos clave, como el trigo, la soja y el maíz, las ventas de dólares por parte del banco central y la relajación de los controles a las importaciones.

Esperamos que las reservas se recuperen en 2025, apoyadas por una buena cosecha de invierno, un incremento en los depósitos en USD y un repunte de los precios de exportación. Algunos de estos factores ya han comenzado a materializarse en las últimas semanas (Fig. 2).

Figura 2: La acumulación de reservas se estancó en verano, pero recientemente ha dado señales de mejora



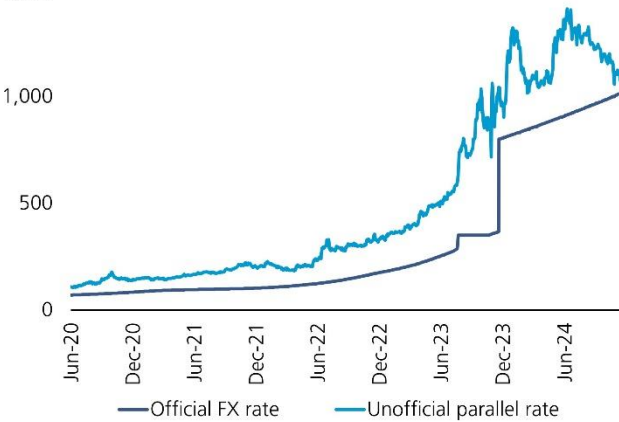
Fuente: Banco Central de Argentina, UBS, diciembre de 2024

Desde agosto, la implementación de la ley de amnistía fiscal ha impulsado significativamente los depósitos en USD, que los bancos han usado en parte para otorgar préstamos en divisas al sector comercial. A cambio, los ingresos generados por el sector comercial deben venderse al banco central, lo que contribuye a aumentar las reservas netas. Este crecimiento en los depósitos en USD también ha

ayudado a aliviar las presiones sobre la tasa de cambio no oficial (Fig. 3). Además, Argentina podría recuperar pronto el acceso a los mercados de capitales internacionales, dada la creciente confianza de los inversionistas mundiales en la trayectoria macroeconómica del país.

**Figura 3: Las presiones sobre las tasas de cambio han disminuido**

Tasa de cambio peso argentino vs USD, pesos por USD



Fuente: Bloomberg, UBS, diciembre de 2024

Además, es probable que el FMI acuerde un nuevo programa con «fondos frescos», ya que la institución está satisfecha con la consolidación fiscal y las reformas del lado de la oferta de Argentina.

Una de las principales preocupaciones del FMI y de varios analistas es la política cambiaria de Argentina, ya que se considera que la tasa de cambio real es excesivamente alta, pues está un 15% por encima de su promedio de los últimos 10 años. Aunque esta fortaleza podría estar justificada a largo plazo por la mejora de los fundamentales económicos del país, a corto plazo lastra la competitividad de las exportaciones y la acumulación de reservas de divisas. La fortaleza de la tasa de cambio real es también un lastre para las entradas de turistas.

**Es muy probable que Argentina cumpla los pagos de la deuda pública**

Creemos que Argentina podrá cumplir los pagos de intereses y principal denominados en divisas que vencen en 2025, estimados en unos 5.500 millones de USD. El gobierno prevé usar los superávits primarios proyectados para cubrir los pagos de intereses, y el Tesoro ya ha adquirido una cantidad significativa de USD del Banco Central para garantizar estas obligaciones. Los pagos del principal de los bonos globales regidos por la ley de Nueva York, que ascienden a 3.400 millones de USD el próximo año, podrían financiarse mediante el aumento previsto de las reservas internacionales o con recursos de un nuevo programa del FMI.

Si el crecimiento de las reservas de divisas no fuera suficiente, la administración tendría que recurrir a mecanismos de respaldo. Según informes recientes, Argentina está explorando acuerdos de recompra con instituciones financieras privadas, usando como garantía

bonos del banco central u oro para obtener USD líquidos. La administración también podría intentar llevar a cabo una operación de gestión del pasivo para trasladar los pagos de la deuda al futuro.

**Implicaciones para la inversión**

Este año, los precios de los bonos argentinos en USD han subido significativo, impulsados por las reformas estructurales implementadas por el gobierno de Milei y una reevaluación del riesgo de impago del país. Creemos que aún hay margen para nuevas subidas de precios, especialmente en el tramo largos de la curva, a medida que los inversionistas valoren la consolidación del programa económico de Milei como un pilar del nuevo marco macroeconómico de Argentina. Creemos que Argentina podría entrar en un círculo virtuoso a medida que los éxitos de este año conduzcan a nuevos logros. Dos factores clave podrían fortalecer esta tendencia: el anuncio de un nuevo programa del FMI, posiblemente a principios de 2025, y un alto respaldo popular sostenido de Milei, especialmente en el contexto de las elecciones legislativas de mitad de mandato. Si su coalición lograra una representación significativa en el Congreso, esto consolidaría aún más el apoyo a su agenda económica.

No obstante, persisten riesgos importantes. Primero, la popularidad de Milei podría decaer en caso de una devaluación desordenada o un estancamiento de la recuperación económica. Segundo, las reservas de divisas podrían seguir deprimidas debido a la fortaleza de la tasa de cambio o si los precios de los cereales siguen bajos. Esto dejaría a Argentina con poco margen de maniobra y muy dependiente de un programa del FMI y/o de repos y otras medidas creativas para cumplir los pagos de la deuda. Tercero, un aumento abrupto en las tasas de interés en EE.UU. podría dificultar el retorno de Argentina a los mercados internacionales y elevar los costos de financiamiento externo.

## Apéndice

Las ideas de inversión de la Chief Investment Office's («CIO») de UBS son redactadas y publicadas por la unidad Global Wealth Management de UBS Switzerland AG (regulada por la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros) o sus filiales («UBS»), que forman parte de UBS Group AG («Grupo UBS»). El Grupo UBS incluye el antiguo Credit Suisse AG, sus filiales, sucursales y empresas asociadas. Al final de este apartado figura un aviso legal adicional sobre Credit Suisse Wealth Management.

Las ideas de inversión han sido redactadas según los requisitos legales destinados a promover la **independencia de los estudios de inversión**.

### **Estudios de inversión generales. Información sobre riesgos:**

Esta publicación tiene carácter **meramente informativo** y no debe considerarse una oferta ni una solicitud de oferta para comprar o vender un producto de inversión ni ningún otro producto específico. El análisis incluido no constituye una recomendación personal ni tiene en cuenta los objetivos particulares de inversión, las estrategias de inversión, la situación financiera o las necesidades de un destinatario en concreto. Se basa en numerosas suposiciones. Si las suposiciones fuesen diferentes, los resultados podrían ser muy diferentes. Ciertos productos y servicios están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse a nivel mundial sin limitaciones, o pueden no ser aptos para la venta a todos los inversionistas. Aunque la información y las opiniones incluidas en este documento se obtuvieron de fuentes consideradas como fiables y de buena fe, no se ofrece ninguna declaración o garantía, explícita o implícita, de su exactitud o integridad (a excepción de las relativas a UBS). Toda información y opinión, así como cualquier previsión, estimación y precios de mercado indicados, son actuales en la fecha del informe y estarán sujetos a cambios sin previo aviso. Las opiniones aquí expresadas pueden diferir de o ser contrarias a las expresadas por otras áreas de negocio o divisiones de UBS que parten de supuestos y/o criterios distintos.

Bajo ninguna circunstancia, tanto este documento como la información contenida en él (incluyendo cualquier previsión, valor, índice u otro importe calculado («Valores»)) podrán ser usados para alguno de los siguientes fines: (i) con fines de valuación o contabilidad; (ii) para determinar los importes adeudados o pagaderos, el precio o el valor de un instrumento o contrato financiero; ni (iii) para medir el rendimiento de un instrumento financiero, incluyendo, entre otros, el seguimiento de la rentabilidad o del rendimiento de un Valor, la definición de la asignación de activos de la cartera o el cálculo de las comisiones de rendimiento. Al recibir este documento y la información contenida en él, se considerará que usted declara y garantiza a UBS que no usará este documento ni confiará de otra forma en su información para ninguno de los fines anteriores. UBS y cualquiera de sus directivos o empleados podrán tomar posiciones cortas o largas en instrumentos de inversión, realizar operaciones con instrumentos de inversión pertinentes aquí indicados en calidad de mandantes o agentes o proporcionar algún otro servicio o tener empleados, que se desempeñen como directivos, ya sea para el emisor, el propio instrumento de inversión o para alguna empresa afiliada comercial o financieramente a estos emisores. En cualquier momento, las decisiones de inversión (incluidas las de compra, venta o mantenimiento de valores) tomadas por UBS y sus empleados pueden diferir de o ser contrarias a las opiniones expresadas en las publicaciones de estudios de UBS. Algunas inversiones no pueden realizarse de inmediato debido a una falta de liquidez del mercado de valores, por lo que puede ser difícil cuantificar la valuación de la inversión e identificar el riesgo al que está usted expuesto. UBS usa barreras de información para controlar el flujo de información existente dentro de una o varias áreas de UBS hacia otras áreas, unidades, divisiones o filiales de UBS. El comercio de futuros y opciones no es adecuado para todos los inversionistas, ya que existe un riesgo de pérdidas considerable, por lo que pueden sufrirse pérdidas superiores a la inversión inicial. El rendimiento pasado de una inversión no garantiza su rendimiento futuro. Se proporcionará información adicional previa solicitud. Algunas inversiones pueden estar sujetas a grandes caídas repentinas del valor, por lo que usted puede recibir menos de lo invertido o tener que pagar más. Las variaciones de las tasas de cambio de divisas pueden tener efectos adversos en el precio, el valor o los ingresos de una inversión. Los analistas responsables de elaborar este informe pueden interactuar con el personal de operaciones, ventas u otras unidades a fin de obtener, sintetizar e interpretar la información del mercado.

Las diversas áreas, grupos y empleados del Grupo UBS pueden elaborar y distribuir por separado productos de investigación **independientes**. Por ejemplo, las publicaciones de estudios de la **CIO** son elaboradas por UBS Global Wealth Management.

**UBS Global Research** es elaborado por UBS Investment Bank. **Las metodologías de investigación y los sistemas de calificación de cada organización de investigación independiente pueden diferir**, por ejemplo, en lo que respecta a las recomendaciones de inversión, el horizonte de inversión, los supuestos del modelo y los métodos de valuación. Como consecuencia, excepto en el caso de las previsiones económicas (para las cuales pueden colaborar la CIO de UBS y UBS Global Research), las recomendaciones de inversión, las calificaciones, los objetivos de precios y las valoraciones ofrecidas por cada organización de investigación por separado pueden diferir o contradecirse. Usted debería consultar cada producto de investigación para conocer los detalles sobre su metodología y sistema de calificación. Es posible que no todos los clientes tengan acceso a todos los productos de cada organización. Cada producto de investigación está sujeto a las políticas y los procedimientos de la organización que lo elabora. La remuneración de los analistas encargados de elaborar este informe es determinada exclusivamente por los directivos de investigación o altos directivos (excepto los de banca de inversión). La remuneración de los analistas no se basa en las ganancias de banca de inversión, ventas y operaciones o de las operaciones con productos propios, aunque puede estar relacionada con los ingresos del Grupo UBS en conjunto, del cual forman parte la banca de inversión, las ventas y las operaciones, así como las operaciones con productos propios.

El tratamiento fiscal depende de las circunstancias individuales y puede estar sujeto a cambios en el futuro. UBS no suministra asesoría legal ni fiscal y no ofrece garantía alguna en cuanto al tratamiento fiscal de los activos ni en cuanto a los rendimientos de la inversión en los mismos, tanto de forma general como con referencia a las circunstancias y necesidades específicas de cada cliente. No podemos tener en cuenta los objetivos de inversión particulares, la situación financiera y las

necesidades de cada uno de nuestros clientes, por lo que le recomendamos que solicite asesoría financiera o fiscal sobre las repercusiones (incluyendo las fiscales) de invertir en cualquiera de los productos mencionados en este documento. Este material no podrá ser reproducido ni distribuido sin el consentimiento previo de UBS. Salvo que se acuerde lo contrario por escrito, UBS prohíbe expresamente la distribución y transmisión de este material a terceros por cualquier motivo. UBS no acepta responsabilidad alguna por reclamaciones o demandas de terceros que se deriven del uso o la distribución de este material. Este informe solo podrá ser distribuido en las circunstancias permitidas por la legislación aplicable. Si desea información sobre la forma en la que la CIO gestiona los conflictos y mantiene la independencia de sus perspectivas de inversión y publicaciones, así como sus metodologías de investigación y calificación, visite [www.ubs.com/research-methodology](http://www.ubs.com/research-methodology). Puede solicitar información adicional sobre los autores de esta publicación y otras publicaciones de la CIO que se mencionen en este informe, así como copias de informes anteriores sobre este tema a su asesor personal.

**Información importante sobre las estrategias de inversión sostenible:** El objetivo de las estrategias de inversión sostenible es considerar e incorporar factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en el proceso de inversión y en la construcción de las carteras. Las estrategias en distintas regiones geográficas se enfocan en el análisis ESG e incluyen los resultados de diversas formas. La incorporación de factores ESG o la consideración de aspectos relacionados con la inversión sostenible puede restringir la capacidad de UBS para acceder o proporcionar información sobre ciertas oportunidades de inversión que, en otros contextos, podrían ser adecuadas para los objetivos de inversión del cliente. La rentabilidad de una cartera que incluya criterios ESG o consideraciones de inversión sostenible puede ser inferior o superior a la de las carteras en las que UBS no considere factores ESG, exclusiones u otros aspectos de sostenibilidad, y las oportunidades de inversión disponibles para esas carteras pueden ser diferentes.

**Gestores patrimoniales/consultores financieros externos:** En caso de que este estudio o publicación se proporcione a un gestor patrimonial o consultor financiero externo, UBS prohíbe expresamente que cualquiera de ellos lo redistribuya y lo ponga a disposición de sus clientes o de terceros.

**EE.UU.:** Distribuido a ciudadanos estadounidenses solo por UBS Financial Services Inc. o UBS Securities LLC, filiales de UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores México, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd y UBS Menkul Degerler AS son filiales de UBS AG. **UBS Financial Services Inc. acepta la responsabilidad del contenido de los informes elaborados por filiales no estadounidenses cuando lo distribuyan a personas estadounidenses. Todas las operaciones realizadas por personas estadounidenses con valores mencionados en este informe deberán efectuarse a través de un corredor registrado en EE.UU. asociado a UBS y no a través de una filial no estadounidense. El contenido de este informe no ha sido ni será aprobado por una autoridad de valores o inversiones de EE.UU. ni de otro país. UBS Financial Services Inc. no actúa como asesor municipal de ninguna entidad municipal ni como persona responsable en el sentido del artículo 15B de la Ley estadounidense del mercado de valores («Municipal Advisor Rule») y las opiniones plasmadas en este documento no pretenden ser, ni constituyen, una asesoría en el sentido de dicha ley.**

Si desea información sobre un país, visite [ubs.com/cio-country-disclaimer-gr](http://ubs.com/cio-country-disclaimer-gr) o solicite a su asesor personal que le facilite el aviso legal completo.

#### **Aviso legal adicional sobre Credit Suisse Wealth Management**

Usted ha recibido este documento por ser cliente de Credit Suisse Wealth Management. Sus datos personales se tratarán de acuerdo con la política de privacidad de Credit Suisse, a la que podrá acceder a través del sitio web oficial de Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. UBS Group AG y sus filiales pueden procesar sus datos personales básicos (p. ej. datos de contacto como el nombre o la dirección de correo electrónico) para ofrecerle materiales publicitarios sobre nuestros productos y servicios hasta que nos notifique que no desea seguir recibiendo. Puede darse de baja para dejar de recibir estos materiales en todo momento solicitándolo a su asesor personal.

Este informe es distribuido por UBS Switzerland AG y autorizado y regulado por la Autoridad Suiza de Supervisión de los Mercados Financieros (FINMA), salvo que se especifique lo contrario en este documento y dependiendo de la entidad local de Credit Suisse de la que lo reciba.

Versión C/2024. OGI82652744

© UBS 2024. El símbolo de la llave y UBS pertenecen a las marcas registradas y no registradas de UBS. Reservados todos los derechos.