

14 de abril de 2025

Strategic data

ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

Un pequeño paso para el FX, un gran paso para Argentina

A primera vista, la “Fase 3” del programa económico, presentado por el Gobierno el viernes por la noche, parecía más que prometedor. Tras analizar minuciosamente cada elemento provisto por el MECON, el BCRA, el FMI, el BID y el Banco Mundial, reafirmamos nuestra impresión inicial: se trata de un paso más agresivo hacia la liberación del mercado cambiario, lo que es una decisión que celebramos ampliamente.

En definitiva, se trató de un claro *trade off* entre riesgos económicos y costos políticos. Creemos que se hizo una gran apuesta, mucho mayor que la que el consenso del mercado anticipaba. Al optar por este camino, los riesgos económicos se reducen significativamente en el corto y mediano plazo, pues no esperamos movimientos cambiarios por encima del límite superior establecido. Además, es probable que el proceso de desacumulación de reservas llegué a su fin. Respecto a los efectos de “segunda ronda”, confiamos en que el contexto económico es mucho más sólido (ancla fiscal, ausencia de emisión monetaria descontrolada, prometedor panorama exportador a largo plazo), lo cual llevaría a un *passthrough* más acotado que en experiencias previas. Sumado a esto, el equipo económico se ganó un valioso margen de maniobra de cara a las elecciones nacionales, gracias a la suspensión de las PASO. Este “tiempo ganado” podría funcionar como un amortiguador para contener la reacción inicial de los precios a las nuevas políticas. Si bien las elecciones locales -incluyendo Ciudad y Provincia de Buenos Aires- podrían adelantar el clima electoral de las elecciones de medio término, creemos que se trata de un riesgo razonable a asumir.

El proceso de *price discovery* entre el tipo de cambio oficial y el contado con liquidación (CCL) será un punto para seguir de cerca. No obstante, nuestra expectativa es que la brecha cambiaria tienda a reducirse de forma significativa. Este movimiento estaría respaldado, en parte, por la mayor participación de inversores minoristas, quienes, tras la flexibilización de restricciones, favorecerían dicha convergencia mediante el arbitraje.

El abultado desembolso inicial sumado a la estrategia adoptada en cuanto al esquema cambiario posiciona al anuncio del viernes como un catalizador clave para una compresión del riesgo país. En este contexto, no resulta descabellado pensar en un retorno del riesgo país hacia el mínimo del EMBI+ argentino observado durante la era Milei (559 pbs). De concretarse ese escenario, nuestro análisis de retornos totales a un mes proyecta ganancias de hasta 15%, concentrándose las mayores ganancias en el tramo largo de la curva de Globales. Por otro lado, las estrategias de *carry trade* podrían volver a ganar protagonismo en este nuevo contexto. La curva de bonos CER se perfila como una de las principales ganadoras ante una aceleración transitoria de la inflación, combinada con el impulso adicional que generaría una compresión del riesgo país. Profundizamos en detalles en la siguiente tabla:

Tipo de Activo	Ajuste	Reacción Esperada	Motivos
Dólares Financieros		Negativo	A medida que las dudas sobre el futuro del marco cambiario se han disipado, esperamos una presión decreciente sobre el dólar financiero. Además, dada la mejora en las condiciones para los exportadores, creemos que estos no tardarán en liquidar existencias, lo que se traducirá en flujos significativos de dólares. Mientras tanto, los actores minoristas (sin restricciones) cerrarán la "brecha" al comprar en el mercado cambiario oficial y vender en el MEP/BCS. En este contexto, esperamos que la brecha cambiaria entre el dólar oficial y el MEP (dólar en el mercado local) se reduzca a cero (o a un nivel realmente bajo), mientras que consideramos que la diferencia BCS-MEP/Oficial podría continuar existiendo.
Deuda Soberana Hard Dollar		Muy Positivo	Dada la significativa inyección de capital inicial proveniente de diversas fuentes y la valiente estrategia en términos cambiarios, creemos que el anuncio del viernes constituye un sólido catalizador para desencadenar una compresión notable del riesgo país. El <i>trade</i> de larga duración debería generar mayores retornos respaldados por una compresión notable de los diferenciales de crédito, lo que permitiría a Argentina regresar a los mercados internacionales y comenzar a refinanciar sus deudas. En este sentido, si la deuda argentina vuelve al mínimo del EMBI+ de Milei de 559 puntos básicos, nuestro análisis de rendimiento total a un mes vista prevé ganancias de hasta un +15%, favoreciendo los bonos de larga duración. En una línea similar, esperamos un desempeño sobresaliente de la curva Bopreal. Creemos que los bonos de la Serie 1, con características especiales (1-A/1-B/1-C), superarán a los de "plain vanilla" (Serie 3). La opción de venta del Banco Central en el tipo de cambio oficial de esos títulos se ha vuelto extremadamente atractiva (dependiendo del swap de dólar offshore/onshore) en comparación con sus pares en un contexto sin brecha.
Deuda Soberana en Pesos	Tasa Fija	Dependerá del Pass-Through	La deuda en pesos a tasa fija probablemente será la más presionada, ya que la convergencia cambiaria podría impulsar temporalmente la inflación y las tasas de interés deberían ajustarse a dicho escenario, afectando los precios. En este sentido, consideramos que la curva de LECAPs/BONCAPs podría presentar nuevamente una pendiente negativa más pronunciada, lo que explica nuestra preferencia por los BONTAMs sobre los BONCAPs, dado que la opción de tasa flotante se beneficia de la presión alcista sobre las tasas de interés. Sin embargo, los incentivos del <i>carry trade</i> podrían compensar en parte esa debilidad.
	CER	Positivo	Las estrategias de <i>carry trade</i> podrían estar nuevamente sobre la mesa para la curva CER, ya que debería verse más beneficiada por una inflación transitoria más alta y el efecto de la compresión del riesgo en los rendimientos reales a largo plazo.
	Dollar-Linked	Positivo	Las estrategias <i>dollar-linked</i> deberían recibir un impulso adicional esta semana (dependiendo del movimiento inicial del tipo de cambio oficial). Los bonos más cortos (TZV25 y TZVD5) deberían ser los claros ganadores, ya que las tasas de descuento probablemente no influyan lo suficiente en el cambio de precios. No obstante, en términos de dólares, las tres alternativas soberanas proporcionarían notables rendimientos gracias a una notable compresión de la brecha cambiaria.
Futuros de Dólar		Positivo	Creemos que los futuros de dólar no habían descontado por completo este audaz cambio del Gobierno y se beneficiarán al ajustarse a un nuevo nivel de tipo de cambio.
Merval/Arg. Equity	Corto Plazo	Dependerá de la Industria y el Nivel de Actividad	A corto plazo, podría haber un leve impacto en la actividad derivado de una inflación temporalmente más alta, lo que afectaría a empresas de ciertas industrias. Aquellas vinculadas al consumo se verían afectadas tanto por una menor demanda como por un menor valor en dólares de sus productos. De manera similar, las empresas de servicios públicos se verían perjudicadas, ya que sus tarifas en pesos se traducirían en menores ingresos en dólares, incluso si el volumen de sus operaciones se mantiene sin cambios. Por otro lado, las empresas productoras de commodities o principalmente exportadoras experimentarían una expansión de márgenes casi inmediata, que podría perdurar en el tiempo si el traspaso a precios de la inflación no es completo. A largo plazo, la eliminación de numerosas restricciones representa un paso monumental para el sector privado. En primer lugar, permitir que las empresas paguen dividendos a accionistas extranjeros a partir de las utilidades generadas en ejercicios fiscales iniciados en 2025 abre la posibilidad de que varias compañías incrementen su presencia en Argentina y que otras consideren ingresar al mercado. En segundo lugar, con la expectativa de una mejora en el perfil de riesgo país y una posible reapertura de los mercados de crédito soberano, las condiciones de financiamiento para el sector privado podrían mejorar significativamente. Por último, como mencionamos en nuestro informe de perspectivas, el levantamiento de los controles cambiarios era una condición clave para que Argentina fuera reclasificada de "standalone" a "mercado emergente" por parte de MSCI. Si bien Argentina aún no ha eliminado completamente los controles de capital, se han dado pasos importantes en esa dirección, lo que podría activar el inicio del período de consulta.
	Mediano/Largo Plazo	Muy Positivo	
Bonos Corporativos	Hard-Dollar	Muy Positivo	El inicio de la normalización cambiaria es cambio positivo para los bonos corporativos hard-dollar, y esperamos que sus precios retomen una trayectoria ascendente. La mejora en las condiciones de financiamiento del soberano, producto de una posible baja en el EMBI+, debería impactar positivamente en la percepción del riesgo moral del mismo. En el pasado, este ha sido un factor que ha pesado sobre las emisiones de bonos corporativos. Hacia adelante, esperamos que este riesgo comience a diluirse, lo que eventualmente podría permitir que los bonos locales converjan hacia los rendimientos de sus pares en países de la región (que operan entre 2 y 3 puntos porcentuales por debajo). Esto implicaría un aumento significativo en sus precios en el mediano/largo plazo. Mientras tanto, si bien los bonos dollar-linked se ajustarían al nuevo tipo de cambio (probablemente al alza), con la unificación cambiaria completada, sus tasas deberían converger con las de los bonos hard-dollar (e incluso superarlas, dada su menor liquidez). Dependiendo de la duración del bono, esto podría traducirse en un deterioro de sus precios si la compresión de spreads no compensa parcialmente el aumento de la tasa nominal. Aun así, en términos de dólares, la ganancia por capturar la brecha cambiaria es significativa.
	Dollar-Linked	Dependerá de la Duration y el Nuevo FX	

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

1.- Un esquema cambiario del *mainstream*: flotación dentro de bandas

Celebramos esta decisión. El tipo de cambio oficial comenzará a flotar dentro de bandas más amplias de lo esperado (\$1.000/\$1.400), las cuales se ajustarán mensualmente, permitiendo así un proceso de *price discovery*. En términos históricos, el límite superior de la banda es similar al nivel del CCL de comienzos de octubre de 2024, cuando cotizaba en torno a \$1.420, mientras que el límite inferior se aproxima al valor del CCL registrado en mayo de 2017 (\$1.112), durante el mejor momento económico

de la administración de Mauricio Macri. Cabe resaltar que el límite superior aumentará al 1% mensual, a la par que el límite inferior disminuirá al mismo ritmo, ampliando progresivamente el rango de flotación hasta que eventualmente las bandas pierdan relevancia. Como referencia, el límite superior ascenderá a \$1.471 hacia finales de septiembre en la antesala de las elecciones de medio término, a \$1.486 a fines de octubre tras las elecciones legislativas, y alcanzará \$1.516 hacia fines de 2025. Por otro lado, el límite inferior se reducirá a \$951, \$941 y \$923, respectivamente, en los mismos períodos. En consecuencia, el *spread* entre el piso y el techo de la banda pasará de 40% actual a 55% en septiembre, 58% en octubre y 64% en diciembre. La idea de fondo es que este esquema evolucione gradualmente hacia un régimen de flotación plena, en la medida en que se vayan flexibilizando las restricciones aún vigentes. Este proceso incluirá la flexibilización de las restricciones a las empresas, los giros de dividendos y los pagos de deuda comercial *intercompany* (profundizaremos sobre esto más adelante).

Es importante destacar que el BCRA conserva la facultad de intervenir en el mercado de cambios mientras el tipo de cambio se mantenga dentro de las bandas, con el objetivo de acumular reservas o atenuar episodios de volatilidad inusual. No obstante, no esperamos que el BCRA venda dólares dentro de la banda, al menos en el corto plazo. El FMI coincide con nuestro *view*, ya que en su [Staff Report](#) remarcó expresamente que "no se prevén ventas de divisas dentro de la banda". Tampoco esperamos que el tipo de cambio oficial alcance el límite superior de la banda en el corto plazo, principalmente porque está por comenzar el período estacional de mayor liquidación de la cosecha gruesa, que históricamente se concentra entre mediados de abril y julio. Suponemos que los exportadores aprovecharán este contexto para ingresar divisas al mercado, especialmente teniendo en cuenta que la reducción de retenciones se mantendría vigente hasta el 30 de junio. Considerando los precios internacionales de los *commodities*, el valor de la cosecha gruesa se ubica entre un estimado de US\$30.600 millones y US\$31.600 millones, dependiendo de las proyecciones de producción de soja y maíz.

Con este escenario, no anticipamos un salto significativo en el tipo de cambio. Por el contrario, consideramos razonable una suba moderada de hasta 15%, que llevaría la cotización hacia niveles cercanos a los \$1.250. A su vez, dado que las metas de acumulación de reservas netas son más exigentes en el segundo y cuarto trimestre del año, el BCRA tiene incentivos claros para comprar divisas en el MULC en el corto plazo, aprovechando la liquidación de la cosecha gruesa. Para cumplir con las metas establecidas, las reservas netas deberían incrementarse en US\$4.400 millones en el segundo trimestre y US\$4.600 millones en el cuarto, mientras que podrían disminuir en apenas US\$100 millones en el tercer trimestre. A su vez, los pesos que el BCRA emita como contrapartida por la compra de divisas no serán esterilizados, lo que favorecerá el proceso de remonetización de la economía, respaldado por una creciente demanda genuina de dinero en términos reales.

2.- Se eliminan por completo las restricciones cambiarias para el *retail*, aunque los corporativos siguen bajo controles

En primer lugar, debemos resaltar que se eliminó el esquema *blend* para exportadores resultando una liquidación centralizada a través del MULC. Es importante resaltar que la obligación de liquidación para los exportadores sigue vigente. Al mismo tiempo, los pagos por importaciones se flexibilizan, pasando de 30 días a acceso inmediato tras el ingreso por Aduana en todos los casos (excepto para importaciones de servicios entre empresas vinculadas, cuyo plazo se reduce de 180 a 90 días). El turismo mantiene la retención del 30%, aunque se vuelve irrelevante, ya que los turistas pueden adquirir dólares directamente en los bancos.

No obstante, el Central mantendrá la "restricción cruzada" de 90 días para importadores, una vez restablecida. En este sentido, será temporalmente eliminada, permitiendo que los importadores que hayan accedido al mercado financiero antes de la implementación del nuevo esquema cambiario

puedan hacer la transición hacia el MULC. Como se eliminó el *blend* para la liquidación de exportadores, la idea es canalizar todos los nuevos flujos comerciales y financieros hacia el mercado oficial (los pasivos comerciales previos a diciembre 2023 son un tema aparte, al igual que la distribución de dividendos antes del ejercicio fiscal 2025). Dado que el cepo fue levantado enteramente para el sector minorista, pequeños inversores tienen incentivos para arbitrar entre los dólares MEP/CCL y el oficial, comprimiendo la brecha cerca de cero o en algún nivel por debajo del 5%. Considerando que los inversores minoristas enfrentan ciertos obstáculos para arbitrar CCL, puede asumirse que el canje seguirá vigente.

Se autorizó la distribución de dividendos a accionistas no residentes por utilidades correspondientes a ejercicios fiscales iniciados a partir del 2025. En cuanto a los pasivos heredados, como dividendos, servicios de deuda con partes vinculadas y deuda comercial previa al 12 de diciembre de 2023, el BCRA está trabajando en una nueva serie de BOPREAL. Si se emite un BOPREAL '*plain vanilla*' para abordar los stocks de pesos atrapados, creemos que el tipo de cambio implícito debería estar por encima del CCL del mercado (al igual que la última vez con la Serie 3). Sin embargo, dado que la 'liberación total' no parece tan lejana, creemos que será poco probable que la mayoría de los agentes corporativos accedan a ese instrumento.

En resumen, desde la perspectiva de los flujos, se eliminaron las restricciones para toda la cuenta corriente (bienes, turismo de facto, el resto de los servicios, excepto los de empresas vinculadas, intereses y dividendos a partir de 2025). Mientras tanto, desde la perspectiva de la cuenta de capital y financiera, es cierto que solo se eliminaron los límites sobre la formación de activos externos para clientes minoristas, permaneciendo vigentes los límites para IED, inversión de cartera, préstamos y deuda financiera, así como la formación de activos externos para empresas. Sin embargo, el potente efecto de liberalizar completamente los flujos y stocks para clientes minoristas, así como de eliminar la restricción cruzada sobre ellos, permitirá el arbitraje con MEP/CCL. En consecuencia, la probabilidad de que la brecha cambiaria sea prácticamente inexistente llevará a una eliminación de facto del cepo cambiario.

3.- El faltante de pesos se intensifica: las tasas de interés se determinarán endógenamente

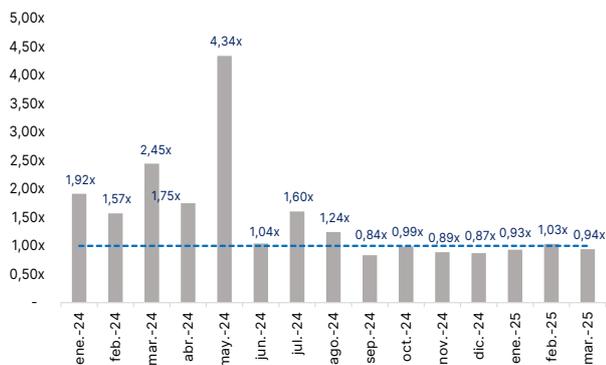
El ancla nominal se refuerza con un perfeccionamiento del esquema monetario, bajo el cual el BCRA no emitirá pesos para financiar el déficit fiscal ni los pasivos remunerados. En este punto, el BCRA hará pública su estimación de la programación monetaria, basada en sus modelos de demanda de dinero, de manera consistente con su mandato de estabilidad de precios. En base a estos modelos, la programación monetaria permitirá al BCRA monitorear trimestralmente la evolución de los agregados monetarios, en particular del M2 privado transaccional (circulante en poder del público más depósitos a la vista del sector privado excluyendo remunerados). Al inicio del esquema monetario, se definirá un horizonte, que coincidirá con el horizonte definido en el acuerdo con el FMI. Cabe resaltar que, dado el contexto internacional adverso y la incertidumbre derivada de la transición hacia al nuevo esquema cambiario, el BCRA decidió tomar inicialmente un sesgo restrictivo en su programación del M2, estableciendo un límite de dos desvíos por debajo de su escenario base. Adicionalmente, desde la perspectiva del nuevo esquema cambiario, una de las ideas base es que, si el tipo de cambio toca la banda inferior, necesariamente implica un aumento de la demanda de dinero que será provista por el BCRA mediante compra de divisas a ese nivel. En cambio, si el tipo del cambio toca la banda superior, implica una caída de la demanda de dinero y, como respuesta, el BCRA absorberá liquidez a través de venta de divisas. En pocas palabras, el tono *hawkish* de la política monetaria se refuerza, generando condiciones de liquidez más restrictivas. Esperamos que haya cierta presión adicional sobre las tasas de interés (claramente endógena).

4.- ¿Se monitoreará la presencia del Banco Central en el mercado local?

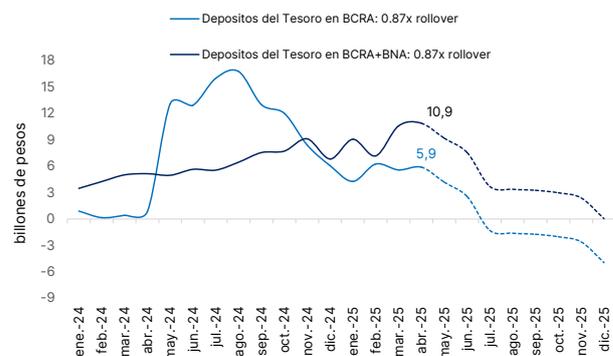
De acuerdo con el [comunicado del Banco Central](#), mientras que el dólar oficial se mantenga dentro de las bandas establecidas, la autoridad monetaria podría intervenir en el mercado de deuda en pesos. En este sentido, el BCRA podría utilizar operaciones de mercado abierto para orientar determinados niveles de tasa. Este mecanismo se vuelve un elemento clave dentro de la secuencia hacia la normalización cambiaria y, bajo el supuesto de un enfoque monetario *hawkish*, algunos jugadores del mercado (aunque aún no muchos, dado que las restricciones a las personas jurídicas no han sido levantadas) podrían comenzar gradualmente a demandar pesos, dejando vencer sus instrumentos en moneda local. Lejos de dramatizar esta dinámica, consideramos que el Tesoro mantiene un stock de depósitos cercano a \$10,89 billones (entre el BCRA+BNA), lo que le permitiría sostener un *rollover* inferior a 1,0x durante un período prolongado.

Al someter estos depósitos a un *stress test* ácido -asumiendo la ausencia de superávit primario de aquí en adelante-, el Tesoro presenta un ratio de *breakeven rollover* de 0.87x (considerando deuda en manos tanto del sector público como del privado) hasta diciembre de 2025. En definitiva, no vemos obstáculos relevantes en este frente, aunque la licitación de hoy representará la primera prueba significativa (con vencimientos por \$6,62 billones). A nuestro juicio, el equipo de Finanzas ya tenía en claro que el mercado comenzaría a buscar activamente más instrumentos de cobertura cambiaria en comparación con los últimos 12 meses, lo cual es totalmente razonable dentro de un esquema de tipo de cambio flotante.

Licitaciones del Tesoro: ratio de *rollover*



Depósitos del Tesoro y perspectiva de *rollover*



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

5.- Abultado desembolso inicial

Como mencionamos en reiteradas ocasiones, la función de reacción del equipo económico era clara: cuanto mayor fuera el paquete total, más rápido se dismantelarían los controles de capitales. Todos concordamos que el monto del acuerdo muy abultado. Enfocados en apoyar este nuevo esquema, el equipo económico buscó recapitalizar el BCRA con fondos adicionales. Tal como era esperado, el FMI cumplirá el rol más importante en esto. En línea con lo anticipado en el [artículo de Florencia Donovan en La Nación](#), 60% del total del programa (US\$12.000 millones) se desembolsará este martes, mientras que el siguiente desembolso por US\$2.000 millones se hará en junio. Adicionalmente, organismos internacionales (OO.II.) desembolsarán US\$3.600 millones, a la par que el BCRA conseguirá otro REPO por US\$2.000 millones (consideramos que será con las mismas entidades y en condiciones similares a las del REPO concretado en enero, pero no fue confirmado oficialmente). Así las cosas, el Tesoro recibirá para junio US\$17.600 millones, con lo que recomprará letras intransferibles al BCRA, lo que significa que el BCRA contará con un total de US\$19.600 millones para mitad de año. Asimismo, se espera que haya un desembolso adicional por US\$3.500 millones después de junio (US\$1 millón del FMI y US\$2.500 millones de OO.II.), mejorando aún más

la hoja de balance del BCRA. Cabe resaltar que hay pagos con OO.II. por US\$3.000 millones hasta diciembre 2025. Considerando los pagos de Globales/Bonares, BOPREAL, OO.II. y Club de París, Argentina afrontará compromisos por US\$10.090 millones hasta fin de año. En consecuencia, las reservas brutas, netas y potencialmente las líquidas (si los desembolsos del FMI se hacen en dólares, en vez de DEGs) treparán US\$13.000 millones para fin de año (US\$23.100 millones menos US\$10.090 millones), sin considerar la dinámica endógena.

6.- Profundizando en la estrategia de mercado

Como mencionamos anteriormente, creemos que la llegada de dólares frescos, junto con la audaz estrategia del equipo económico en términos del esquema cambiario, constituye un catalizador sólido para gatillar una fuerte compresión de riesgo país. ¿Volveremos a los mínimos de la era Milei (559 pbs) de enero? Si ese fuera el caso, nuestro modelo de retorno total a 1 mes vista para la curva soberana en dólares ofrece ganancias de hasta 16%, favoreciendo el tramo largo. Por otro lado, en nuestro escenario constructivo de largo plazo —compresión de tasas hacia los mejores niveles del gobierno de Macri en 2017, ajustado por la curva de *Treasuries*—, los retornos totales a 12 meses lucen atractivos, también con un sesgo que favorece la parte larga de la curva. Más allá de las buenas noticias vinculadas a la normalización cambiaria, probablemente se requiera un resultado político decente en las elecciones de medio término para que este escenario termine de materializarse. Además, tenemos algunas observaciones interesantes sobre la curva de Bopreal. Aun sin detalles sobre las próximas emisiones (tanto por el colateral del nuevo repo como para la colocación para hacer frente a los stocks atrapados), creemos que los *strips* del Serie 1 con opcionalidades (1-A/1-B/1-C) tendrán un mejor desempeño que los “plain vanilla” (Serie 3). La opción de venta anticipada del BCRA al tipo de cambio oficial se volvió extremadamente atractiva frente a sus comparables en un contexto sin brecha. Recordemos que el Bopreal 1-B (la cláusula se activa en abril de 2026) rinde 15,6% (TEA) tomando en cuenta el flujo de rescate anticipado.

Modelando los posibles escenarios de los Globales argentinos: un escenario constructivo

Ticker	Actual			A 12 meses Compresión de tasas a nivel del 2017 (ajustada por la curva de Treasuries)				A un mes Retorno al mejor momento de Milei (9 de enero 2025)			
	Precio	MD	TIR	TIR	Precio Est.	Pagos intermedios	Retorno Total	TIR Est.	Precio Est.	Pagos intermedios	Retorno total
GD29	69,30	1,86	14,5%	5,2%	65,5	20,85	24,6%	11,2%	75,1	0,00	8,4%
GD30	64,33	2,23	14,4%	5,6%	65,9	16,63	28,3%	11,6%	69,9	0,00	8,7%
GD35	60,69	5,76	13,4%	7,3%	88,1	4,13	51,9%	11,2%	70,7	0,00	16,4%
GD38	63,97	4,86	14,0%	7,0%	92,0	5,00	51,6%	11,4%	74,7	0,00	16,7%
GD41	55,84	5,99	13,3%	7,4%	83,0	3,50	54,8%	10,9%	66,6	0,00	19,2%
GD46	58,42	5,48	13,1%	7,2%	79,9	8,53	51,4%	10,8%	69,2	0,00	18,4%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Por otro lado, las estrategias de *carry trade* podrían volver a estar sobre la mesa. La curva CER debería ser la más beneficiada ante una inflación transitoria más alta y por el efecto de compresión de riesgo en las tasas reales de largo plazo. Por su lado, las estrategias dólar linked también recibirían un impulso adicional esta semana (dependiendo del movimiento inicial del tipo de cambio oficial), mientras que el espacio para la tasa fija/dual quedaría claramente rezagada respecto de sus pares en pesos. El único riesgo bajista proviene de una reacción negativa de la deuda local frente a una postura monetaria más contractiva y un aumento en las tasas de interés. Por esta razón, consideramos que la curva de LECAPs/BONCAPs podría volver a mostrar debilidad como se vio el jueves y el viernes. En el margen, seguimos prefiriendo los BONTAMs frente a los BONCAPs, dados los riesgos de suba en la tasa de política monetaria. Más allá de esto, creemos que el equipo económico logrará mantener la brecha cambiaria cerca de cero, en este caso los retornos en dólares lucen sumamente atractivos para la tasa fija. Por ejemplo, si tomamos la curva de LECAPs

(comparada con el límite superior de la banda), el CCL implícito superaría dicho límite —ajustado por el crawl del 1%— a partir de junio.

Breakeven de CCL en la curva de LECAPs (a precios del viernes)

LECAP	Maturity	AR\$ Retorno	CCL BE	Banda Inf.	Banda Sup.	CCL vs Sup.
S16A5	16/4/2025	0,1%	1336,7	999,6	1400,6	-4,6%
S28A5	28/4/2025	1,7%	1357,1	997,3	1403,9	-3,3%
S16Y5	16/5/2025	3,3%	1379,6	993,9	1409,0	-2,1%
S30Y5	30/5/2025	5,1%	1402,8	991,2	1413,0	-0,7%
S18J5	18/6/2025	7,1%	1430,4	987,6	1418,4	0,8%
S30J5	30/6/2025	8,7%	1450,8	985,3	1421,8	2,0%
S31L5	31/7/2025	11,9%	1493,9	979,4	1430,7	4,4%
S15G5	15/8/2025	13,8%	1519,9	976,6	1435,0	5,9%
S29G5	29/8/2025	15,0%	1535,7	974,0	1439,0	6,7%
S12S5	12/9/2025	17,2%	1565,2	971,4	1443,1	8,5%
S30S5	30/9/2025	20,4%	1607,6	968,0	1448,3	11,0%
S31O5	31/10/2025	22,7%	1637,8	962,3	1457,4	12,4%
S10N5	10/11/2025	24,1%	1656,6	960,4	1460,3	13,4%
S28N5	28/11/2025	27,5%	1702,1	957,1	1465,6	16,1%

Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

En lo que respecta al crédito, el inicio de la normalización cambiaria es un punto positivo para los bonos corporativos *hard dollar*, por lo que esperamos que sus precios retomen su camino al alza. Tal como señalamos en el apartado de acciones, la mejora en las condiciones de financiamiento del soberano por la potencial baja del EMBI+, debería impactar positivamente en la percepción del riesgo moral del mismo. En el pasado este ha sido un punto que ha pesado sobre las emisiones corporativas. Hacia adelante, esperamos que comience a diluirse, por lo que, eventualmente, los bonos corporativos podrían converger a las tasas de sus pares en países de la región. Ello implicaría una suba significativa de sus precios en el mediano/largo plazo. Por su parte, si bien los bonos dollar-linked se ajustarían al nuevo tipo de cambio (probablemente al alza), ante la consumación de la unificación cambiaria, sus tasas deberían converger a las de los *hard-dollar* (e incluso un poco por encima dado su limitada liquidez). Ello podría significar un deterioro en sus precios dependiendo en la duration del bono, aunque la potencial compresión de los spreads de crédito podría contener el efecto. Aun así, la ganancia en dólares por captar la brecha es significativa.

Por el lado de las acciones, el impacto de corto plazo dependerá en parte de la industria y del nivel al que se establezca el tipo de cambio, pero de largo plazo sin dudas es significativamente positivo por diversos motivos. Comencemos analizando el corto plazo. Durante los primeros meses, podría haber un leve impacto en la actividad derivado de una inflación temporalmente más alta, lo que podría afectar a empresas de ciertas industrias. Aquellas vinculadas al consumo se verían impactadas tanto por una menor demanda como por un menor valor en dólares de sus productos. De manera similar, las empresas de servicios públicos se verían afectadas, ya que sus tarifas en pesos se traducirían en menores ingresos en dólares, incluso si el volumen de sus operaciones se mantiene sin cambios. En este punto, es importante destacar que, dado que esperamos un *pass-through* contenido (menor al movimiento del tipo de cambio oficial), las futuras actualizaciones tarifarias no permitirían recuperar los niveles originales de ingresos en dólares. Por otro lado, las empresas productoras de commodities o primordialmente exportadoras—como las del agro o la industria petrolera—experimentarían una expansión de márgenes casi inmediata. Esta mejora podría perdurar en el tiempo si, como esperamos, el traspaso a inflación no es completo.

Pasemos al largo plazo. La eliminación de numerosas restricciones es un paso monumental para el sector privado. En primer lugar, habilitar que compañías realicen giros de dividendos para sus accionistas extranjeros a partir de las utilidades conseguidas en los ejercicios fiscales comenzados en 2025 en adelante abre la posibilidad a que varias de ellas incrementen su posicionamiento en Argentina e incluso otras consideren su ingreso. ¿Por qué esto es clave? Consideremos el siguiente ejemplo. Pocas semanas atrás, Horacio Marín, el presidente y CEO de YPF, comentaba que los servicios en Vaca Muerta son astronómicamente más caros que en Estados Unidos (algunos de ellos hasta 300% más costosos), por lo que los desarrollos en Vaca Muerta terminan siendo un 35% más caros que en Permian a pesar de la mayor productividad del *shale* argentino. Este cambio de condiciones permitiría que los costos se equiparen (o por lo menos acerquen) por dos motivos: (i) el costo de capital para los proveedores de servicios internacionales ya instalados cae por tener la posibilidad de girar dividendos a sus casas matrices y no tener sus ganancias atrapadas en el país, con lo cual los costos de sus servicios se podrán ajustar a la baja, y (ii) abre la posibilidad a que otros proveedores de servicios internacionales ingresen al país, mejorando la competitividad dentro de la industria. Si bien esto es muy positivo para los desarrollos de petróleo y gas, es clave para que los proyectos de LNG sean viables. Aunque este ejemplo se basó en la industria Oil & Gas, podría ser extrapolado al resto de las industrias, como el sector minero o la generación eléctrica. Lógicamente, también es cierto que abrirá las puertas a la competencia en algunas industrias, como podría ser la textil o de consumo discrecional, por lo que algunas compañías se podrían ver afectadas ante el ingreso de nuevos participantes. En este sentido, será clave tomar posición en compañías fuertes que posean ventajas competitivas.

En segundo lugar, ante la esperanza de un mejorado riesgo país y una potencial reapertura de los mercados para el soberano, las condiciones de financiamiento para el sector privado podrían mejorar notablemente. Hasta acá, si bien es claro que las grandes compañías argentinas tienen un *track record* intachable, el riesgo moral del soberano ha hecho que muchas de ellas se financien a tasas más elevadas que las que logran sus comparables en países de la región. De hecho, observando nuestros ejercicios pasados sobre el potencial de compresión de los spreads de crédito, las compañías *investment-grade* locales pagan tasas entre 2 y 3 puntos porcentuales por encima de las de Chile, Brasil o incluso Colombia. Ello tiene que ver también con que en el pasado, el gobierno soberano ha forzado a las compañías a refinanciar sus deudas en lugar de pagarlas por carecer de divisas, tal como sucedió durante el período presidencial pasado. En definitiva, condiciones de financiamiento más favorables no solo repercutirían positivamente en los márgenes de ganancias de las empresas (menores cargos por intereses), sino que además harían viables más proyectos que los actuales y ello podría acelerar el crecimiento de las compañías. No menos importante, en términos de valuación de las compañías, un menor EMBI repercutiría en el retorno esperado de la inversión, por lo que menores tasas de descuento deberían impactar positivamente sobre el precio de la acción. En este sentido, el efecto conjunto de mayores márgenes, crecimiento más acelerado y menores tasas de descuento serían la *trifecta*.

Por último, como analizamos en nuestro [informe de perspectivas](#), el levantamiento de las restricciones cambiarias era una condición clave para que Argentina sea reclasificada de *standalone* a emergente por MSCI. Si bien Argentina no ha finalizado con la eliminación del cepo, se han dado pasos sumamente importantes en esta dirección, lo que podría ser disparador del inicio del período de consulta. Esto es de suma importancia teniendo en consideración que los índices de acciones de países reclasificados a emergentes suelen tener una performance superior a la de sus pares tanto durante el período de consulta como durante el proceso de implementación. Ello está vinculado en gran parte a los flujos pasivos compradores de los que se suelen beneficiar las acciones de las empresas ubicadas en las naciones reclasificadas. No obstante, es importante destacar que, dado que las revisiones sobre los integrantes del índice se realizan en junio de cada año, y los cambios se

implementan cada mayo del año posterior, luce poco probable que 2025 sea el año para la reclasificación.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini

Strategy Team Leader
pmorini@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Damián Lucas Vlassich

Equity Analyst
dvllassich@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

www.portfoliopersonal.com

✉ consultas@portfoliopersonal.com

☎ 0800 345 7599

El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV. |