

13 de mayo de 2025

Daily Mercados

ppi

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

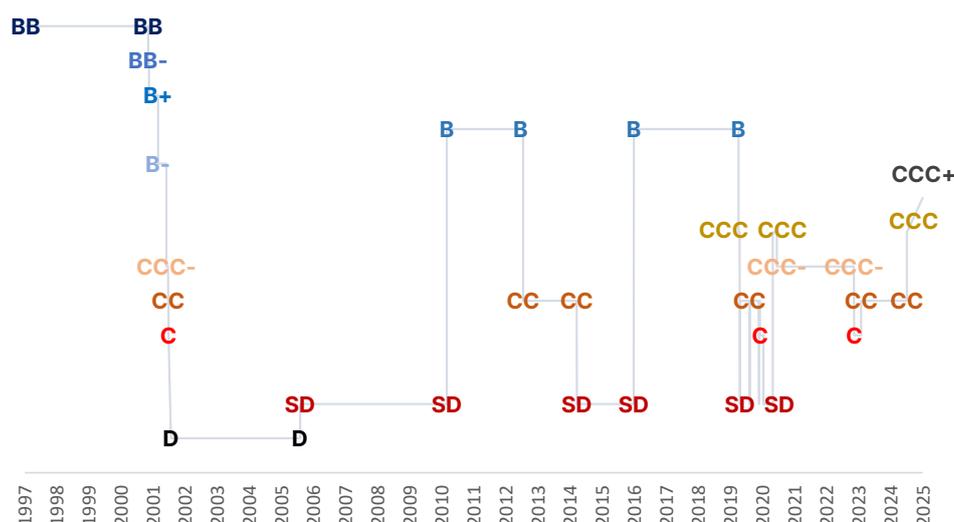
Fitch Ratings aumentó la calificación para Argentina

La calificadoradora aumentó la nota crediticia para la deuda de largo plazo de Argentina en moneda local y extranjera. **La misma pasó a "CCC+" desde "CCC"**. Un punto que destaca el comunicado es que Fitch no suele presentar análisis de perspectivas de países con calificación crediticia como la de Argentina. Del mismo modo, menciona que el aumento en la calificación es producto del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional y el nuevo esquema cambiario.

En este contexto, **los Globales comenzaron la semana con el pie derecho y avanzaron entre 0,9%/1,3%, en donde el tramo largo de la curva se llevó las mayores ganancias**. Cabe destacar que, la jornada también fue positiva para la deuda de alto riesgo -el ETF EMB, compuesto de bonos emergentes/distressed, subió 0,6%-. Así, la mejora en la calificación se sumó al sentimiento *bullish* que trajeron los primeros resultados de las elecciones legislativas. Además, es importante señalar el viento de cola proveniente del exterior, impulsado por el anuncio de que Estados Unidos reducirá los aranceles a productos chinos del 145% al 30%. Con todo esto, el riesgo país argentino alcanzó los 678 puntos básicos, lo que representa un mínimo desde febrero, previo a la turbulencia que había causado el efecto \$LIBRA. A pesar de esto, la medida de riesgo aún se ubica más de 100pbs. por encima de los mínimos de la era Milei de enero 2025 (569pbs.), por lo que aún vemos que existe espacio de compresión en el corto plazo.

A pesar de que la reclasificación se puede entender como un nuevo driver de corto plazo para la deuda *per se*, entendemos que el aumento de la nota a CCC+ viene con rezago a convalidar el riesgo percibido que ya está puesto en precios, más que ofrecer un nuevo *target* para los rendimientos de los Globales y compresión de riesgo país. Sin embargo, no hay que perder de vista la importancia que tienen estos aumentos de nota, en el sentido que **es necesario calificaciones de deuda mayores para que Argentina pueda reingresar a los índices de deuda emergentes o realizar nuevas colocaciones en los mercados privados de deuda**, algo que, llegado el caso, sí impulsaría una nueva compresión de riesgo.

Fitch aumentó la calificación de deuda argentina a CCC+



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

Licitación del Tesoro: nuestro *view*

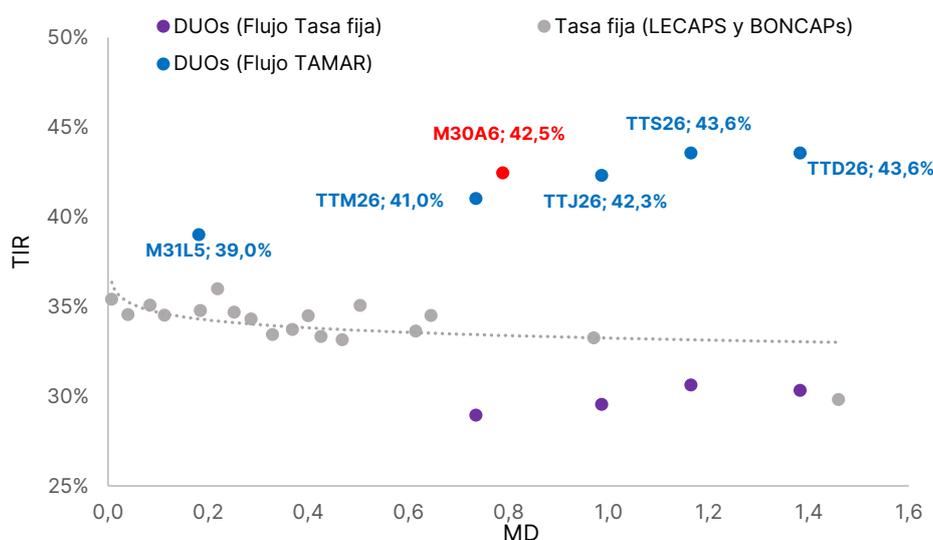
Ayer el MECON difundió las condiciones para la primera licitación de mayo. En esta ocasión, vencían alrededor de \$7,4 billones, pero dado el canje que el Banco Central realizó ayer de la

LECAP S16Y5 (que explicaba la mayor parte de los vencimientos) por la LECAP de septiembre, la S30S5, los vencimientos disminuyeron a \$5,38 billones.

En concreto, **Finanzas ofrecerá solo instrumentos con suscripción en pesos, lo que disipa por el momento las especulaciones sobre las suscripciones en dólares.** La licitación comienza con reaperturas de LECAPs. La primera del menú vence el 30 de junio de 2025 siendo la más corta de la subasta (45 días), luego encontramos LECAPs al 31 de julio, 29 de agosto y 28 de noviembre de 2025. En línea con las anteriores licitaciones es esperable que los instrumentos mencionados hasta aquí concentren buena parte de las ofertas. Además, emitirá el BONCAP con plazo al 30 de enero de 2026.

Asimismo, se licitará el BONCER cero cupón al 30 de octubre de 2026 y **una nueva letra TAMAR con vencimiento el 30 de abril de 2026.** Recordemos que estos últimos pagan capital al vencimiento y devengan intereses a la tasa "TAMAR TEM" que capitaliza mensualmente hasta el vencimiento. Teniendo en cuenta la curva de los bonos BONTAM con el flujo de la tasa TAMAR y la LETAM ya existente pensamos que la nueva letra podría subastarse en TAMAR + 1,5% (o superior) con una TEA por encima del BONTAM TTM26. La lógica subyacente es que resulta razonable que un instrumento que únicamente paga TAMAR más un margen ofrezca un rendimiento superior al de un bono Dual, dado que este último proporciona cobertura frente a una eventual reducción de tasas.

Curva soberana de instrumentos tasa fija en pesos, BONTAMs y LETAMs



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

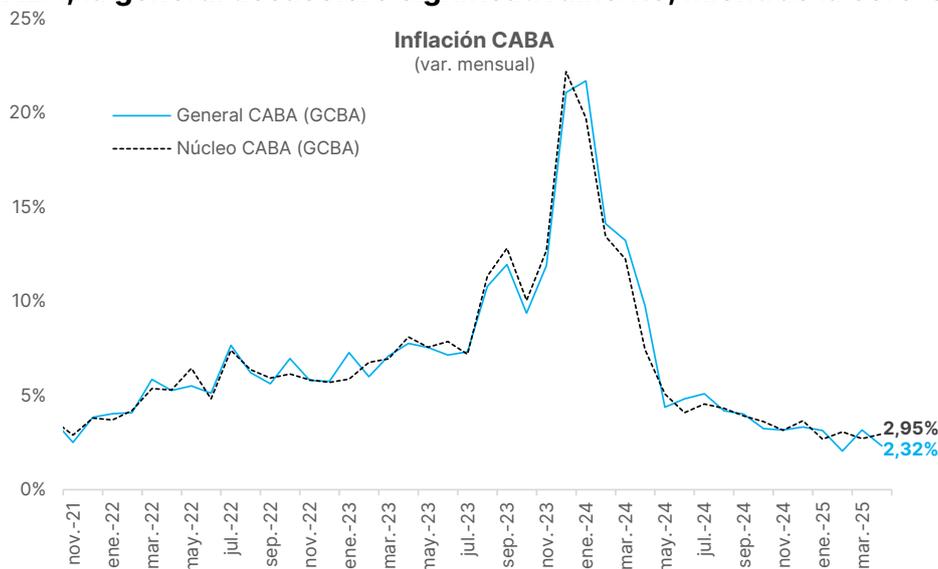
Por último, en el marco de una conversión, se ofrecerá la posibilidad de intercambiar el BONCER TZX26 (con vencimiento el 30 de junio de 2026) por el BONO DUAL TAMAR TTD26, que vence el 15 de diciembre de 2026. El comunicado oficial de la licitación puede leerse [aquí](#).

Arrojando luz sobre la inflación de CABA en abril

Ayer al mediodía conocimos la inflación de la Ciudad de Buenos Aires (CABA) en abril, el primer mes -aunque no completo- bajo el nuevo esquema cambiario. El dato era muy esperado por el mercado para de alguna manera anticipar el IPC Nacional, que se publicará mañana a las 16:00 horas. Empapándonos en el detalle, **la buena noticia fue que la inflación general desaceleró de 3,2% en marzo a 2,3% en abril.** Es decir, quedó apenas por encima del 2,1% registrado en febrero,

la cifra más baja desde julio de 2020 (1,6%). Sin embargo, al mirar el vaso medio vacío, **la inflación núcleo aceleró de 2,7% a 3%, prácticamente igualando el 3,1% de febrero**. Así, la general se mantuvo por debajo de la subyacente gracias a una marcada caída en los precios estacionales y regulados. En particular, los primeros pasaron de 3,2% en marzo a -1,1% en abril, mientras que los segundos se desplomaron de 4,7% a 1,5% en el mismo período.

En CABA, la general desaceleró significativamente, mientras la *core* subió

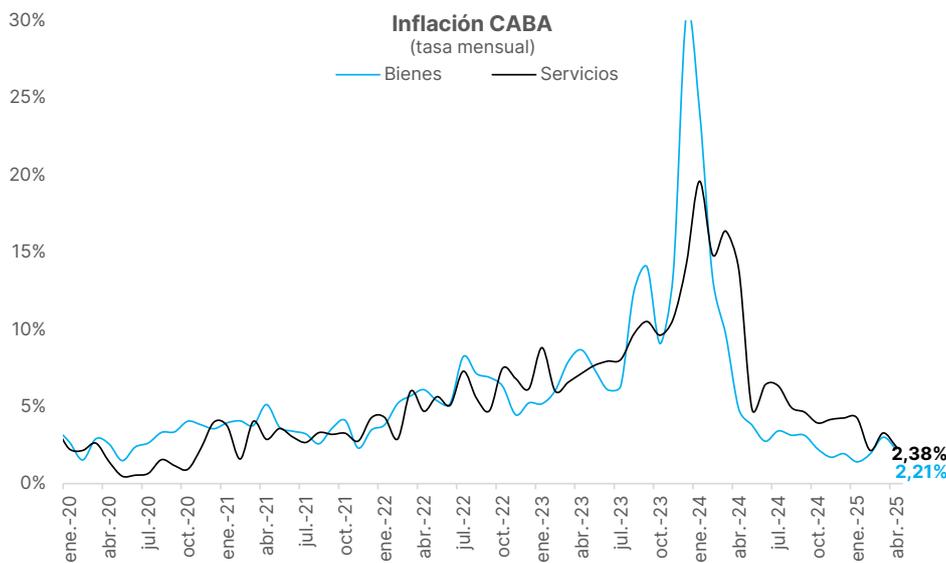


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Volviendo a la *core*, al contrario de lo que ocurrió en marzo, esta vez, el hecho de no incluir los precios estacionales y regulados en esta medida contribuyó a su aceleración. Dicho esto, **creemos que la inflación subyacente reflejó cierto *passthrough*, mientras que la general no** – si es que hubo, logró “ocultarlo” en cierto sentido–, gracias a la fuerte desaceleración de los precios estacionales y regulados. Por lo tanto, **de cara al dato de IPC nacional**, además de ver cómo da la general (el consenso es que estaría por debajo del 3,7% de marzo), **sugerimos prestar especial atención a la inflación núcleo para ver si acelera respecto al 3,2% de marzo**.

Desde otra perspectiva, **los bienes y servicios trajeron noticias positivas en abril**. Los bienes moderaron su ritmo de **3% en marzo a 2,2% en abril**. De todas formas, sigue ubicándose por encima del 1,9% de febrero y del 1,4% de enero –el menor ritmo desde enero de 2018 (1,2%)–, antes de que surgieran dudas sobre la sostenibilidad del antiguo esquema cambiario. Por su parte, **los servicios también experimentaron un respiro al ceder de 3,3% a 2,4%**, el ritmo más bajo desde noviembre de 2020 (2,3%), junto con el dato de febrero (2,2%).

Tanto bienes como servicios disminuyeron en abril



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

Por último, pero no menos importante, **nuestra estimación del IPC GBA del INDEC** (44,5% del IPC Nacional a marzo), extrapolando las variaciones mensuales de CABA para todas las categorías y aplicándole las ponderaciones del INDEC para esta región, **arroja una inflación de 2,6% en abril**, por debajo del 3% anticipado por Caputo para la nacional. Destacamos que **esta aproximación no es infalible**. En marzo, este método estimó una inflación del 3,1%, quedando por debajo del 3,9% relevado por el INDEC para GBA. Sin embargo, fue más precisa en meses previos. En febrero, casi igualó el dato relevado por INDEC: 2,3% estimado frente al 2,2% *ex post* observado. Cabe mencionar que las demás regiones podrían compensar esta baja esperada en el IPC de GBA con ritmos más altos, pero suele ocurrir lo contrario.

El IPC GBA rondaría el 2,6%, desacelerando desde el 3,9% de marzo

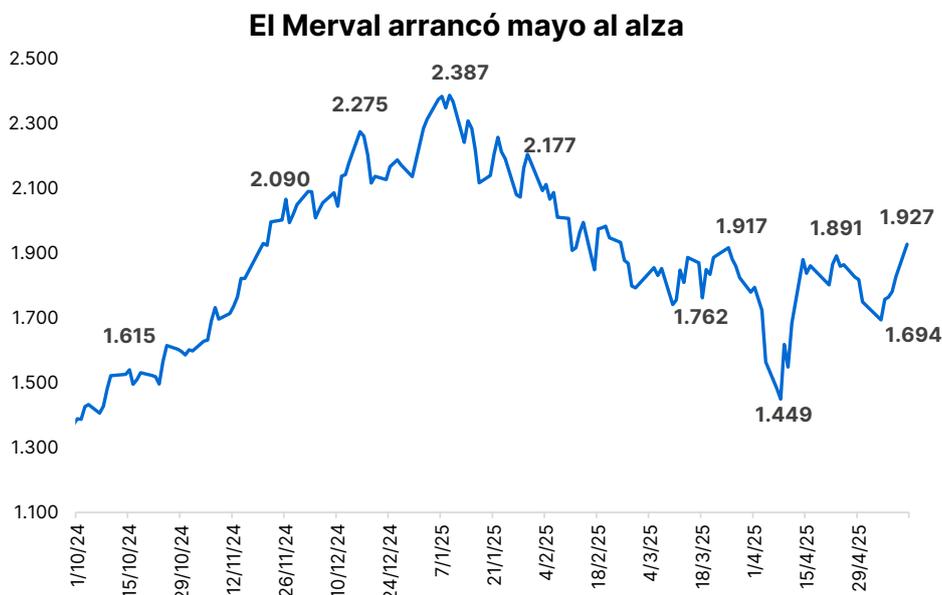


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El Merval arrancó mayo al alza

Las acciones argentinas tuvieron gran inicio de la semana. El buen clima internacional hizo su aporte luego de que EE.UU. y China acordaran una pausa en la guerra comercial por los próximos 90 días. A esto puede haber aportado una visión favorable hacia el oficialismo nacional luego del desempeño en las elecciones provinciales del fin de semana. En este marco, **el Merval subió 5,5% hasta US\$1.927, siendo el mayor salto desde la liberación de parte de los controles cambiarios hace 16 ruedas.**

Lógicamente los papeles que componen el panel líder del Merval volaron. Al frente de las ganancias de destacó **TGNO4 (+10,3%)** con subas de dos dígitos y fue escoltada por **METR (+9,9%)** e **YPFD (+9,1%)**. Las únicas excepciones fueron **TXAR (-3,6%)** y **ALUA (-1,7%)** que terminaron en rojo. La segunda presentó ayer su balance con resultados por debajo del mismo período del año anterior, pero en línea con el desempeño de las demás compañías de materiales como LOMA y TXAR. Por su parte, los ADRs que cotizan en Wall Street no quedaron ajenos a la buena jornada y el podio ganador estuvo integrado por **YPF (+8,7%)**, **PAM (+7,7%)** y **GLOB (+7,5%)**. Del otro lado, solamente **BIOX (-1,3%)** e **IRS (-0,1%)** finalizaron en terreno negativo.



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

Ayer presentaron sus resultados del primer trimestre del 2025 varias compañías argentinas. **Entre las más importantes, se destaca Pampa Energía (BYMA: PAMP; NYSE: PAM), que tuvo ingresos por ventas por US\$414 millones (+3,2% yoy)**, la mayor parte dentro del mercado local (US\$352, +8,0% yoy) y los US\$62 millones (-17,3% yoy) restantes al mercado externo. A su vez, incurrió en mayores costos por US\$285 millones (+10,5% yoy), lo que se reflejó en **un menor resultado bruto de US\$129 millones frente a los US\$143 millones del 1Q24 y el margen bruto se ubicó en 31,16%, 450 puntos básicos menos que un año atrás.** Si bien los gastos operativos crecieron: gastos de comercialización (+31,3% yoy), gastos de administración (+4,9% yoy) se redujeron otros ingresos operativos (de US\$35 millones a US\$32 millones) y los egresos operativos (de US\$31 millones a US\$22 millones), a lo que se agrega que no se registró deterioro de activos financieros, cuando en el 1Q24 habían sido US\$34 millones. **Así, el resultado operativo aumentó 1,7% yoy hasta US\$121 millones. En tanto, el EBITDA ajustado trepó a US\$220 millones, lo que representa un salto del 17% en términos interanuales.** A esto se agrega un crecimiento sustancial de los resultados financieros netos de US\$1 millón a US\$29 millones, impulsado por

una combinación de mayores ingresos financieros y menores gastos. Como consecuencia, el resultado antes de impuestos alcanzó los US\$150 millones (+25,0% yoy), pero debido al menor crédito por el impuesto a las ganancias (se redujo de US\$148 millones a US\$4 millones), **el resultado neto del período cayó 42,5% yoy hasta US\$154 millones.**

En cuanto a la parte operativa, **la producción de petróleo se redujo 25% yoy, pasando de 4,3 kboe/d a 3,2 kboe/d.** Esta caída se explicó principalmente por la venta de la participación en el área Gobernador Ayala en octubre del año pasado, junto con caídas en los bloques no operados El Tordillo y Los Blancos, que no lograron ser compensadas por el aumento en la producción de *shale* de Rincón de Aranda. Cabe destacar que el costo de extracción por boe aumentó 20% yoy hasta US\$6,9/boe, aunque se redujo en términos secuenciales (-20% qoq). No obstante, **la producción de gas creció 1% yoy hasta 69,5 boe/d, permitiendo que la producción en el agregado del segmento termine flat yoy.**

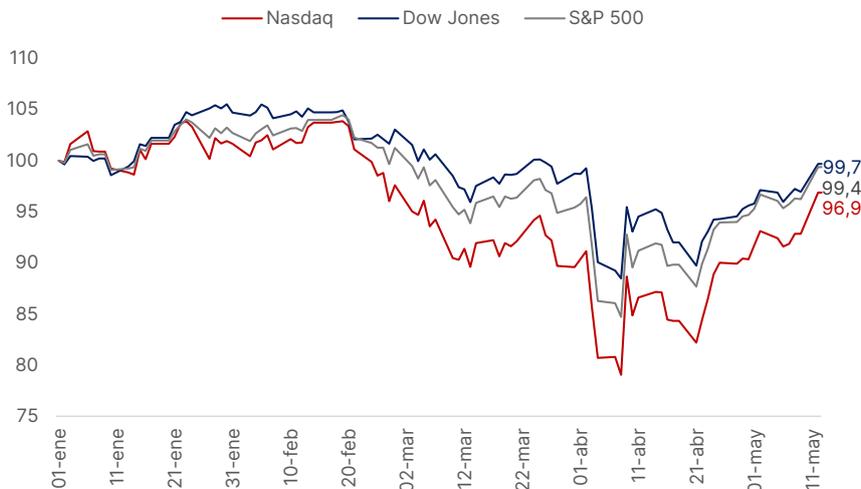
Por su parte, **el segmento de generación de energía tuvo un crecimiento sustancial con ventas que treparon 27% yoy como consecuencia del aumento de los precios de energía spot y la incorporación del PEPE 6** que sumó 135GWh en el trimestre y permitió que la capacidad eólica de Pampa Energía pase de 287 MW a 427 MW. Por último, petroquímica tuvo un mal trimestre, con caídas en ventas del 23% yoy debido a menores volúmenes comercializados, que se ubicaron en 84 mil toneladas (-24% yoy), como resultado de la parada de planta en febrero, la cual derivó en una baja de la producción del 30%.

En resumen, **fue un buen trimestre para Pampa Energía debido a la mejora en el segmento de generación de energía, mientras que el segmento de Oil&Gas y su desarrollo de *shale* comienza a despegar.** Luego de la *earnings call* profundizaremos sobre los resultados de esta compañía.

El combo perfecto: acuerdo con China y baja inflación

Tras el anuncio de una tregua de 90 días en la guerra comercial entre Estados Unidos y China -que incluye una reducción de aranceles del 145% al 30% para productos chinos y del 125% al 10% para bienes estadounidenses-, **los principales índices bursátiles registraron un fuerte rally.** El Nasdaq subió 4,4%, seguido por el S&P 500 y el Dow Jones, que hicieron lo propio en 3,3% y 2,8%. **Trump** no piensa dejar las cosas ahí: ahora se embarca en **una gira estratégica por Medio Oriente, desde China a Arabia Saudita, en la que se esperan decenas de acuerdos** que abarcan desde inteligencia artificial y semiconductores hasta metales raros y transporte.

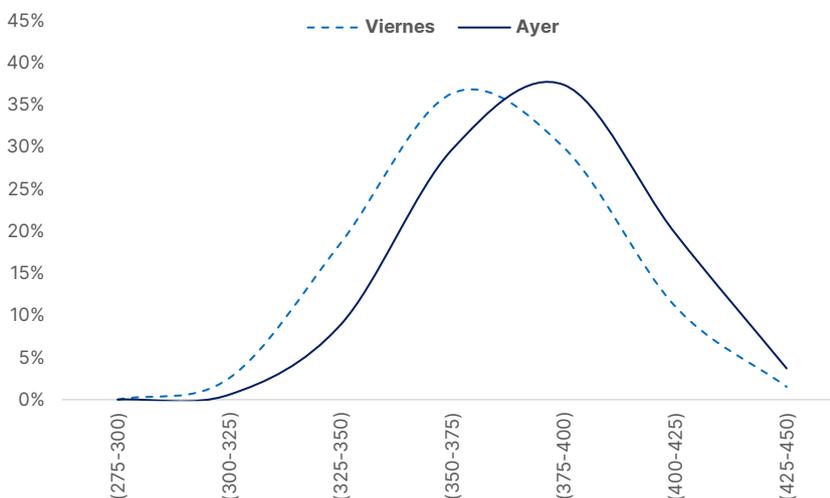
Evolución de los principales índices bursátiles
(Base 100 = dic. 2024)



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

Ante la mejor perspectiva, los riesgos de recesión son menores y **el mercado descuenta que la Reserva Federal podría bajar de manera más gradual la tasa de política monetaria**. Al viernes, en el mercado de futuros de tasa de interés estaba en precios tres bajas para lo que resta del año y ahora solo dos. Así, **los rendimientos de los *Treasuries* subieron a lo largo de la curva**. Tanto la tasa a 2 años como la tasa a 10 años escalaron 10 pbs cada una hasta 4,47% y 3,99%, respectivamente. De esta forma, el *spread* entre ambos tramos terminó en 48 pbs.

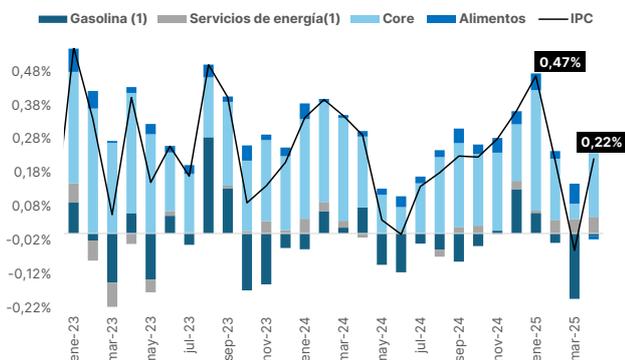
Expectativa del mercado sobre la política monetaria de la Fed



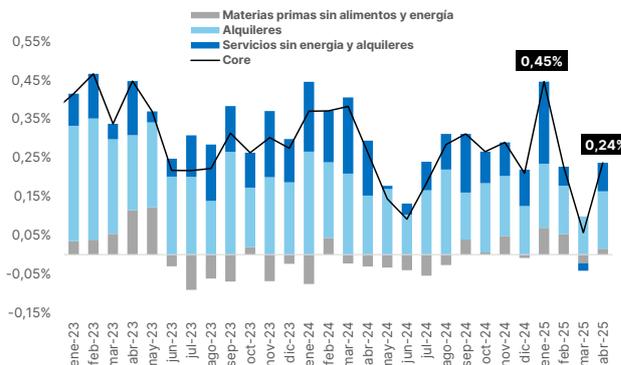
Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

No menor, **el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de abril trajo buenas noticias**. La inflación general viajó 0,2% mensual, por debajo del 0,3% esperado, y se aceleró respecto al dato de marzo (-0,1%). Así, en los últimos 12 meses acumula una suba del 2,3%, por debajo tanto de las proyecciones del mercado como del registro previo (ambos en 2,4%), y por encima del *target* de la Fed del 2%. Por su parte, la inflación núcleo también sorprendió: se ubicó en 0,2% mensual frente al 0,3% que proyectaba la mediana de los analistas de Bloomberg, marcando una leve aceleración desde el 0,1% de marzo. En términos interanuales, se mantuvo en 2,8%, en línea con las expectativas y el dato del mes anterior.

Evolución mensual de la inflación general



Evolución mensual de la inflación núcleo



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

En este contexto, **los futuros de los principales índices bursátiles, que habían arrancado la rueda en rojo, ahora se muestran mixtos.** El Nasdaq y el S&P 500 suben 0,4% y 0,2%, respectivamente, mientras que el Dow Jones cae 0,3%. Por su parte, los rendimientos de los *Treasuries* operan en baja: la tasa a 10 años recorta 2 pbs y el tramo corto lo hace en 3 pbs.

Temporada de balances internacional: los volúmenes de producción impulsaron los resultados de Petrobras

La petrolera brasileña presentó sus resultados del 1Q25, con mejoras operativas impulsadas por mayores volúmenes de producción. **Petrobras (NYSE: PBR) reportó ingresos por US\$21.073 millones, 1% por encima del 4Q24, pero 11% por debajo del mismo trimestre del año pasado.** Sin embargo, el EBITDA ajustado alcanzó los US\$10.652 millones, lo que representa una caída interanual del 14,3%, 3% por debajo de las estimaciones de Bloomberg.

El segmento destacado fue Exploración y Producción, que experimentó un aumento del 50% en el EBITDA ajustado qoq, alcanzando los US\$10 mil millones, impulsado por un incremento del 5% interanual en los volúmenes de producción. Cabe destacar que, junto con los volúmenes también crecieron los costos. El *lifting cost*, creció 12,5% yoy a 6,79 US\$/bbl debido al incremento del mantenimiento en los bloques *pre-salt*. Por su parte, el segmento refinación mostró una caída del 29% qoq en el EBITDA ajustado hasta US\$1.070 millones, como consecuencia de una menor utilización en las platas producto de la renovación de la refinería RNEST.

En cuanto al CAPEX, **Petrobras destinó US\$4.065 millones durante el trimestre (+33,6% yoy).** La porción más importante fue destinada a exploración y producción (US\$3.502 millones; +41,7% yoy), seguida por inversiones en refinerías, transporte y comercialización por US\$405 millones (+11,8% yoy). Entre los avances más importantes, se destaca la entrada en operación del FPSO Almirante Tamandaré en el campo de Búzios, una nueva unidad clave para sostener el crecimiento de la producción en el *pre-salt*.

Para concluir, **Petrobras declaró un dividendo de R\$0,909 por acción (US\$0,32 por ADR), totalizando US\$2.040 millones.** Esta cifra fue aproximadamente un 7% inferior a la estimación de consenso de US\$2.190 millones. De momento, la acción se mantiene prácticamente *flat* en el *premarket*.

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

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. |