

14 de mayo de 2025

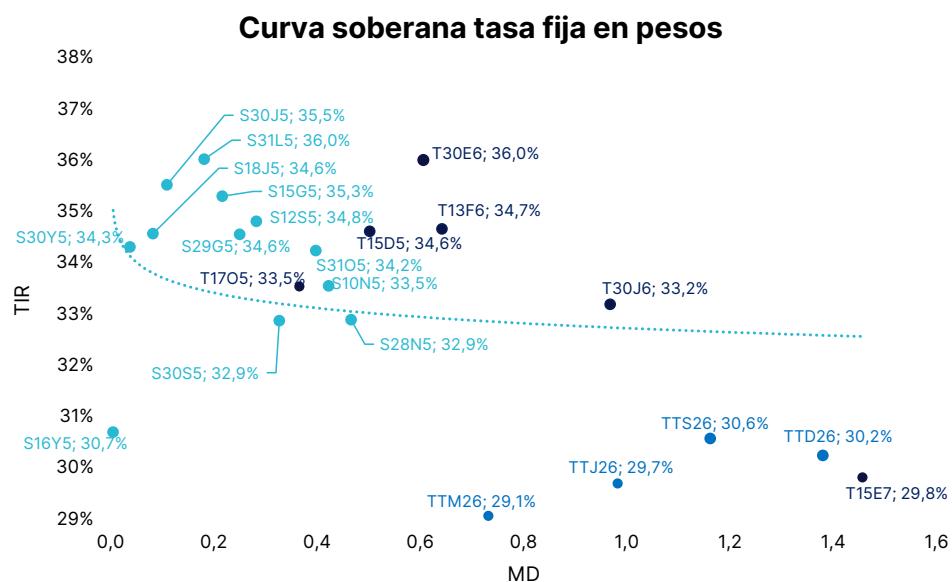
Daily Mercados

ppi

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

Licitación del Tesoro: ¿cómo se movió el mercado de pesos en la víspera?

En la antesala de la licitación, y el dato de IPC del mes de abril (primer mes bajo nuevo esquema cambiario), la deuda soberana en pesos tuvo un desempeño dispar. Por un lado, las estrategias ajustadas por inflación (CER) tuvieron un comportamiento débil, mientras que la renta fija se mantuvo algo más estable luego de la compresión de tasas vista la semana pasada. En concreto, en lo que va de la semana, los bonos CER descienden -0,4/-2%, las LECAPS casi no tuvieron movimiento, los BONCAPs muestran variaciones mixtas en el rango de -1,1%/+1,2%, mientras que las BONTAMs tuvieron el mejor desempeño avanzando hasta 1,1%. Así, las TEMs de las LECAPs comprimieron a la zona de 2,4/2,6%, las de las BONCAPs hacia 2,2/2,6% de TEM y los bonos Diales se posicionan en la zona de 2,2% de TEM. En este contexto, **la evolución de las próximas ruedas estará marcada tanto por el resultado de la licitación como por el dato de inflación**, que podrían definir el rumbo de las estrategias en pesos en el corto plazo.



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

Focalizándonos en la subasta de hoy, tras el canje parcial de la letra con vencimiento el 16 de mayo por la LECAP de septiembre, los vencimientos se reducen a \$5,4 billones. En este contexto, Finanzas realizará reaperturas de LECAPs con vencimientos programados para el 30 de junio de 2025, 31 de julio de 2025, 29 de agosto de 2025 y 28 de noviembre de 2025. Adicionalmente, emitirá el BONCAP con plazo al 30 de enero de 2026. Asimismo, se llevará a cabo la licitación de un nuevo bono TAMAR con vencimiento el 30 de abril de 2026 y del BONCER cero cupón, cuyo vencimiento está previsto para el 30 de octubre de 2026.

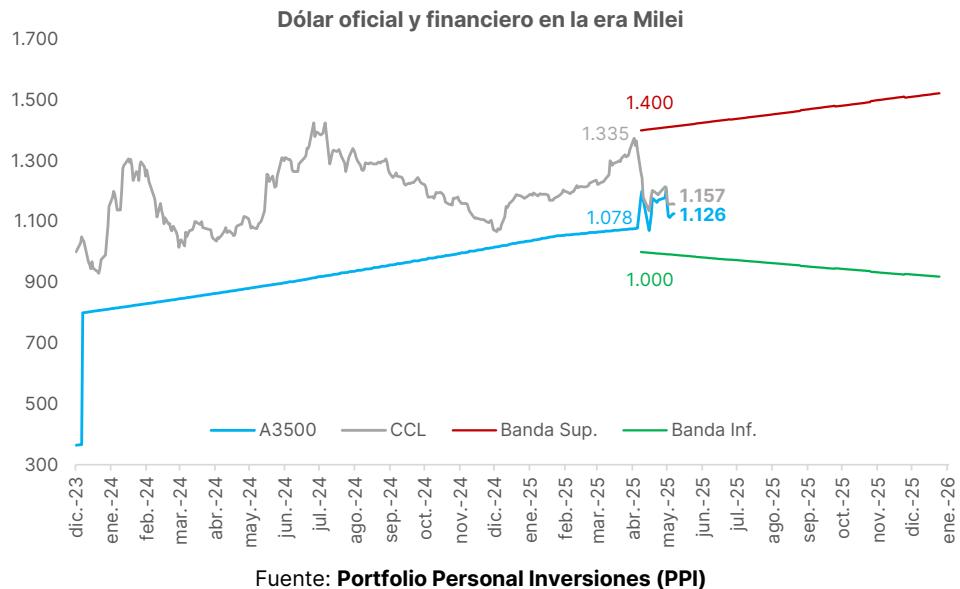
Por otro lado, el MECON llevará a cabo una conversión de títulos, **ofreciendo la posibilidad de intercambiar el BONCER TZX26**, con vencimiento el 30 de junio de 2026, **por el BONO DUAL TAMAR TTD26**, que vence el 15 de diciembre de 2026. En este contexto, estaremos atentos a la publicación del valor del canje esta mañana, a fin de evaluar la conveniencia de esta operación. Recordemos que nuestros clientes tienen tiempo de ingresar sus órdenes para la subasta hasta las 14hs.

Diseccionando lo qué está pasando en el MULC

Una jornada sin sobresaltos en el mercado cambiario. Ayer el tipo de cambio oficial cedió ligeramente, manteniéndose por debajo del medio de la banda. **El A3500 prácticamente no se**

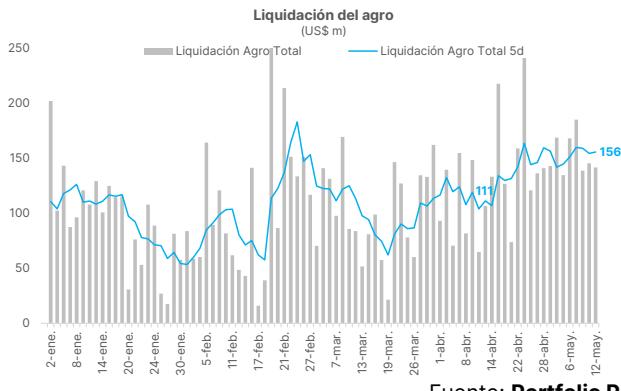
movió, ajustándose marginalmente de \$1.126 a \$1.125,7, mientras que el *spot* retrocedió 0,7% de \$1.133 a \$1.125,5.

El tipo de cambio permanece por debajo del centro de la banda



Dada esta relativa calma en el mercado cambiario, nuestra atención se centra en desglosar los determinantes del mercado único de cambios. Por un lado, **la oferta de dólares mantiene su solidez**. En cuanto a la comercialización de granos y oleaginosas, estimamos que, **al 7 de mayo, ya se había comercializado el 32,4% de la producción de maíz y el 30,9% de la de soja**, superando el desempeño de las dos campañas previas a la semana 18 del año. **Esta dinámica se refleja en un consistente ritmo de liquidación del agro en el MULC**: la media móvil de cinco días subió a US\$156 millones desde US\$111 millones del 11 de abril (antes del nuevo esquema cambiario). A la oferta del agro, se le suman **los flujos financieros, que volvieron a ser oferentes netos de dólares en el MULC**. Los préstamos en dólares, excluyendo los de tarjetas de crédito, acumulan once ruedas consecutivas al alza al 9 de mayo (último dato monetario disponible). Así, se dispararon US\$552 millones en este período y US\$502 millones desde el 11 de abril (cuando se anunció la Fase 3 del programa económico). ¿El motivo? Se reanudaron los incentivos para tomar nuevos préstamos en dólares, dado que se restableció el *spread* positivo entre las tasas de interés en pesos y la tasa de devaluación esperada.

La liquidación del agro aceleró desde el lanzamiento de la Fase 3

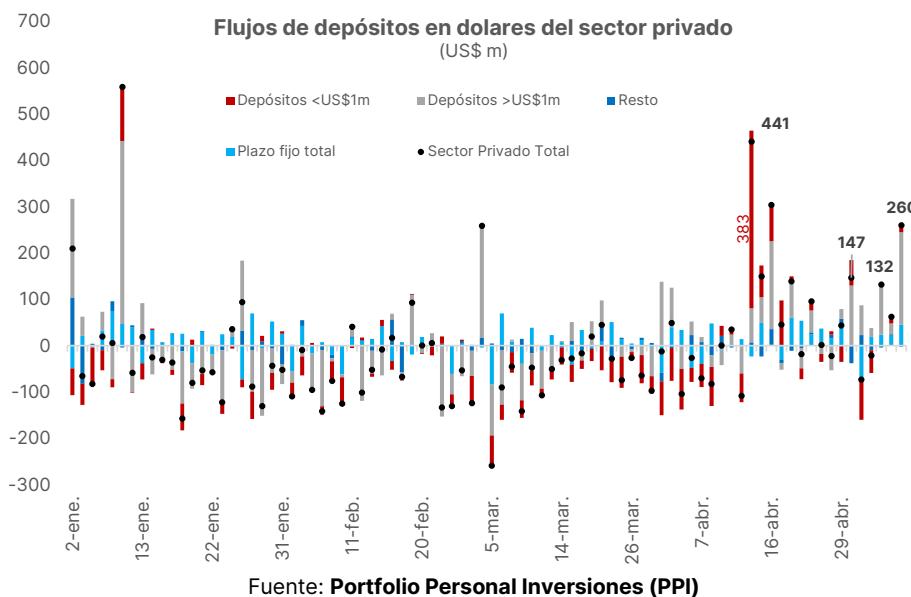


Los préstamos en USD llevan once ruedas consecutivas de subas



Desde el lado de la demanda, cabe resaltar que **los depósitos en dólares del sector privado treparon US\$1.690 millones al 9 de mayo desde el lanzamiento del nuevo esquema**. De este monto, **solo US\$551 millones fueron explicados por la suba de los depósitos en cuentas a la vista y caja de ahorros menores a US\$1 millón**, que es un proxy de la formación de activos externos de los inversores *retail*. Recordamos que US\$383 millones aumentaron el primer día de la fase 3 del programa económico. Dicho esto, el salto de los depósitos en dólares se debió mayormente al incremento de los depósitos en cuentas a la vista y caja de ahorro mayores a US\$1 millón, que escalaron US\$879 millones en el mismo período. En tanto, los depósitos a plazo fijo y el resto de los depósitos subieron US\$260 millones desde el 11 de abril.

Trepan los depósitos en dólares, pero los del *retail*/mermaron su ritmo de suba



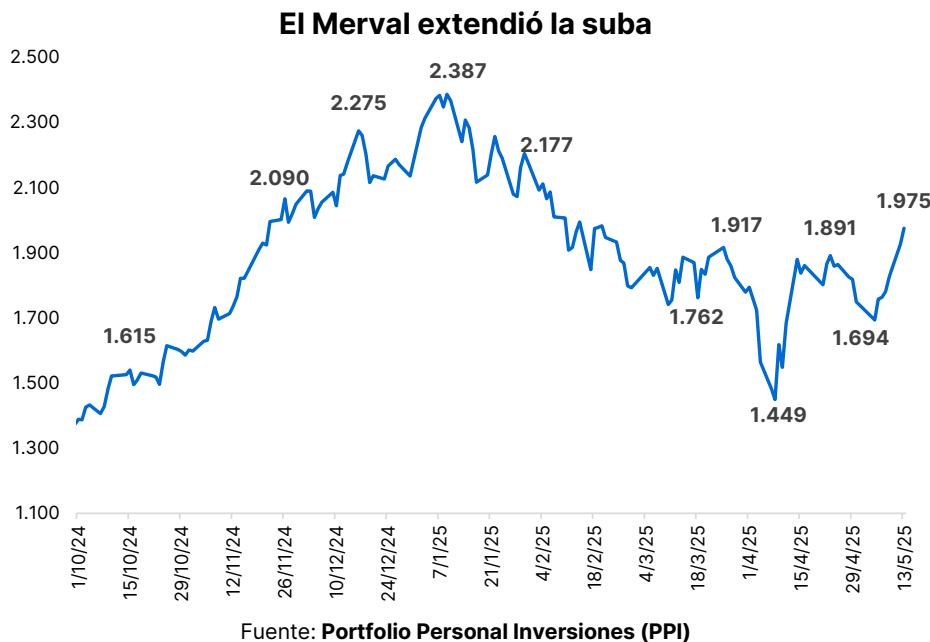
En otras novedades, **ayer el Tesoro recibió un desembolso del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por US\$500 millones**, tal como se había anunciado la semana pasada. Alrededor de las 16:00 horas, el BCRA adelantó la operación al publicar que las reservas brutas aumentaron desde US\$38.100 millones el lunes a US\$38.650 millones (+US\$550 millones). Minutos después, el secretario de Finanzas, Pablo Quirno, confirmó en su cuenta de X ([link](#)) que US\$500 millones de esta suba se debieron al desembolso del BID, el cual "será destinado a políticas que promuevan la acumulación de reservas e impulsar condiciones más favorables para un crecimiento liderado por el sector privado".

Por último, debemos recordar que **hoy a las 16hs el INDEC publicará la inflación de abril** (primer mes bajo el nuevo esquema cambiario). En este sentido, vale la pena repasar que nuestra estimación del IPC GBA (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. Además, las mediciones de alta frecuencia ubican a la general (nacional) en el rango 2,7%-2,5%. A su vez, el REM prevé que sea de 3,2%. En definitiva, **se espera que la inflación desacelere con respecto a marzo**. Aguardaremos al dato oficial de hoy para ver cuál es el desenlace de la película.

El Merval extendió la suba

El principal índice de acciones argentinas nos tiene acostumbrado a los movimientos verticales. El inicio de esta semana no fue la excepción. **El lunes trepó un 5,5% y ayer escaló otro 2,5%**

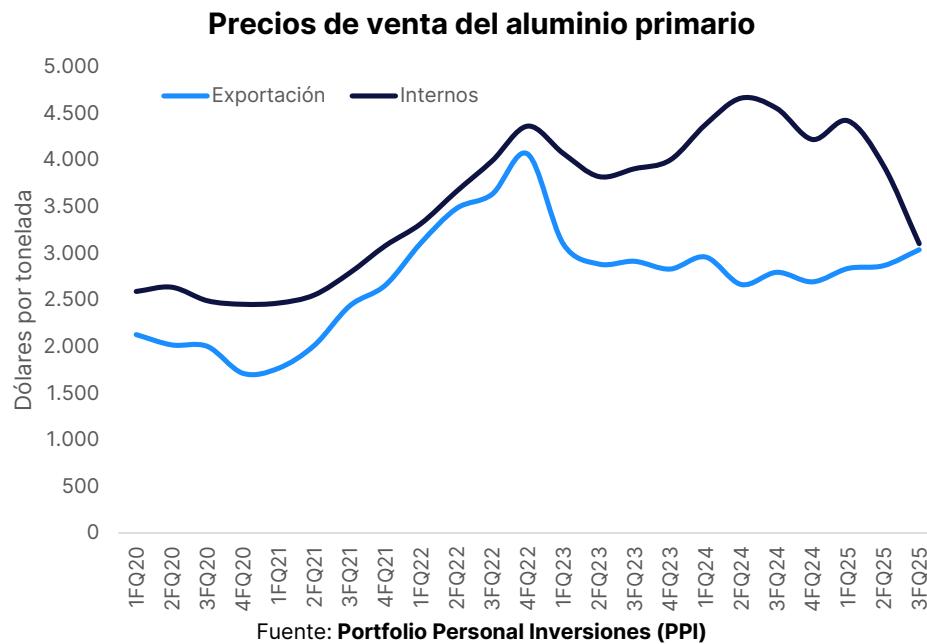
adicional hasta alcanzar los US\$1.975, el nivel más alto desde el 20 de febrero (US\$1.983). Así, en apenas dos ruedas compuso un retorno del 8,1% y acumuló un ascenso de 12,9% en mayo. Cabe destacar que esto vino de la mano de un humor positivo internacionalmente: el Nasdaq Composite y el S&P 500 subieron 1,6% y 0,7%, respectivamente; en emergentes, el ETF EEM trepó 0,2%, mientras Brasil (ETF EWZ) saltó 3,1% y México (ETF EWW) 2,1%. En este contexto, tal como es de esperar, los componentes del panel líder tuvieron una nueva jornada teñidos de verde. El podio ganador se compuso por **COME (+11,3%), VALO (+9,1%) y TXAR (+7,9%)**. En el exterior, se repitió el sentimiento optimista con **EDN (+5,6%), CEPU (+3,8%) y CAAP (+3,3%)** al frente de las ganancias y sin ADRs en terreno negativo.



Entre las noticias relevantes del mundo corporativo destacamos que **Aluar Aluminio Argentino informó que adecuará sus precios de venta al mercado interno en diferentes segmentos de productos de aluminio. Así, en el transcurso del trimestre, la reducción llegaría hasta el 25% en los precios a distribuidores y clientes industriales.** Esta baja se explicaría por menores costos impositivos que debe afrontar la compañía luego de la reducción de aranceles e impuesto a la importación como la baja del impuesto PAIS y la percepción del IVA en Aduana. Aunque no hay que descartar que, también en parte, la decisión puede vincularse a la necesidad de sostener la demanda en un contexto más competitivo. También pudo haber contribuido un marcado descenso de la alúmina, su principal insumo junto con la energía eléctrica. Cabe destacar que, los precios que se desprenden de su último balance indicarían que, en el primer trimestre del año, los precios del aluminio en el mercado interno habrían caído fuertemente.

A esta altura, es importante recordar que el mercado interno representa apenas el 30% de las ventas de la compañía, y que los principales destinos para su producción de aluminio primario son Estados Unidos y México. De cualquier manera, **la medida puede sorprender luego de un balance que estuvo por debajo del mismo trimestre del 2024. En el 1Q25 registraron ventas netas por \$288.617 millones (-20,4% yoy)** y, si bien enfrentaron menores costos de ventas (-12,5% yoy), **el resultado bruto se desplomó de \$93.832 millones en el 1Q24 a \$53.421 millones en el 1Q25.** Al mismo tiempo, disminuyeron en el margen los demás costos operativos, pero como consecuencia de la reducción de la brecha cambiaria que implicó menores ingresos por las ventas liquidadas en el mercado de cambios alternativo (esquema 80/20), “otros resultados operativos”

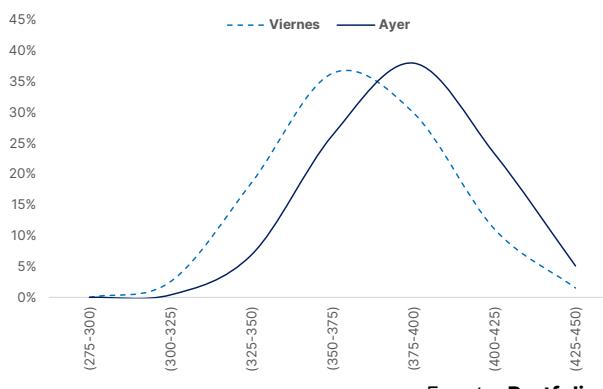
pasaron de \$27.011 millones a \$9.506 millones. Así, **el resultado operativo se redujo en un 61,5% yoy hasta \$34.434 millones**. Además, el contexto de mayor estabilidad redujo considerablemente los resultados financieros, lo que tampoco contribuyó al **resultado neto del ejercicio que totalizó \$23.007 millones en el 1Q25, frente a \$163.731 millones en el 1Q24**. En definitiva, una baja del precio de sus productos, de no ser compensada por un crecimiento equiparable en cantidades, continuará afectando los resultados de la compañía durante el año. Aun así, el movimiento puede ser positivo de mediano o largo plazo si efectivamente acrecienta la demanda por sus productos de manera que mantenga su posición en el mercado y le permita crecer a una tasa superior a la que venía mostrando.



¿Se terminaron las malas noticias en Estados Unidos?

En medio de la desescalada de la guerra comercial, se conocieron buenos datos de inflación correspondientes a abril (para mayor detalle pueden leer nuestro [daily de ayer](#)). Es decir, **si efectivamente se vuelve a un escenario de menores aranceles y el ruido en torno a las negociaciones no tiene un correlato significativo ni en precios ni en nivel de actividad, entonces eventualmente la Fed podría abandonar el modo "wait and see" y volver a poner el foco en la evolución de la inflación**. Por esta razón, el mercado descuenta que el organismo podría recortar la tasa de política monetaria de manera más gradual. Hasta el viernes, los futuros de tasas de interés reflejaban tres bajas para lo que resta del año; ahora, solo dos. Así, el Nasdaq Composite y el S&P 500 terminaron al alza ayer al subir 1,6% y 0,7%, respectivamente.

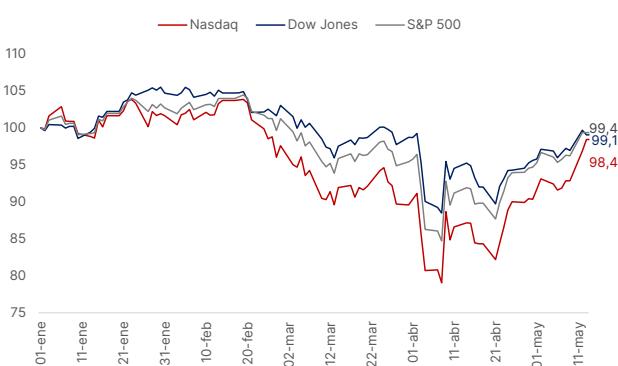
Expectativa del mercado sobre la política monetaria de la Fed



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Evolución de los principales índices bursátiles

(Base 100 = dic. 2024)



Más allá de esto, vale señalar que muchas de las grandes cadenas de supermercados advirtieron que el impacto en precios o posibles faltantes de productos podría comenzar a tener lugar recién en mayo, por lo que aún no se trata de una historia cerrada. En cuanto al nivel de actividad, **todavía falta conocer el dato del PBI del segundo trimestre, cuando se agudizó el conflicto comercial**.

El primer trimestre arrojó un mal dato, explicado principalmente por un adelantamiento de importaciones ante la expectativa de nuevas restricciones. Aun así, el consumo, si bien se desaceleró, mostró una variación positiva. Para el segundo trimestre, es probable que la balanza comercial juegue a favor; resta ver qué ocurre con el consumo.

En definitiva, **el punto es que aún está abierta la posibilidad de que se materialicen efectos negativos sobre la economía real, aunque el mercado podría interpretarlos como transitorios si avanzan las negociaciones con China**. Por el momento, como mencionamos en otras oportunidades, se alcanzó una tregua por 90 días que contempla una reducción de aranceles: del 145% al 30% para productos chinos y del 125% al 10% para bienes estadounidenses, lo cual es una gran noticia.

Temporada de balances internacional: Nu presentó buenos resultados, pero la vara estaba muy alta

Nu Holdings (NYSE: NU), una de las principales plataformas digitales financieras de Latinoamérica, presentó ayer sus resultados del 1Q25 tras el cierre del mercado. Aunque los números fueron sólidos, los inversores no parecen haber quedado del todo satisfechos. **Reportó ingresos récord por US\$3.248 millones (vs US\$3.090 esperados), un 19% más que en el mismo período del año pasado, con un resultado operativo de US\$795 millones**. El resultado neto ajustado trepó a US\$606 millones, por encima de los US\$592 millones estimados. Por último, la utilidad neta creció a US\$557,2 millones (+47% yoy), lo que representa un beneficio por acción (EPS) de US\$0,1139, por debajo de los US\$0,12 esperados por el consenso de mercado.

El principal impulso para este desempeño fue el crecimiento de la base de clientes, que sumó 4,3 millones de nuevos usuarios en el trimestre (+19% yoy), alcanzando un total de 118,6 millones, de los cuales 98,7 millones son usuarios activos. Este avance se atribuye a la fuerte expansión en Brasil, México y Colombia. Sin embargo, el mercado esperaba más. **En el premarket, la acción cae 3,5%, una reacción que contrasta con la performance operativa**. La valuación exigente y las altas expectativas pueden haber jugado en contra, ya que a pesar de que los

resultados no fueron del todo malos, para sostener estos niveles, debería mantenerse sucesivamente por encima de las expectativas.

De cara al futuro, la compañía planea seguir ampliando su oferta, especialmente en préstamos y seguros. Además, **busca consolidar su presencia en México, donde recientemente obtuvo una autorización clave para operar como banco local**. Esto le permitirá ofrecer más servicios financieros y competir directamente con las entidades tradicionales. En paralelo, también continúa fortaleciendo su operación en Colombia, otro de los mercados estratégicos de su expansión regional.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini

Strategy Team Leader
pmorini@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
lodelaney@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@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. |