

15 de mayo de 2025

Daily Mercados

ppi

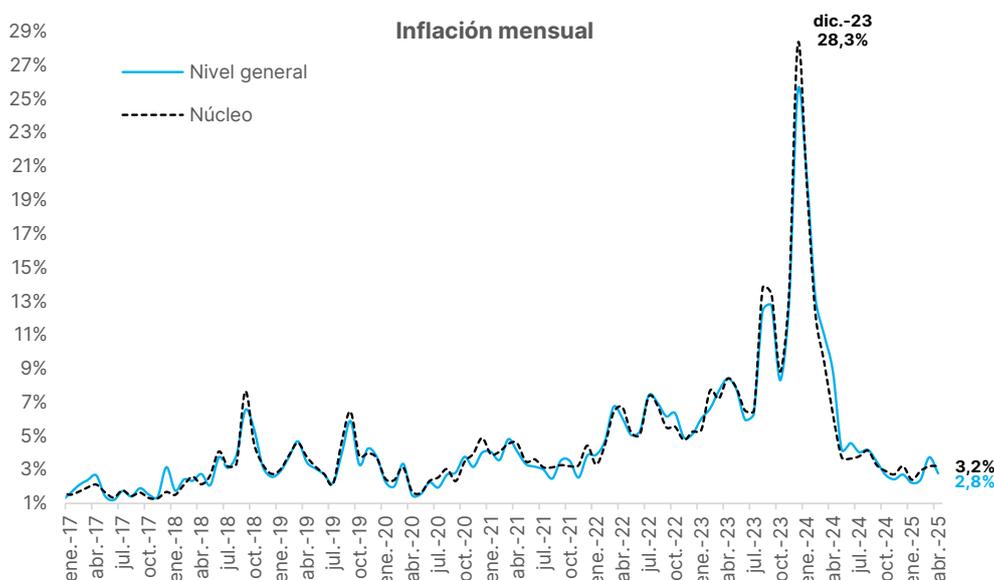
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

IPC de abril: ¿y el *passthrough* dónde está?

En abril (primer mes, aunque no completo, bajo el nuevo esquema cambiario), **la inflación general desaceleró a 2,8%** desde 3,7% en marzo. El dato es sumamente positivo considerando que el tipo de cambio oficial A3500 saltó 11,4% en los dos primeros días bajo el esquema de bandas de flotación, pero cerró abril 8,7% por encima del nivel del 11/04. De todas formas, el IPC general aún se encuentra por encima del 2,4% de febrero y el 2,2% de enero, el ritmo más bajo desde el 2% de febrero 2020 al excluir la pandemia.

La noticia menos positiva llegó por el lado de **la núcleo: se estabilizó en 3,2%**, conservando el mayor ritmo desde septiembre (3,3%). **La razón por la que la general se mantuvo por debajo de la subyacente fue la fuerte desaceleración en los precios estacionales y regulados**, los cuales habían jugado significativamente en contra de la general en marzo. En particular, los primeros, que habían subido 8,4%, se desplomaron a 1,9% en abril, mientras que los segundos bajaron de 3,2% a 1,8%. De esta manera, al mantenerse sin cambios, la inflación *core* reflejó cierto *passthrough*, aunque acotado. En contraste, la inflación general habría "ocultado" este efecto en cierto punto, al estar amortiguada por el retroceso de los precios estacionales y regulados.

La inflación general sorprendió al imprimir 2,8% en abril



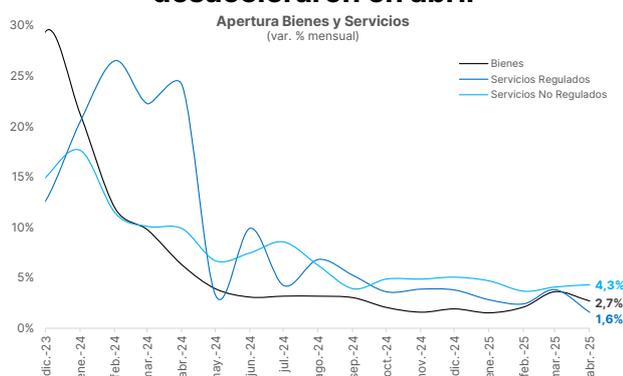
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El dato de la general resultó mejor de lo esperado por el REM, ya que preveía una inflación de 3,2% en abril. En tanto, se ubicó más cerca del rango inferior de las mediciones de alta frecuencia, que oscilaban entre 2,7% y 3,5%. Caputo estuvo más en línea, al anticipar que el IPC vendría "en torno a 3%" en el *streaming* Tiempo Libre. Por su parte, el mercado fue aún más optimista, al estar el *breakeven* de inflación parado en 2,6%. En definitiva, **se cumplió lo que todos esperaban: la inflación de abril desaceleró con respecto a la de marzo.**

Desde otra perspectiva, **tanto los bienes como los servicios presentaron datos alentadores.** Los bienes moderaron su ritmo de suba desde 3,6% en marzo a 2,7% en abril. Igualmente, siguen ubicándose bastante por encima del 2,1% de febrero y del 1,5% de enero -el menor ritmo desde diciembre de 2017 (1,2%)-, cuando aún no había dudas sobre la sostenibilidad del antiguo esquema cambiario (*crawling* mensual de 1%). Por su parte, los servicios también cedieron al pasar de 4,0% a 3%, marcando el menor ritmo desde noviembre 2021 (2,5%) al ubicarse por debajo del

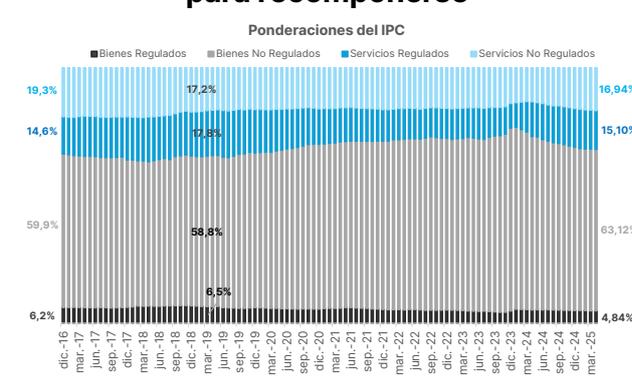
3,1% de febrero. Al diseccionar este recorte, nos damos cuenta de que fue producto de los servicios regulados, los cuales bajaron de 3,8% en marzo a 1,6% en abril, el ritmo más lento desde diciembre de 2021. En cambio, los no regulados aceleraron de 4,1% a 4,3%. Con respecto a esto último, es clave tener en cuenta que los incrementos en servicios no regulados suelen concentrarse en la primera semana de cada mes. Por ende, este avance podría reflejar que las expectativas inflacionarias estaban algo desancladas antes del anuncio del nuevo esquema cambiario. Cabe destacar que tanto los servicios regulados como no regulados aún tienen algo de espacio para recomponerse por las subas no realizadas entre diciembre 2023 y marzo 2024, al mirar la ponderación que tenían en febrero/marzo 2019, momento en que los precios relativos estaban “relativamente alineados”.

Los bienes y servicios regulados desaceleraron en abril



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

Los servicios aún tienen algo de espacio para recomponerse



Sin lugar a duda, **el dato de abril fue prometedor, dejando entrever que el *passthrough* fue limitado.** Hay quienes sostienen que la inflación podría haber sido más baja si no se hubiese cambiado el esquema cambiario. Es decir, sostienen que habría habido un *passthrough* que no se puede medir con certeza. Lo cierto es que, tras la corrección inicial del tipo de cambio, se esperaba que la inflación superara el 4% en base a las primeras mediciones de alta frecuencia. Sin embargo, esto no sucedió, sino que ocurrió lo contrario: la inflación desaceleró y penetró nuevamente el 3% mensual. De cara a mayo y junio, si el tipo de cambio oficial continúa manteniéndose entre el piso y el centro de la banda, la desinflación debería extenderse. Las medidas recientemente anunciadas, como la baja de la nafta, la postergación del aumento del impuesto a los combustibles y la eliminación de impuestos y aranceles de importación a los electrónicos, colaboraría en este sentido. **Hacia adelante, consideramos que la clave será estar atentos a la evolución de la inflación núcleo**, ya que es una medida tendencial al excluir precios regulados y estacionales. Dado que mostró signos de que habría habido un *passthrough* acotado (se mantuvo estable en vez de desacelerarse), **es importante que retome su tendencia a la baja en los próximos meses** para descartar que haya cierta inercia inflacionaria.

Sin sobresaltos: el Tesoro completa la licitación con éxito

El MECON adjudicó un total de \$5,4 billones, tras recibir ofertas por \$6,34 billones. Asimismo, en la licitación de conversión (TZX26 por TTD26) se asignó un valor efectivo equivalente a \$6,1 billones. De este modo, **el rollover alcanzó el 1x** (teniendo en cuenta todos los pagos hasta la fecha de liquidación), ya que los vencimientos se ubicaban en torno a los \$5,4 billones, luego de que el Tesoro realizara el canje parcial de la LECAP de mayo, cuyo vencimiento es mañana, por la de septiembre. **Este resultado no resulta sorprendente, ya que el Tesoro no enfrentaba grandes desafíos en esta instancia.** El reciente rally de las curvas en pesos, junto con su comportamiento estable en los últimos días, llevó los rendimientos del segmento a niveles en los que Finanzas se

siente cómodo convalidando dichas tasas, sin necesidad de adjudicar rendimientos superiores en el mercado primario. No es casualidad que, tras varias licitaciones sin ofrecer instrumentos a corto plazo, el Tesoro haya optado por hacerlo en esta ocasión.

¿Y cómo salieron las tasas? En términos generales, los instrumentos ofrecidos en la licitación se adjudicaron a tasas en línea con el mercado secundario. Tal como preveríamos, las dos LECAPs más cortas concentraron el mayor interés: la S30J5 captó el 36,7% del total adjudicado, mientras que la S31L5 obtuvo el 25,4%. Ambas se emitieron a una TEM del 2,6%, prácticamente sin variaciones respecto al cierre del mercado secundario. Además, se adjudicaron otras series con resultados similares en cuanto a tasas: la S28G5 a una TEM del 2,54%, la S28N5 a una TEM del 2,52% y la T30E6 a una TEM del 2,53%. Por otro lado, la TZXO6 se adjudicó con una TIR del 9,44%, mientras que la LETAM M30A6 (TAMAR + *spread*) fue declarada desierta.

Resultado de la primera licitación de mayo

Instrumento	Fecha	Emitido (Mill.)	Valor Efectivo (P\$ Mill)	Tasa
LECAP (S30J5)	30/06/25	1.404.998	1.983.856	2,6% (2)
LECAP (S31L5)	31/07/25	991.125	1.373.204	2,6% (2)
LECAP (S29G5)	29/08/25	224.075	324.237	2,54% (2)
LECAP (S28N5)	28/11/25	221.629	233.553	2,52% (2)
BONCAP (T30E6)	30/01/26	812.369	935.037	2,53% (2)
LETAM (M30A6)	30/04/26	Desierta		
BONCER (TZXO6)	30/10/26	536.318	559.111	9,44% (1)
Total Licitación (P\$ Mill.)			5.408.998	
Vencimientos (P\$ Mill.)			5.399.171	
Resultado (+/- AR\$ Mill.)			9.826	
Ratio de rollover x			1,00	

(1) Spread sobre CER

(2) Tasa efectiva mensual

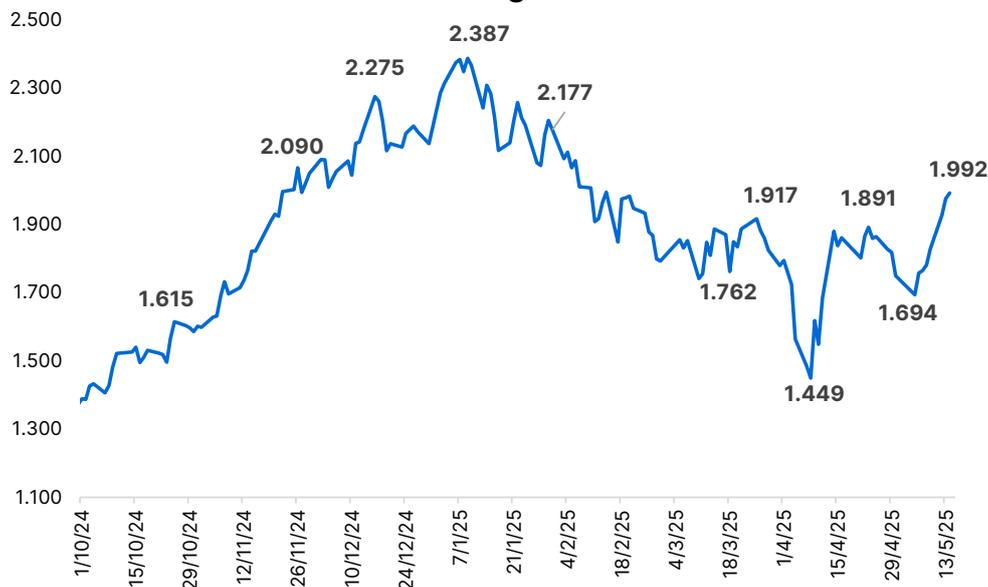
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El Merval continúa recuperando terreno

El principal índice de renta variable local completó ayer su séptima rueda consecutiva con ganancias en dólares. En concreto, **subió 0,8% hasta los US\$1.992 y acumula un alza de 13,9% en lo que va de mayo**. Cabe destacar que la dinámica internacional fue mixta: en EE.UU., el Nasdaq Composite (+0,7%) y el S&P 500 (+0,1%) cerraron en alza, mientras que el Dow Jones retrocedió 0,2%. Además, también hubo buen clima en los emergentes y el ETF EEM avanzó 0,7% en la jornada.

Profundizando en las variaciones del panel líder, la mayoría de los papeles terminaron en terreno positivo. Los que completaron el podio ganador fueron **COME (+8,9%), TRAN (+6,8%) y VALO (+5,0%)**. En cambio, **IRSA (-2,0%), LOMA (-1,6%) y GGAL (-1,0%)** fueron los más golpeados. Ampliando hacia el exterior, el panorama fue similar para los ADRs locales en Wall Street. Los que encabezaron las subas fueron **TEO (+2,6%), CEPU (+1,9%) y MELI (+1,9%)**. En dirección opuesta, **GLOB (-4,8%), BIOX (-3,4%) y CRESY (-1,4%)** se consolidaron como las más negativas.

El Merval continúa ganando terreno



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

Entre las noticias más relevantes del mundo corporativo, **GeoPark (NYSE: GPRK) informó que quedó sin efecto el acuerdo que había firmado con Phoenix Global Resources para ingresar a Vaca Muerta**. La decisión fue tomada por Phoenix, que hizo uso de una cláusula que le permitía dar marcha atrás sin penalidades. El plan original era que GeoPark tomara participación en Neuquén y Río Negro, con compromisos de inversión que podían ser significativos a futuro. Esta ruptura sorprendió al mercado y de momento la acción cae en torno a 8% en el *premarket*.

Oportunidad en el mercado de bonos corporativos: Petrolera Aconcagua y MSU Energy
En los primeros meses de 2025, el mercado de deuda de las empresas locales se vio sacudido por una serie de defaults de las compañías que habían utilizado instrumentos del mercado para financiarse. Primero fueron tres compañías vinculadas al sector agropecuario como Surcos, Los Grobo Agropecuaria y Agrofina. Pocas semanas atrás, Celulosa Argentina informó que contrató asesoramiento para buscar alternativas para mejorar su perfil de deuda y, pocos días atrás el Grupo Albanesi, uno de los generadores de energía eléctrica más relevantes del país, informó que no pagará los intereses de sus Obligaciones Negociables.

Luego de esta seguidilla de eventos crediticios, muchos inversores prefirieron desprenderse de sus instrumentos, aunque hayan sido emitidos por empresas en condiciones sustancialmente distintas que las que no pudieron afrontar los pagos. Esto significó una baja generalizada en los precios. En este contexto, los inversores más experimentados aprovecharon la oportunidad para comprar deuda de créditos de alta calidad a buenos rendimientos. Las Obligaciones Negociables de algunas compañías de primera línea como Pampa Energía, Vista Energy, YPF o IRSA fueron momentáneamente golpeadas, pero rápidamente revirtieron la tendencia. **Sin embargo, esto que fue evidente para los créditos de primera línea no se reflejó en las demás compañías que tienen fundamentos sólidos. Es en este sentido que creemos que surgen oportunidades de tomar posición en las ON de Aconcagua Energía y las compañías del grupo MSU.**

El primer caso se trata de una petrolera con foco en el petróleo convencional perteneciente al grupo Aconcagua que también incluye generación eléctrica y la prestación de servicios. Recientemente, con la extensión de la concesión de los campos que la compañía opera, los ingresos se volvieron previsibles, y, si bien deberán afrontar inversiones para mantener y aumentar la explotación, en los trimestres anteriores han logrado mejorar significativamente su eficiencia. En los últimos doce meses, **registraron ingresos por US\$146 millones con un margen EBITDA del 44,3%, pudiendo crecer sustancialmente una vez finalizados los acuerdos con Vista**. Además, la volatilidad de las últimas semanas, que impulsó a la baja el precio del petróleo, no debería golpear sustancialmente a los ingresos de la compañía ya que, como mencionaron en la *call* con inversores de enero de este año, mantienen posiciones *hedgedas* en el precio del hidrocarburo. De hecho, según afirman desde la compañía, más del 50% de su producción se encuentra *hedgeda* hasta agosto de este año.

Cabe destacar que estos números no terminan de reflejar todo el potencial de Petrolera Aconcagua. Recordemos que, mediante el *deal* con el que adquirió las áreas de Vista Energy, se comprometió a entregar un 40% de la producción en pago por las áreas. Además, se comprometió a venderle el 100% de la producción de gas a 1 US\$/MMBTU con el mercado parado más cerca de 3 US\$/MMBTU, lo que desincentiva su producción. En otras palabras, **la compañía está monetizando solamente el 60% de su producción de petróleo y prácticamente evitando la producción de gas.** Si bien este acuerdo vence en 2027, a partir del cual la compañía podría monetizar el 100% de la producción, en el último balance en los hechos posteriores al cierre del ejercicio mencionaron que el 9 de mayo, **PAESA celebró un nuevo acuerdo con Vista que le otorga la posibilidad de precancelar de manera anticipada las obligaciones pendientes asumidas y obtener la liberación total de los hidrocarburos retenidos por Vista.** Se menciona que se deberán cumplir ciertas condiciones precedentes acordadas por las partes y que la operación contemplaría el pago de una suma única a valores de mercado por los volúmenes de hidrocarburos pendientes de entrega.

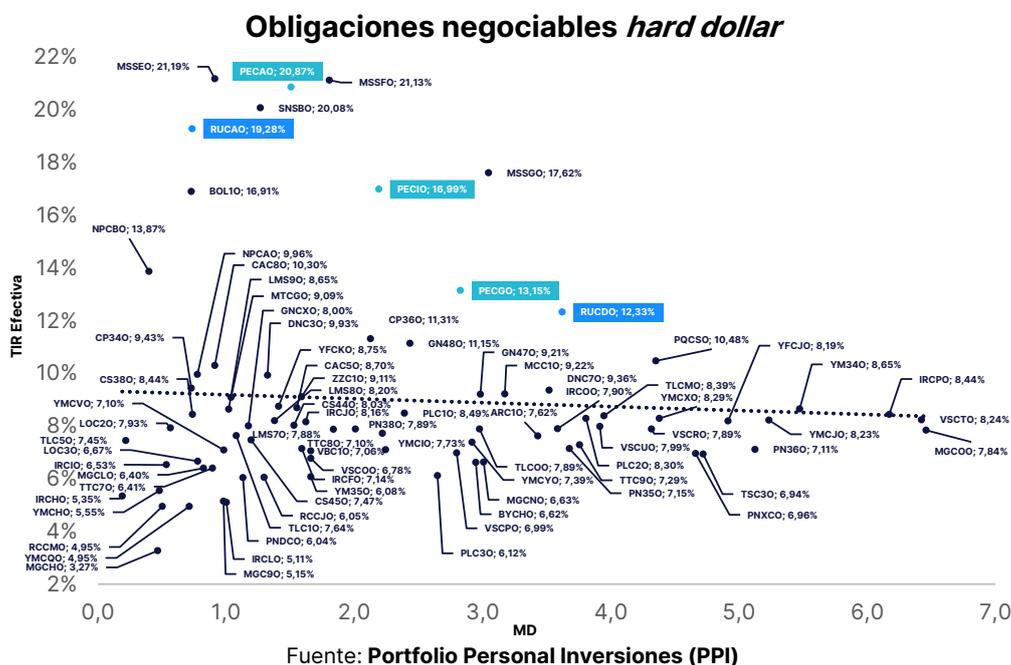
Un acuerdo de este tipo abriría las puertas al verdadero despegue de Petrolera Aconcagua. Desde la posición de Vista Energy, tendría sentido recuperar una posición importante en caja luego de la adquisición de Petronas Argentina. En cuanto a PAESA, finalizar el deal le permitiría monetizar el total de su producción. Ahora bien, **surgía el interrogante de cómo podría efectivizarse esta operación.** La posición de caja al cierre del 1Q25 no alcanzaba para pagar la salida, por lo que quedaban **dos alternativas: (i) financiamiento externo, o (ii) aportes de capital.** Hoy ya no quedan dudas. **Aconcagua Energía anunció que buscará financiamiento externo por hasta US\$250 millones a 6 años para financiar la operación en el mercado internacional. Considerando el contexto de un precio del Brent bajo y que el mercado local no está en su mejor momento tras los eventos crediticios mencionados, nos parece una gran apuesta por parte de la compañía para mejorar su rentabilidad y generación de caja.**

En definitiva, con las puertas abiertas a un nuevo deal que le permitiría monetizar el 100% de su producción y algo de cobertura frente al precio del petróleo, **las ONs de Petrolera Aconcagua se convierten en una alternativa más que atractiva para aquellos inversores que prefieran salir de los créditos más renombrados del mercado local en busca de buenos rendimientos.** Con una cobertura de intereses del orden de 3x y un ratio Deuda Neta / EBITDA de 3x (previo a la potencial nueva emisión), **PECGO** con vencimiento en noviembre de 2028 y un cupón del 9,0%, muestra una TIR de 13,1% (MD: 2,8) y un CY de 10,0% (precio *clean* de US\$89,8). En la misma línea, resignando algo de *duration* en un contexto de compresión de rendimientos luego del acuerdo, **PECIO** puede ser una gran alternativa. Al cierre de ayer mostraba una TIR de 17,0% y una CY de 10,7% (precio *clean* de US\$84,4), con una *modified duration* de 2,2. **Dada la diferencia en paridad,**

nos inclinaríamos por esta última. Incluso **PECAO**, con vencimiento en 2027 muestra rendimientos superiores al 20,9% (MD: 1,5; precio *clean* US\$83,5), **una señal clara de que la compañía fue golpeada por demás en el actual contexto de turbulencia en el mercado de ONs.**

Otra compañía que creemos está golpeada por demás es MSU Energy. La compañía tuvo una situación de *stress* a fines del año pasado en la que logró refinanciar vencimientos por US\$600 millones de la mano de un préstamo sindicado y su nueva ON RUCDO. Luego de haber mejorado sustancialmente su perfil de vencimientos, debemos mencionar que su eficiencia en términos operativos es superlativa. **Su margen EBITDA supera cómodamente el 80% y en los últimos doce meses sus flujos de caja libre superaron los US\$100 millones,** una muestra clara de que el proceso de *deleverage* podría realizarse sin mayores contratiempos. Al igual que con PAESA, debemos señalar que sus métricas de crédito no son las más conservadoras del mercado (ratio Deuda Neta / EBITDA de 4,1x y cobertura de intereses de 2,1x), pero esto se debe a que cuentan la historia de compañías que, tras endeudarse para crecer, se encuentran inmersas en un proceso de desendeudamiento sostenible.

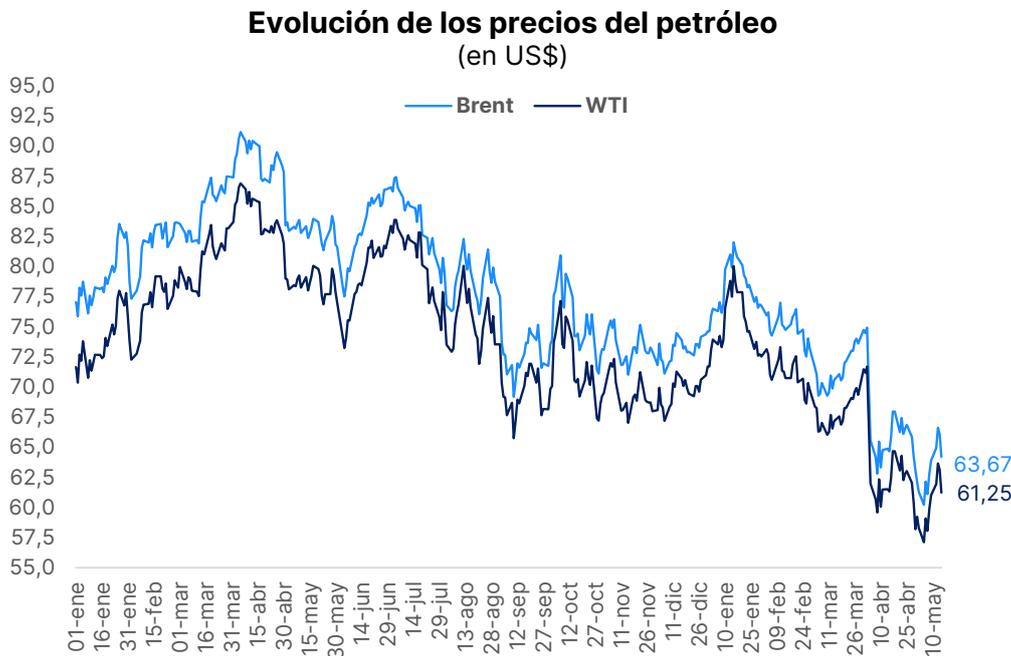
Por estos motivos, y quizás por compartir sector de la economía con el Grupo Albanesi, las Obligaciones Negociables de MSU Energy fueron golpeadas ferozmente en las últimas ruedas. **RUCAO**, con vencimiento en marzo de 2026 rinde 19,3% con una MD de 0,7, aunque también es cierto que paga la prima por iliquidez de ser una emisión de apenas US\$14 millones. También es el caso de su ON internacional **RUCDO**, que cotiza en torno a los US\$96 cuando antes del 30 de abril (evento Albanesi) superaba los US\$102. **Con vencimiento en 2030, una TIR de 12,3% (MD: 3,6) nos parece una alternativa para aquellos perfiles más arriesgados que salgan a buscar rendimientos en tiempos de río revuelto.**



Breve recorrido por el contexto internacional

Donald Trump continúa presente en Medio Oriente, pero el comercio es su principal preocupación. Según afirmó, India le ofreció un acuerdo en el que, básicamente, estarían dispuestos a no cobrar aranceles. Sin embargo, no brindó más detalles al respecto. También aseguró haberle dicho al CEO de Apple, Tim Cook, que dejara de construir plantas en India (país donde Apple está aumentando su producción para alejarse de China). Por otro lado, **EE.UU. podría**

estar acercándose a un acuerdo con Irán. Según NBC, Irán estaría dispuesto a renunciar a las armas nucleares a cambio de un alivio inmediato de las sanciones. En este contexto, **los precios del petróleo se desploman: el WTI y el Brent bajan 3,4% y 3,2%, respectivamente.**



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

Por otro lado, la historia de inflación continúa. Tras el buen dato del Índice de Precios al Consumidor (IPC) del martes, **hoy se conoció el Índice de Precios al Productor (IPP) de abril. La inflación general cayó 0,5% mensual**, muy por debajo de las estimaciones de los analistas de Bloomberg, que esperaban una aceleración desde el 0% registrado en marzo al 0,2% en abril. De esta forma, en los últimos doce meses se desaceleró del 3,4% al 2,4%. En paralelo, la inflación núcleo, que excluye los precios de alimentos y energía, se ubicó en -0,4% mensual, por debajo del 0,4% de marzo y del 0,3% esperado. Así, avanzó 3,1% anual, desacelerándose desde el 4% de marzo.

Bajo este marco, **los rendimientos de los Treasuries comprimen a lo largo de la curva.** La tasa a 10 años baja 3 pbs y la tasa a 2 años hace lo propio en 2 pbs. Por su parte, los futuros de los principales índices bursátiles comienzan la rueda en territorio negativo: el Nasdaq retrocede 0,4%, mientras que el S&P 500 y el Dow Jones caen 0,3%.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psibaserrate@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. |