

16 de mayo de 2025

Daily Mercados

ppi

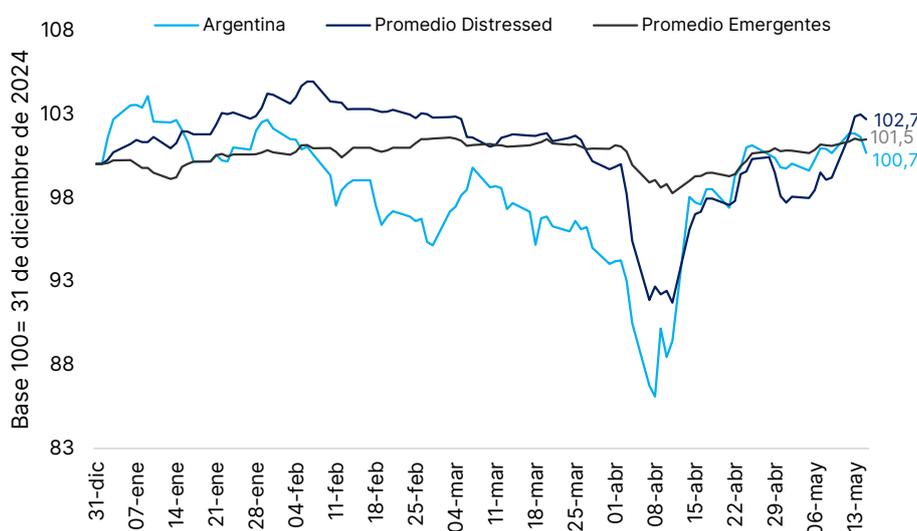
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

La deuda soberana en dólares en línea con el segmento *distressed*

Los Globales volvieron a cerrar en terreno negativo. Los bonos GD35 y GD41 registraron retrocesos del 0,9%, mientras que el tramo corto de la curva mostró mayor resistencia, con caídas del 0,6% y 0,7% para el GD29 y el GD30, respectivamente. Así, con todavía una rueda por delante, su precio promedio ponderado por *outstanding* se posiciona en US\$69,8 -prácticamente flat respecto de la semana pasada-, mientras que el riesgo país permanece en los 651 puntos básicos.

En contraste, los bonos de países emergentes y frontera mostraron un desempeño positivo, evidenciado en el avance del ETF EMB (+0,3% en la jornada). No obstante, es relevante analizar el segmento de títulos con calificación similar a la de Argentina. En esta línea, los Globales argentinos presentaron una evolución comparable a la del índice de bonos soberanos *distressed* que elaboramos. En concreto, el GD35 registró una caída del 0,9%, mientras que el índice mencionado retrocedió un 0,3%. En definitiva, **la deuda argentina se alineó con la evolución de los activos de riesgo elevado a nivel global.**

Los Globales en línea con los bonos *distressed*



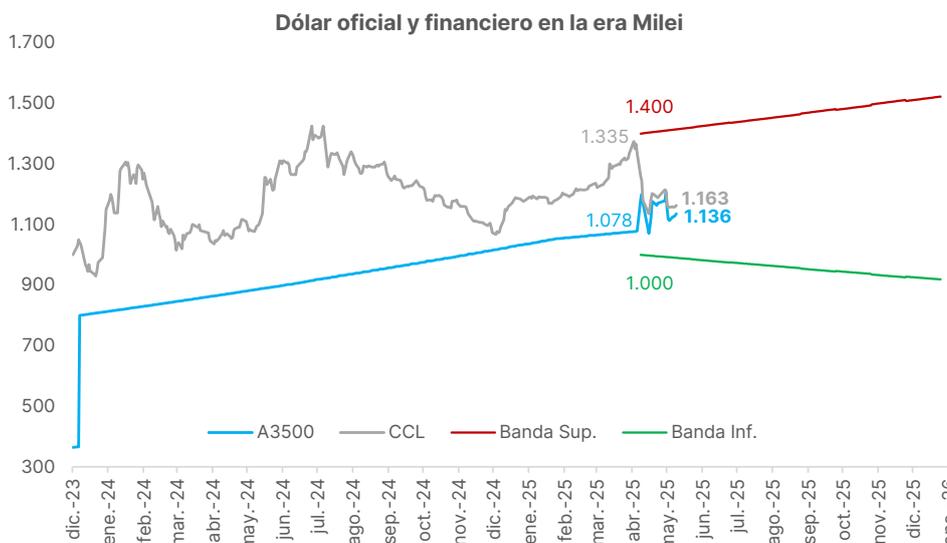
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

De cara a los próximos días, **será fundamental observar el resultado de las elecciones legislativas en CABA.** Una eventual victoria otorgaría al Gobierno un mayor poder de negociación y respaldo político. Además, si el oficialismo logra acumular varios triunfos en este ámbito, podría generarse un catalizador positivo para la deuda soberana en dólares. Por otro lado, será necesario esperar hasta la próxima semana para conocer los nuevos anuncios del oficialismo orientados a promover el uso transaccional de los dólares que actualmente permanecen "bajo el colchón".

Semana entre suba de préstamos y suba de dólares

Esta semana el tipo de cambio oficial dejó atrás la tendencia bajista de los días previos: tras caer 7,5% entre miércoles y viernes pasado, impulsado por el episodio de fuertes recortes de futuros del miércoles 07/05, el A3500 revirtió su trayectoria y acumula una suba de 2,0% en lo que va de la semana. En detalle, ayer, **el A3500 avanzó 0,5% desde \$1.129,8 hasta \$1.135,5.** A la par, el dólar *spot* trepó a \$1.139 desde \$1.132 (+0,6%). **Los financieros también se movieron en la misma sintonía:** el MEP escaló 0,7% de \$1.137,9 a \$1.146,4, en tanto el CCL subió 0,3% al pasar de \$1.159 a \$1.163.

Los dólares revirtieron parcialmente la baja de la semana anterior



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

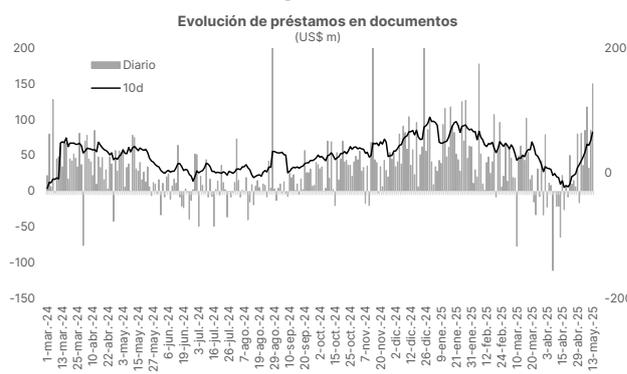
Por el lado de la oferta de dólares, **los préstamos en dólares siguen subiendo**. La dinámica virtuosa, que había surgido *post* blanqueo y pausado entre marzo y abril, se habría reanudado de la mano del *spread* positivo entre la tasa en pesos y la tasa de devaluación esperada. En concreto, **los préstamos en dólares excluyendo tarjetas de crédito encadenaron trece ruedas de subas al 13/05** (último dato monetario disponible). Así, **treparon US\$830 millones en este lapso**, llevando al stock total a US\$14.464 millones. En particular, **son los préstamos documentos** (se le otorgan a las empresas) **los que explican mayormente este salto**, ya que escalaron US\$732 millones en el mismo período. Al 13/05, **el stock de préstamos en documentos ascendía a US\$11.431 (79% del total)**, aunque todavía se ubicaba US\$2.079 millones por debajo del máximo de la presidencia de Mauricio Macri alcanzado a mediados de mayo de 2018 (US\$13.510 millones). Por ende, creemos que **estos préstamos aún tienen espacio para seguir subiendo**.

Los préstamos en USD hilvanaron trece ruedas consecutivas al alza



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

Los préstamos documentos: el *driver* detrás de la suba de los préstamos en dólares



Muy vinculado a este último tópico, **el Gobierno habría postergado para la próxima semana el anuncio de medidas sobre el "blanqueo 2.0"**, con el cual se buscaría que se utilicen los dólares que los argentinos tienen "bajo el colchón". Estaremos atentos a los anuncios, ya que podrían influir directamente en el mercado cambiario, si se aumentase la capacidad prestable de los

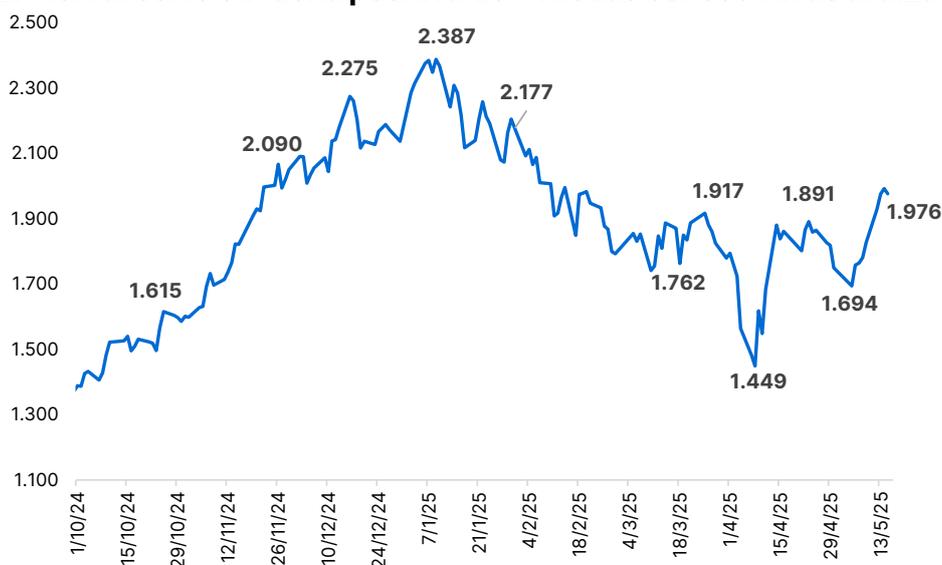
bancos producto de suba de depósitos en dólares del sector privado. Todo dependerá de la letra chica.

El Merval dio un paso en falso

El principal índice accionario local bajó 0,8% hasta US\$1.976 y cortó su racha positiva de 7 ruedas consecutivas al alza. No obstante, en lo que va de el mes acumula un aumento del 13,0% en dólares. Mientras tanto, el clima en Wall Street fue mixto, con el Dow Jones (+0,7%) y el S&P 500 (+0,4%) en alza, y el Nasdaq Composite con una caída del 0,2%. En el ámbito emergente, el EEM terminó prácticamente *flat*.

En cuanto a las variaciones del panel líder en pesos, predominaron las subas. El sector de servicios regulados lideró las ganancias con **TRAN (+7,3%), TGNO4 (+5,7%) y TGSU2 (+4,6%)** a la cabeza. Para más detalles sobre los resultados financieros del 1Q25 de Transener y Transportadora de Gas del Sur, pueden consultar nuestro [informe especial](#). En dirección opuesta, el sector bancario fue el más golpeado, con **VALO (-2,9%), BBAR (-2,9%) y SUPV (-2,2%)** entre los más castigados. En el exterior, los ADRs locales concluyeron con más pérdidas que avances. **TGS (+3,6%), LOMA (+0,9%) y MELI (+0,9%)** encabezaron las subas, mientras que **BBAR (-3,4%), SUPV (-2,8%) y BMA (-2,4%)** lideraron las bajas.

El Merval cortó su racha positiva de 7 ruedas consecutivas al alza



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

Entre los hechos relevantes del mundo corporativo, **ayer concluyó la licitación de YPF Luz, en la que fuimos colocadores.** La nueva ON Clase XXI recibió ofertas por US\$97 millones, de los cuales la compañía emitirá US\$54 millones. El precio fue a la par, con un cupón del 6,5%. La ON pagará intereses de forma trimestral a partir del noveno mes desde la fecha de emisión y amortizará el capital en su totalidad al vencimiento.

Por otro lado, Globant (NYSE: GLOB), la compañía tecnológica argentina que cotiza en el exterior, publicó ayer sus resultados del 1Q25 tras el cierre de mercado. A pesar de mostrar una mejora en ingresos, el mercado esperaba más. **La compañía reportó ventas por US\$611 millones, lo que representa un aumento del 7% yoy, aunque por debajo de las expectativas (US\$622 millones)** El margen operativo ajustado por las normas IFRS fue de 8,2% (vs 8,4% del 1Q24). En paralelo, **la compañía anunció un beneficio por acción (EPS) ajustado de US\$1,50, por debajo de lo**

proyectado (US\$1,58) y del US\$1,53 del 1Q24. Ahora, tras la presentación de resultados, **la acción cae en torno a 30% en el *premarket*.** La desaceleración en la demanda de servicios los llevó a ajustar el *guidance*, lo que también terminó golpeando el precio de la acción. Al igual que como pasó en la última presentación de resultados, la compañía ajustó sus proyecciones a la baja para el próximo trimestre y lo que queda del 2025. De cara al resto del año, Globant intentará recuperar sus márgenes y reactivar el crecimiento, apoyándose en su estrategia centrada en inteligencia artificial. La empresa sigue apostando a expandirse en nuevos sectores, pero para recuperar la confianza del mercado deberá mostrar aun mejores resultados.

Oportunidad en el mercado de bonos corporativos: MSU Green Energy

En el [Daily Mercados](#) de ayer mencionamos que luego del temblor que significó para el mercado de Obligaciones Negociables el evento crediticio del Grupo Albanesi, precedido por el anuncio de Celulosa Argentina y, hace algunos meses, tres empresas vinculadas al sector agropecuario, surgieron muchas oportunidades en el mercado de ONs. Las empresas de renombre y con un buen historial crediticio se vieron afectadas, pero rápidamente volvieron a rendimientos cercanos a los de finales de abril. No obstante, seguimos viendo tensión en el mercado de deuda corporativa, especialmente en aquellas compañías con menor trayectoria o con indicadores crediticios menos conservadores. **En este sentido, repasando las emisiones locales, la ON Clase III de MSU Green Energy (EAC30) es una de las que no recuperó sus niveles previos de abril.**

En concreto, desde su emisión en diciembre, EAC30 cotizaba en torno a US\$100 e incluso hubo ruedas en las que superó los US\$102. No obstante, desde el 30 de abril su precio se desplomó a niveles cercanos a US\$75 por cada 100 nominales. Quizás el temor de algún tipo de efecto contagio puede haber llevado a los inversores a tomar la decisión de liquidar estos bonos a precios irrisorios. Después de todo, las métricas de crédito publicadas por la calificadora FIX no son para nada buenas, pues su Deuda Neta / EBITDA supera las 20x y su cobertura de intereses es de apenas 0,5x. **No obstante, tomar estas métricas aisladamente nos llevaría a no entender la película. MSU Green Energy es una generadora de energía eléctrica de fuentes renovables,** que cuenta con tres parques solares con habilitación comercial: Las Lomas (32 MW) a partir de diciembre 2023, Pampa del Infierno (130 MW) desde septiembre del año pasado y Villa Angela V (30 MW) desde febrero de este año. Además, se contempla que durante este año entren en operaciones varios parques más, que llevarían a duplicar la capacidad instalada actual. En definitiva, **las métricas antes mencionadas son comunes a los *project finance*, es decir, proyectos que toman deuda para el desarrollo y, una vez en funciones, repagan las obligaciones.** Por este motivo, **a medida que se acumulen trimestres con los nuevos parques en funcionamiento, las métricas deberían normalizarse.**

En este sentido, **según el último balance publicado la deuda financiera de la compañía asciende a US\$147 millones, de los que prácticamente US\$140 millones son de largo plazo.** De su deuda, la mayor parte son Obligaciones Negociables: la Clase I (EAC10) es DL con vencimiento en octubre de 2026 con un cupón del 1% por US\$22,6 millones; la Clase II (EAC20) es DL con vencimiento en octubre de 2033 con un cupón de 4,5% por US\$92,4 millones y que amortiza en 28 cuotas trimestrales desde enero del 2027; por último, la Clase III (EAC30) es HD con vencimiento en 2028 por US\$21,4 millones. Además, cuentan con pasivos contractuales con clientes por la venta anticipada de energía por otros US\$109,4 millones que no implican desembolsos, pero restringen la monetización de las inversiones en el largo plazo.

En síntesis, con una posición en efectivo y equivalentes por US\$12 millones, y deudas financieras corrientes por US\$7,5 millones, el problema de liquidez para afrontar los vencimientos de corto plazo no sería mayor. Por este motivo, **EAC30 con un precio de cierre de ayer de US\$79,**

devenga una TIR de 18,9% con una *modified duration* de 2,7, por lo que puede permitir a aquellos inversores dispuestos a tomar mayor riesgo, capturar ganancias interesantes para este tipo de instrumentos. Dadas las perspectivas de la compañía, creemos que este bono debería lentamente recuperar su nivel previo al evento que desató la turbulencia.

Breve recorrido por el contexto internacional

El presidente de la Reserva Federal de Atlanta, Raphael Bostic, anticipa que la economía estadounidense se desacelerará este año, aunque sin entrar en recesión. Además, reafirmó que prevé solo un recorte de tasas para lo que resta del 2025. Según explicó, el crecimiento podría ubicarse entre 0,5% y 1% anual, ya que la incertidumbre y las dudas sobre el panorama económico están afectando el comportamiento de los consumidores. Además, la volatilidad en la política comercial, por su parte, llevó a las empresas a adoptar una postura más cautelosa a la hora de tomar decisiones relevantes. También señaló que, si bien hay una tregua comercial entre EE.UU. y China, los resultados finales de esas negociaciones siguen siendo inciertos. Por último, Bostic comentó que los economistas de la Fed de Atlanta consideran que **los aranceles ejercen presión alcista sobre los precios**, una visión compartida por muchos analistas. **Por ello, sostuvo que la política monetaria deberá anticiparse y, en cierta medida, contrarrestar esas presiones inflacionarias.**

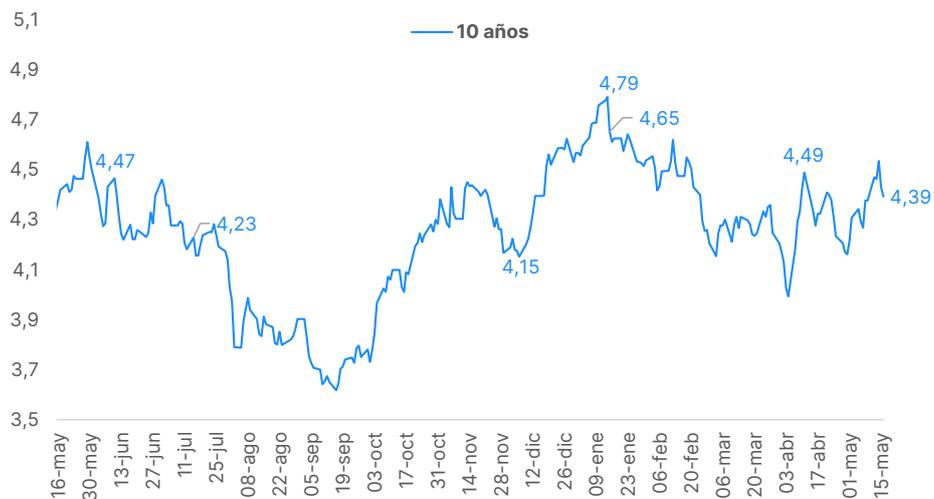
Por otro lado, **Trump adelantó que en las próximas dos o tres semanas definirá los niveles de aranceles para los socios comerciales de Estados Unidos.** Según explicó, su administración enviará cartas informando cuánto “deberán pagar para hacer negocios en el país”. De acuerdo con una encuesta de *Bloomberg*, los aranceles aplicados a China podrían mantenerse en 30% hasta fines de 2025. Bajo este marco, **los futuros de los principales índices bursátiles amanecen al alza.** Tanto el Nasdaq, el S&P 500 como el Dow Jones suben 0,4% en el *premarket*.

Con la tensión comercial desinflándose, **la atención se centra ahora en las discusiones presupuestarias que se están teniendo lugar en Washington**, donde se negocia el nivel de gasto público, el déficit y eventuales recortes impositivos impulsados por los republicanos. **La expectativa generalizada es que, más allá del acuerdo al que eventualmente se llegue, hay muy pocas chances de ver un cambio significativo en la trayectoria del gasto y del déficit.** De hecho, todo apunta a lo contrario.

Y eso nos lleva de nuevo al rendimiento de los *Treasuries*, que siguen bien por encima de los niveles del 2 de abril -*Liberation Day*-. En esa fecha, la tasa a 10 años rendía aproximadamente 4,2%. Hoy está más cerca de 4,4%. Se podría argumentar que esta suba reciente se dio por las “buenas razones”: al reducirse los aranceles, mejoran las perspectivas de crecimiento, y eso impulsa las tasas al alza. Muy distinto al contexto de comienzos de abril, cuando las acciones caían y los rendimientos subían por pánico e iliquidez.

Más allá del motivo de este incremento en las tasas, **el nivel actual sigue siendo incómodo para amplios segmentos del mercado.** Las hipotecas a 30 años rondan el 7%. Los REITs (fideicomisos inmobiliarios) cotizan en promedio por debajo de los niveles previos al 2 de abril. Y las acciones de constructoras todavía están lejos de los máximos que tocaron a fines del año pasado. El dilema de Trump es que parece muy enfocado avanzar con recortes impositivos, pero eso implica un estímulo fiscal, que resulta inflacionario en un momento en que la inflación, en líneas generales, sigue elevada. Esto, en igualdad de condiciones, deja a la Fed con poco margen para bajar la tasa.

**Evolución del rendimiento de los *Treasuries* a 10 años
(en %)**



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

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. |