

26 de mayo de 2025

# Perspectivas de la semana

ppi

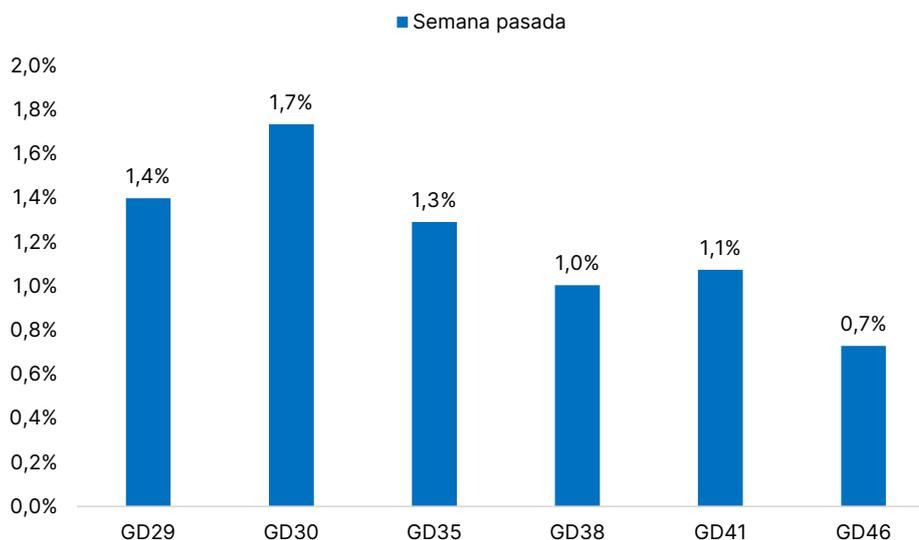
Sarmiento 459, CABA, Argentina  
0800 345 7599 | +5411 5252 7599  
[consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

## Los Globales avanzaron en un entorno global complejo

La semana pasada la deuda soberana volvió al sendero positivo y avanzó 1,2% WTD, devolviendo al riesgo país a la zona de los 650 puntos básicos. En detalle, el tramo corto de la deuda salió victorioso, con el GD29 y GD30 aumentando 1,4% y 1,7%, mientras que el tramo más largo promedió un avance de 0,9%.

La dinámica de precios de la semana pasada muestra que la política sigue marcando la cancha. Prácticamente toda la suba semanal se dio en los primeros días, tras el buen resultado del oficialismo en las elecciones de CABA. Por su parte, el esperado anuncio del jueves por el uso de los “dólares en el colchón”, no impactó significativamente en las cotizaciones de la deuda argentina. Lo cierto es que el tímido impulso, se dio en un contexto internacional más complejo. El miércoles la tasa a 30 años superó los 5% y el EMB-ETF estuvo *flat* en la última parte de la semana. A todo esto, el jueves Trump volvió a escalar la guerra comercial contra la UE (ver “Breve recorrido los mercados internacionales”). Con todo esto de fondo, todavía es prematuro definir el impacto real que las medidas del MECON tuvieron sobre para la perspectiva de la deuda argentina.

### Retorno total de los Globales



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

**Clave: por el feriado en EE.UU. hoy, debemos esperar a mañana para evaluar como sigue la dinámica en la deuda *hard dollar*. Sin embargo, el mercado estará atento a la letra fina sobre la implementación sobre el “Plan de Reparación Histórica de los Ahorros de los Argentinos”, para evaluar el impacto real que esto podría tener en el sendero de acumulación de reservas.**

**En el universo de pesos, el foco de la semana estará puesto en la Licitación del Tesoro del miércoles. Hoy por la tarde, Finanzas emitirá el llamado con el menú con el que buscará enfrentar los vencimientos de la segunda parte de mayo que ascienden a poco más de \$8 billones. Recordemos que en la licitación pasada Finanzas renovó el 100% de sus vencimientos, sin tener que dar premio significativo respecto de las tasas del mercado secundario. Dada la liquidez del Tesoro y las tasas de mercado, no esperamos mayores sobresaltos en la licitación del miércoles. Adicionalmente, esta será la primera licitación luego del comunicado “A” 8245 en el cual el BCRA habilitó a no residentes a participar en licitaciones**

**primarias suscribiendo en moneda extranjera títulos en pesos del Tesoro Nacional, siempre que la deuda tenga plazo de más de 180 días.**

## La incógnita sigue siendo cómo se acumularán reservas

Faltan apenas quince días hábiles para el 13/06, cuando se cumplirá el *deadline* de la meta de reservas netas del segundo trimestre del año. Con un stock de reservas netas bajo la metodología del EFF estimado en -US\$8.470 millones al 21/05, la gran incógnita sigue siendo cómo hará el BCRA para alcanzar el *target* de alrededor de -US\$2.530 millones en tan poco tiempo. A simple vista, el cálculo da que el BCRA tendría que acumular US\$5.940 millones en solo tres semanas. Sin embargo, bajo el escenario base que había planteado el equipo económico cuando se anunció el nuevo acuerdo con el FMI, en algún momento de estas tres semanas debería desembolsarse:

1. US\$2.000 millones por el REPO con bancos del exterior.
2. US\$1.600 millones de los US\$3.600 millones anunciados de financiamiento de organismos internacionales hasta fines de junio (recordar que ya se desembolsaron US\$1.500 millones del Banco Mundial y US\$500 millones del BID).

Detalle no menor, existen ajustadores para ambos tipos de financiamiento. En el caso del primero, el acuerdo estipula que los primeros US\$1.500 millones de financiamiento privado no contabilizan para las reservas netas. Es decir, del REPO de US\$2.000 millones, sólo US\$500 millones incrementarían las reservas. En tanto, los desembolsos de organismos están topeados a fines de junio en un total de US\$3.060 millones desde principio de año. En otras palabras, financiamiento por encima de este monto no suma para las reservas netas. Por lo tanto, las reservas netas treparían como máximo US\$760 millones por desembolsos de organismos internacionales, considerando que ya entraron un poco más de US\$300 millones en el primer trimestre y US\$2.000 millones en lo que va del segundo. Para terminar de refinar el cálculo de acumulación de reservas, también hay que tener en cuenta los pagos a realizar hasta el 13/06. Argentina deberá pagar US\$189 millones entre la Serie 2 y 3 de BOPREAL a fines de mayo y US\$117 millones entre capital e intereses a organismos internacionales. Así las cosas, el BCRA debería de acumular US\$4.990 millones en estas tres semanas para cumplir con la meta de reservas.

## El BCRA tendría que acumular casi US\$5.000 millones antes del 13/06 para cumplir la meta

Meta reservas	
Meta acum. RIN al 13/06	-500
Acum. RIN estimada al 21/05 (valuado con metodología EFF)	-6.442
<b>Stock a sumar para alcanzar meta</b>	<b>5.942</b>
Factores de var. RIN para alcanzar meta entre el 21/05 y el 13/06	
<b>OOII (inc. Club París y otros bilaterales)</b>	<b>758</b>
Tope desembolsos OOII al 13/06	3.061
Desembolso Bco Mundial el 15/04	-1.500
Desembolso BID el 13/05	-500
Desembolsos OOII en Q1-24	-303
<b>Pagos a OO.II.</b>	<b>-117</b>
<b>Pagos BOPREAL</b>	<b>-189</b>
<b>REPO (primeros US\$1.500m no cuentan para meta)</b>	<b>500</b>
<b>Lo que hay que acumular para cumplir meta de RIN</b>	<b>4.990</b>

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

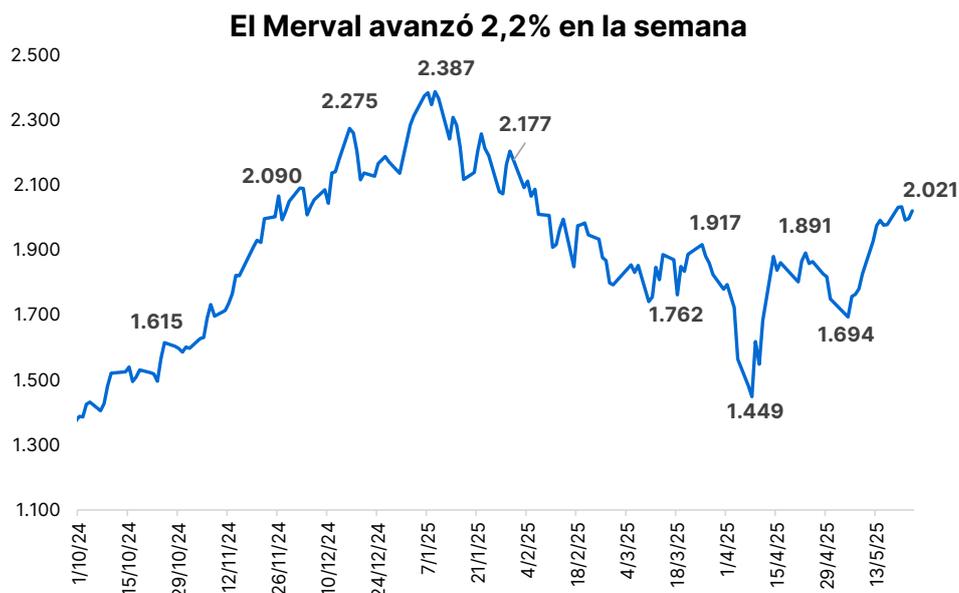
Adquirir reservas dentro de la banda no estaría en los planes del equipo económico, que reiteró en varias ocasiones que sólo se comprarían reservas en el piso de la banda. Mientras tanto, pese

a que estamos transitando el pico estacional de liquidación del agro, el dólar no pudo perforar los \$1.110 en lo que va de mayo (llegó a \$1.114 el 09/05). Es decir, hay demanda a un nivel que está bastante por encima del actual piso de la banda de \$987 (recordar que decrece con un *crawl* de 1% mensual). El lanzamiento del “Plan de Reparación Histórica de los Ahorros de los Argentinos” tuvo un impacto acotado sobre el tipo de cambio (A3500 -0,7% desde entonces y spot -1,1%). Veremos en qué magnitud la puesta en marcha de este nuevo régimen a partir del 01/06 tiene éxito en empujar al dólar más cerca del piso de la banda, dado el mecanismo de aumento de los depósitos y crédito en dólares (oferta en MULC) que retomaría impulso.

**Clave: consideramos que para acumular reservas antes del 13/06 podría entrar en juego la emisión de un título peso-linked. Bajo el escenario base de que el REPO con bancos del exterior por US\$2.000 millones está garantizado, todo lo que “levante” el peso-linked sumaría para las reservas. El jueves pasado el BCRA allanó el camino con la comunicación A8245, en la que habilitó a no residentes a participar de licitaciones primarias del Tesoro directamente con dólares vez de tener que venderlos en el mercado de cambios y suscribir con pesos. En conjunto con la normativa que habilitó a los no residentes a acceder al mercado oficial para dolarizar inversiones de portafolio con un plazo de permanencia superior a 180 días, esto incentivaría al *carry* desde el exterior. Hoy será un día clave ya que se conocerán las condiciones de la licitación del Tesoro de este miércoles, en la cual los peso-linked podrían hacer su debut (ver “Los Globales avanzaron en un entorno global complejo”).**

### Otra semana en verde para el Merval

El principal índice de acciones argentinas nuevamente tuvo una semana en verde. Con la suba del 1,2% el viernes pasado, alcanzó los US\$2.021, lo que representa una ganancia semanal acumulada del 2,2%. Lógicamente, la buena performance del índice se explica por una buena rueda para sus componentes, que terminaron teñidos de verde. El podio ganador estuvo integrado por VALO (+8,4%), BYMA (+4,2%) y ALUA (+3,5%), mientras que TGNO4 (-1,6%), SUPV (-1,5%) y CEPU (-0,6%) fueron las únicas que cerraron en terreno negativo. En el exterior, el clima fue similar, con contadas bajas encabezadas por GLOB (-4,5%), MELI (-3,8%) y CAAP (-2,5%), mientras que LOMA (+3,3%), CRESY (+2,5%) y BIOX (+2,2%) estuvieron al frente de las subas.



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

Entre las noticias del mundo corporativo, los accionistas titulares de las acciones Clase A, B, C y D de Mastellone Hermanos remitieron una comunicación a Arcor, Bagley Argentina y Bagley Latinoamérica en el que manifiestan que el ejercicio de la opción de compra informado algunas semanas atrás no cumple con los términos y condiciones del contrato de opción. Recordemos que las compradoras son socias de la láctea desde fines de 2015, cuando se habían reservado el derecho de ofertar por la porción del capital remanente. Si bien ninguna de las partes brindó información adicional al respecto, según trascendió en algunos medios periodísticos, las diferencias tendrían razón de ser en un desacuerdo por el precio de compra.

Por otro lado, en el plano de la renta fija corporativa, tres compañías demostraron que existe un considerable interés por los créditos argentinos en el exterior: Pampa Energía tomó US\$340 millones, Telecom US\$800 millones y Pluspetrol US\$450 millones. Esta semana, era el turno de Petrolera Aconcagua, quien buscaba US\$250 millones para cancelar el *deal* con Vista Energy, un hecho que le permitiría monetizar el total de su producción. Sin embargo, esta mañana comunicaron que decidieron suspender la subasta prevista para mañana martes. Al momento, desde la compañía no brindaron información adicional respecto de si continúan con el acuerdo con Vista como estaba originalmente previsto o, por el contrario, si han obtenido financiamiento de otra fuente.

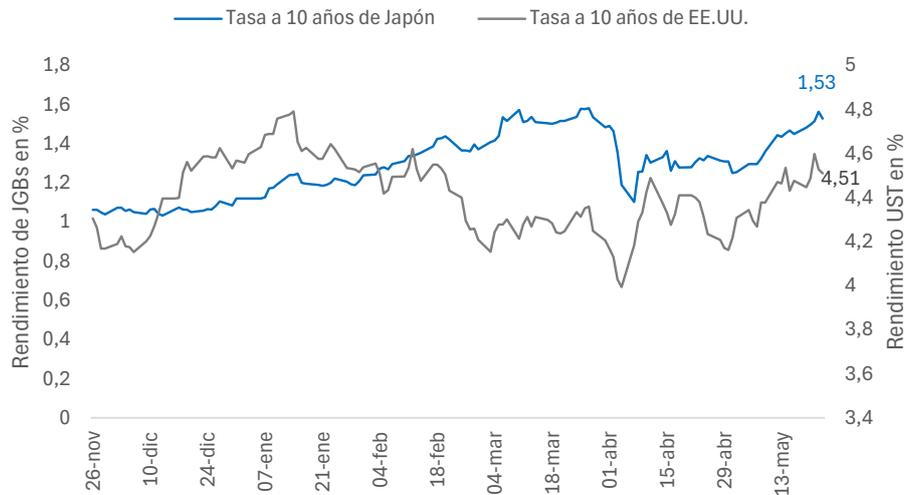
**Clave: la temporada de balances está llegando a su fin. Esta semana publicarán sus resultados los últimos bancos del panel líder que quedan pendientes: mañana será el turno del Grupo Galicia y el miércoles del Banco Macro. Por otro lado, seguiremos de cerca la intensa actividad que está mostrando el mercado de renta fija corporativa. Estaremos atentos a las novedades de Petrolera Aconcagua luego de la suspensión de la emisión de su ON internacional, mientras que, en el plano local seremos colocadores de las nuevas Obligaciones de Plaza Logística. La Clase I es una ON en pesos a tasa variable con vencimiento a los 18 meses que puede integrarse en efectivo o mediante la entrega de las ONs Clase 14. En tanto, la Clase 2 es una ON MEP con vencimiento a los 24 meses desde la fecha de emisión y tiene la característica de ser considerado un bono verde. La licitación es el próximo jueves y podrás cargar tus órdenes mediante la plataforma de PPI.**

## Breve recorrido por los mercados internacionales

Se pausa el fin de la pausa. El jueves pasado, Trump amenazó a la Unión Europea con un arancel del 50% a partir del 1 de junio, lo que implicaría romper la tregua de 90 días vigente, durante la cual rige una tarifa reducida del 10%. Tras conversar con Ursula von der Leyen, presidenta de la Comisión Europea, la entrada en vigor se postergó hasta el 9 de julio, fecha originalmente prevista para el fin del acuerdo temporal. Tanto Trump como Von der Leyen se mostraron constructivos respecto al rumbo de las negociaciones. Según un vocero comunitario, el jefe de comercio del bloque, Maros Sefcovic, mantendrá este lunes una llamada con el secretario de Comercio de EE.UU., Howard Lutnick.

Por otro lado, vale la pena hacer un comentario sobre el mercado de renta fija en EE.UU. desde una perspectiva global. Para eso, es clave repasar la señal que encendieron la semana pasada los bonos japoneses (JGBs). Los rendimientos a 10 años en Japón subieron de 1,44% a 1,52% (+8 pbs), superando la dinámica de los *Treasuries*, que avanzaron de 4,47% a 4,51% (+4 pbs), a pesar de que la atención del mercado se concentró en la deuda estadounidense.

**Evolución del rendimiento de los UST vs JGBs**



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

En ambos casos -Japón y Estados Unidos- hay preocupación por el frente fiscal, pero el mercado parece más inquieto por la sostenibilidad del caso norteamericano. Una forma de medir esta percepción es a través de los CDS, según los que la calificación crediticia implícita de EE.UU. se ubicaría seis escalones por debajo de su nivel actual (en BBB+). Esa divergencia también se reflejó en el mercado de divisas: el yen se fortaleció 1,7% frente al dólar, en línea con el mayor ajuste de tasas en Japón. Otro punto relevante es que Japón -a través del BoJ y fondos institucionales- es el mayor tenedor extranjero de *Treasuries*, con más de US\$1,1 billones. Esa fuerte demanda ayudó durante años a contener los rendimientos en EE.UU.; pero si las tasas de los JGBs siguen subiendo, parte de esos flujos podrían repatriarse. En ese escenario, EE.UU. tendría que convalidar un mayor rendimiento para retenerlos.

**Clave:** hoy no operan los mercados estadounidenses por el feriado del *Memorial Day*, pero a partir de mañana volverán a la actividad. En concreto, se publicarán las órdenes preliminares de bienes durables de abril, con una caída estimada del 9,2% tras el salto del 7,5% revisado del mes anterior. También mañana, se conocerá la confianza del consumidor del *Conference Board*, que mostraría una leve mejora a 87,0 frente al 86,0 previo. El viernes será el turno del deflactor del consumo (PCE) de abril, con una suba mensual estimada de 0,1% frente al 0,0% anterior, y una variación similar para su versión núcleo.

## Lo que pasó

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
<b>19-may</b>	AR	Índice de Precios Mayoristas	Abr	2,8%		1,5%
	AR	Índice de Costos de la Construcción	Abr	0,5%		0,3%
	BR	Actividad Económica Mensual (IBC)	Mar	0,8%		0,5%
<b>20-may</b>	AR	Intercambio Comercial Argentino	Abr	-	-	-
	JAP	Balanza Comercial	Abr	-¥115.8b	¥215.3b	¥559.4b
<b>21-may</b>	AR	Actividad Económica Mensual (EMAE)	Mar	-1,8%		0,8%
	UK	IPC Anual	Abr	3,5%	3,3%	2,6%
	UE	IPC Anual	Abr	2,2%		2,2%
<b>22-may</b>	AR	Índice de Confianza del Consumidor (UTDT)	May	3,1%		0,0%
	US	Subsidios Iniciales por Desempleo	May	227K		229K
	US	Reclamos Continuos	May	1903K		1867K
	JAP	IPC Anual	Abr	3,6%	3,5%	3,6%
	UE	PMI de Fabricación	May	49,4		49,0
<b>23-may</b>	US	Ventas de Viviendas Nuevas	Abr	743K	695K	670K

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

## Lo que vendrá

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
<b>26-may</b>	AR	Llamado a Licitación	May	-	-	-
	AR	Índice de Confianza en el Gobierno (UTDT)	May			-3,7%
<b>27-may</b>	US	Órdenes de Bienes Durables	Abr		-8,2%	7,5%
	US	Índice de Confianza del Consumidor	May		87,0	86,0
	BR	IPC Mensual	May			0,4%
<b>28-may</b>	AR	Licitación del Tesoro	May	-	-	-
	US	Minutas del FOMC	May	-	-	-
<b>29-may</b>	AR	Expectativas de inflación (UTDT)	May			41,3%
	US	PBI Trimestral Anualizado	1T		-0,3%	-0,3%
	US	Subsidios Iniciales por Desempleo	May			227K
	US	Reclamos Continuos	May			1903K
	JAP	Tasa de Desempleo	Abr		2,5%	2,5%
	JAP	Producción Industrial Mensual	Abr		-1,2%	0,2%
<b>30-may</b>	AR	Informe de Evolución del Mercados de Cambios	Abr	-	-	-
	AR	Liquidación de Licitación	May	-	-	-
	US	PCE Anual	Abr		2,2%	2,3%
	US	PCE Mensual	Abr		0,1%	0,0%
	US	PCE Núcleo Mensual	Abr		0,1%	0,0%
	BR	PBI Trimestral	1Q			0,2%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

## NUESTRO EQUIPO

### **Pedro Siaba Serrate**

Head of Research & Strategy  
[psiabaserrate@portfoliopersonal.com](mailto:psiabaserrate@portfoliopersonal.com)

### **Pedro Morini**

Strategy Team Leader  
[pmorini@portfoliopersonal.com](mailto:pmorini@portfoliopersonal.com)

### **Natalia Denise Martin**

Analyst  
[nmartin@portfoliopersonal.com](mailto:nmartin@portfoliopersonal.com)

### **Martín Cordeviola**

Analyst  
[mcordeviola@portfoliopersonal.com](mailto:mcordeviola@portfoliopersonal.com)

### **Emiliano Anselmi**

Chief Economist  
[eanselmi@portfoliopersonal.com](mailto:eanselmi@portfoliopersonal.com)

### **Melina Eidner**

Economist  
[meider@portfoliopersonal.com](mailto:meider@portfoliopersonal.com)

### **María Solana Cucher Fajans**

Economist  
[mcucher@portfoliopersonal.com](mailto:mcucher@portfoliopersonal.com)

### **Diego Ilan Méndez, CFA**

Corporate Credit Team Leader  
[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

### **Gerardo Stvass**

Analyst  
[gstvass@portfoliopersonal.com](mailto:gstvass@portfoliopersonal.com)

### **Lautaro Casasco Herrera**

Analyst  
[lherrera@portfoliopersonal.com](mailto:lherrera@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Caldi**

Research Asset Management  
[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Delaney**

Intern  
[ldelaney@portfoliopersonal.com](mailto:ldelaney@portfoliopersonal.com)

[www.portfoliopersonal.com](http://www.portfoliopersonal.com)

✉ [consultas@portfoliopersonal.com](mailto: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.