

29 de mayo de 2025

Daily Mercados

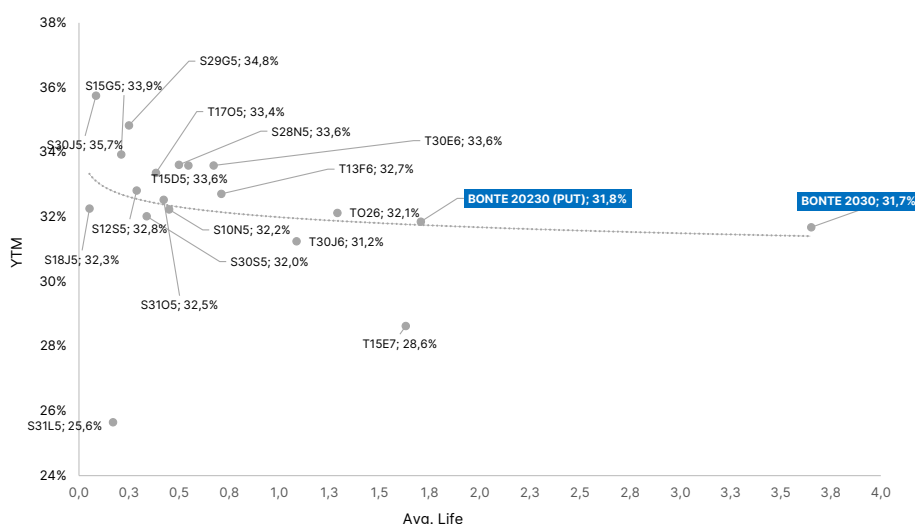
ppi

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

Premio para los valientes

El Tesoro salió a testear los mercados internacionales con un bono en pesos a 2030. **Tras el debate generado en torno a la tasa de corte del BONTE 2030, finalmente el cupón quedó en 29,5% TNA (TEA: 31,8% | TEM: 2,32% | MD: 2,5).** Así, se adjudicó la totalidad de los US\$1.000 millones previstos tras recibir ofertas por US\$1.700 millones. **Evidentemente, el equipo económico priorizó hacerse de los dólares antes que dar una señal con el nivel de tasa, lo que terminó generando un premio para los suscriptores.** A simple vista, el *put* (opción de venta a mayo de 2027), con una *duration* de 1,4 años —no tan lejana a la del BONCAP de enero 2027 que cerró en el secundario a TEA 28,5%—, luce en línea con el resto de la curva a tasa fija. El mayor premio parecería concentrarse en la extensión hasta 2030. En otras palabras, **considerando el proceso de desinflación que atraviesa Argentina y la curva de rendimientos invertida, esperábamos una tasa más baja para el nuevo bono a 5 años.**

Nuevos puntos en la curva a tasa fija

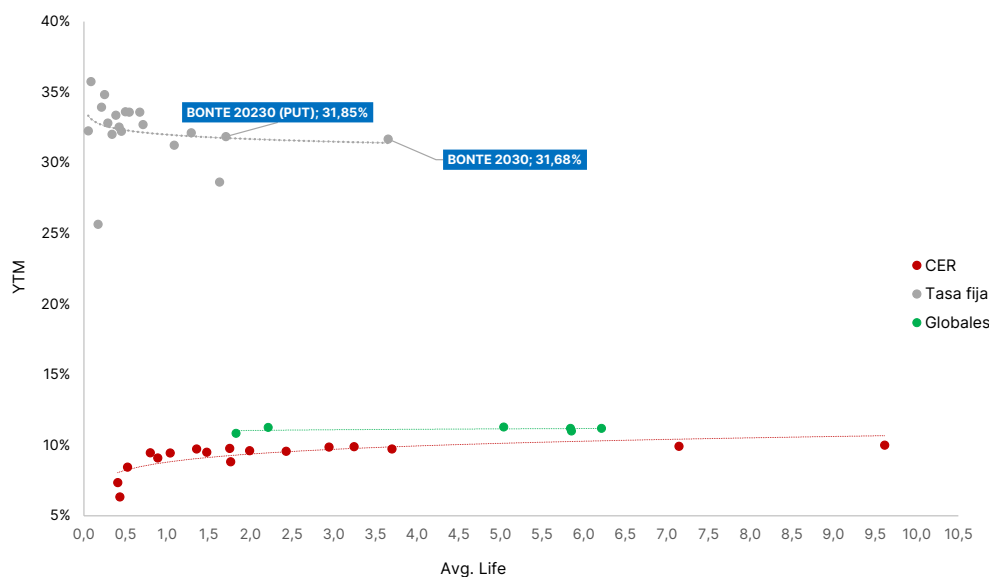


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En un escenario donde la desinflación persista y el gobierno logre contener el tipo de cambio, el BONTE 2030 presenta un alto potencial. Incluso podría haber cierto *upside* para los primeros compradores, ya que los datos de inflación de alta frecuencia de mayo apuntan a una cifra cercana al 2%, sensiblemente por debajo de la TEM convalidada en esta licitación, lo que deja un margen en caso de que regrese la volatilidad al mercado cambiario. Sin embargo, también es importante destacar que, dado que los inversores internacionales que compran el bono en el mercado secundario deben vender sus dólares en el mercado oficial y permanecer en pesos al menos 180 días antes de poder repatriar los fondos, la demanda extranjera podría verse limitada, lo que a su vez acotaría la potencial compresión. Además, considerando que las tasas de corte de toda la oferta licitada quedaron por encima de las del mercado secundario —a pesar de que el Gobierno decidió limitar el *roll-over* a 1,0x (inyectando \$1,148 billones de liquidez)—, esperamos ver hoy una curva en pesos algo más débil. Si bien seguimos esperando una compresión rápida de tasas en el BONTE 2030, la dinámica general podría moderar el *rally*.

EL BONTE 2030 vs el resto de los instrumentos

(curvas hard dollar, CER y tasa fija)



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

Ahora tenemos un nuevo punto para analizar *breakevens* tanto de inflación como de tipo de cambio con el cupón del 29,5%. Así, lo comparamos contra el TZX28 y TX31 ajustando por duration y contra el GD30 en la curva soberana en dólares. De esta manera, para que el BONTE 2030 supere a un bono CER y a un bono *hard dollar*, la inflación debería promediar menos del 19,8% anual hasta 2030, y la tasa de depreciación anual promedio debería mantenerse por debajo del 17,1%. Si bien el umbral de inflación parece fácilmente alcanzable bajo la dinámica actual, cabe destacar que estos niveles *breakeven* asumen un tipo de cambio real terminal de \$1.026 para 2030, uno de los más bajos de la historia argentina. Esto pudo haber influido en la valuación del BONTE 2030, dado que apenas un día después de fijar el tipo de cambio en \$1.148 para la licitación, ya cotizaba 1,1% por debajo de ese nivel (\$1.161). En otras palabras, el tipo de cambio real implícito exige que la ambiciosa agenda de reformas de Federico Sturzenegger se implemente por completo y que Argentina logre un aumento significativo de productividad en los próximos cinco años. De todos modos, **con una inflación *breakeven* mensual del 1,5% durante todo el período de 5 años, posicionarse en el BONTE 2030 parece una buena decisión frente a los bonos CER.**

Mirando la opcionalidad, **no hay una diferencia significativa en los *breakevens* de las variables, ya que ambos aumentan en 100pbs sus umbrales.** No obstante, lo interesante es que la inflación breakeven del 20,8% equivale a una tasa mensual del 1,6%, lo que hace que este bono resulte atractivo incluso tomando mayo de 2027 como vencimiento. Dado que la inflación de mayo probablemente se ubique en torno del 2%, alcanzar ese 1,6% como promedio para los próximos dos años luce plausible. En otras palabras, **incluso valuando el bono a 2 años, el rendimiento sigue siendo atractivo.** Además, se obtiene una opción gratuita para decidir si se extiende el vencimiento por 3 años adicionales a la misma tasa nominal o si se solicita el rescate dentro de dos años.

En resumen, **vemos un claro potencial de *upside* en el BONTE 2030, ya que creemos que el gobierno buscó intencionalmente hacer más atractivo el instrumento para inversores que apuesten a su programa.** Es probable que en las primeras ruedas cotice con foco en la

opcionalidad, pero con el correr del tiempo comience a operar como un bono efectivamente a 2030. Esto podría incentivar una mayor demanda por parte de inversores extranjeros en futuras licitaciones, lo que permitiría validar tasas más bajas.

¿Qué *pricea* el BONTE 2030 de la macro?

Como mencionamos en "*Premio para los valientes*", ayer el Tesoro tuvo un exitoso regreso a los mercados internacionales con la colocación del BONTE 2030, en la que adjudicó el monto máximo de emisión de US\$1.000 millones, tras recibir ofertas por US\$1.694 millones. Lo que sorprendió al mercado local fue la tasa de corte de 29,5% TNA, ya que se esperaba que se ubicara por debajo de 25%. En cierto punto, la colocación marcó un punto de inflexión entre el *view* de los inversores locales y los *offshore*. Si bien estos últimos "compran" la película de normalización de la macro (sino no se colocarían a un bono en pesos a cinco años con un *put* a dos), parecieran mantenerse más escépticos. Cabe recordar que el mercado internacional compró en 2016 la historia de una Argentina "convergiendo" que finalmente no tuvo lugar (*Sudden Stop* en 2018 y derrota de Macri en 2019).

En este sentido, con los precios al cierre de ayer, **el BONTE 2030 tiene implícito un breakeven de inflación contra el TZX28 de 20,8% anual hasta 2027 y 19,8% anual hasta 2030**. Es decir, la inflación mensual promedio sería de 1,6% y 1,5% en cada caso. Esto luce un poco elevado considerando que, en base a los relevamientos de alta frecuencia para mayo, la inflación ya estaría viajando al 2% mensual o incluso por debajo de este umbral (1,8%/1,9%). Asimismo, si lo comparamos contra el REM de abril, el cual posiblemente se ajuste a la baja en mayo tras el 2,8% de abril (estaba parado en 3,2%), éste esperaba una inflación de 18% en 2026 y 10% en 2027. Por otra parte, **el BONTE tiene implícito una depreciación nominal medida contra el GD30 de 18,1% anual hasta 2027 y 17,1% anual hasta 2030**.

Dicho esto, con los precios de ayer, **tiene implícitamente *priceado* una apreciación real anual de 2,2% hasta 2027 y de 2,3% hasta 2030**. En tanto, el REM prevé para 2026 una apreciación real de 5,1% anual, considerando que tiene una depreciación nominal de 12%. Destacamos que, si bien el mercado tenía ayer en precios una apreciación real de 2,3% hasta 2030, los inversores no residentes que suscribieron este bono pueden tener una visión distinta, incluso con depreciación real (dado el tipo de cambio real históricamente bajo). Esto podría explicar porque descuentan una inflación más alta de lo esperado por el REM y el mercado local.

BONTE 2030: análisis de *breakeven*

	TNA ofrecida	TIR	MD	Inflación breakeven	Depreciación nominal implícita
vs 2030					
vs Mayo 2027 (put)	29,5%	31,7%	2,5	19,8%	17,1%
			1,4	20,8%	18,1%

Depreciación real implícita a mayo 2030

A3500	1.148
Depreciación real implícita	-2,3%
A3500 real mayo 2030	1.023

Depreciación real implícita a mayo 2027

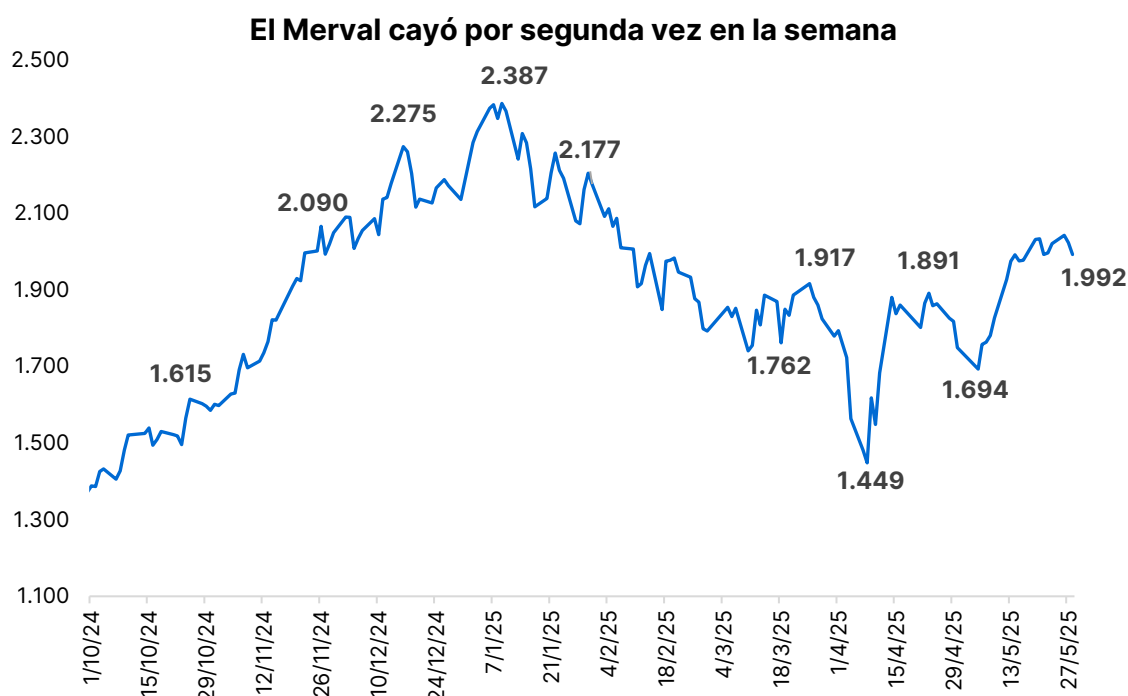
A3500	1.148
Depreciación real implícita	-2,2%
A3500 real mayo 2027	1.096

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

El Merval cayó por segunda vez en la semana

A diferencia de los Globales, ayer el índice de renta variable argentino retrocedió 1,6% hasta **US\$1.992**, marcando su segunda baja consecutiva en la semana y ubicándose 1,4% por debajo del nivel de cierre del viernes pasado. De cualquier manera, el movimiento del Merval estuvo en línea con los principales índices de renta variable del mundo: el Dow Jones cayó 0,6%, seguido de cerca por el Nasdaq Composite y el S&P 500, que retrocedieron 0,5%, respectivamente.

En la bolsa de Buenos Aires, las acciones que componen el panel líder del Merval terminaron con variaciones mixtas. El podio ganador estuvo integrado por **TRAN (+3,9%)**, **METR (+2,8%)** y **VALO (+2,2%)**, mientras que **LOMA (-4,9%)**, **SUPV (-3,7%)** y **COME (-2,5%)** encabezaron las bajas de la rueda. En el exterior, la tónica fue más negativa. Entre los contados ADRs que terminaron en verde, los que se destacaron fueron **VIST (+2,1%)**, **YPF (+1,1%)** y **EDN (+0,7%)**. Del otro lado, entre los rojos a **LOMA (-4,7%)** y **SUPV (-4,6%)** se le sumó **BIOX (-2,9%)** para completar las tres bajas más importantes de la jornada.



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

Finalizando con la temporada de balances, ayer fue el turno de otro de los principales bancos del país: el Banco Macro (BYMA: BMA; NYSE: BMA). En el primer trimestre de 2025, tuvo ingresos por \$725.653 millones (*flat* qoq; +93% yoy), explicados principalmente por un aumento en mayores ingresos netos por intereses por \$579.174 millones (*flat* qoq; +122% yoy), junto con un buen desempeño en los ingresos netos por comisiones por \$146.479 millones (*flat* qoq; +27% yoy). Sin embargo, el ingreso operativo neto se desplomó 9% qoq y 68% yoy hasta \$801.017 millones, por los menores resultados en la medición de instrumentos financieros al valor de realización. A pesar de la reducción en los gastos operativos como beneficios al personal (-9% qoq; -18% yoy), gastos de administración (-11% qoq; -19% yoy) y otros gastos operativos (-5% qoq; -27% yoy), **el resultado operativo se redujo en un 11% secuencialmente y en un 82% en términos interanuales hasta \$347.804 millones. A su vez, la mayor estabilidad monetaria moderó las pérdidas por la posición monetaria neta hasta \$267.134 millones y, restando los**

\$34.454 millones de impuesto a las ganancias, **el resultado neto del trimestre se situó en \$45.700 millones (-59% qoq; -89% yoy).**

En cuanto a la actividad fundamental de un banco como entidad de intermediación, **los depósitos totales crecieron 5% secuencialmente hasta \$9,63 billones, mientras que los préstamos saltaron 22% frente al 4Q24 hasta \$7,67 billones.** El margen neto de interés para los activos y pasivos en pesos fue del 27,1% para el 1Q25, por encima del 20,6% del 1Q24, pero por debajo del 28,8% del 4Q24. En tanto, el NIM en moneda extranjera cayó desde 7,7% en el 1Q24 hasta 3,0% en el 1Q25, aunque las financiaciones al sector privado en moneda extranjera más que se duplicaron.

Por último, en cuanto a las métricas de rentabilidad, **el ROE se ubicó en 3,8% en el 1Q25, mientras el ROA se situó en 1,2%.** Luego de la *earnings call* a realizarse esta mañana, profundizaremos en el primer trimestre del año del Banco Macro.

Temporada de balances internacional: llegó el momento de Nvidia

Nvidia (NASDAQ: NVDA) presentó ayer, tras el cierre de mercado, los resultados del 1FQ26 y volvió a romper récords. **La compañía reportó ingresos por US\$44.062 millones, por encima de los US\$43.310 millones estimados, con un crecimiento del 69% interanual y del 12% frente al trimestre anterior.** En la misma línea, el beneficio por acción (EPS GAAP) fue de US\$0,76, con una suba del 33% en comparación al año pasado. Además, la empresa aclaró que, **excluyendo un cargo extraordinario de US\$4.500 millones por las restricciones del gobierno de EE.UU. a las exportaciones de chips H20 a China, la ganancia ajustada por acción habría alcanzado los US\$0,96.** El margen bruto ajustado se ubicó en 61%, pero sin el impacto del cargo habría sido de 71,3%.

El segmento de centros de datos volvió a ser el motor del crecimiento, con ingresos por US\$39.000 millones, un salto del 73% yoy. La fuerte demanda de infraestructura para inteligencia artificial y el lanzamiento de la computadora avanzada "Blackwell NVL72" explican gran parte del buen desempeño.

De cara al futuro, para el segundo trimestre fiscal, Nvidia proyecta ingresos por US\$45.000 millones y un margen bruto ajustado de 72%. **Esa estimación ya contempla una posible pérdida de hasta US\$8.000 millones por las restricciones a las exportaciones hacia China.** En este contexto, la acción sube más de 5% en el *premarket*.

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.