

02 de junio de 2025

Perspectivas de la semana

ppi

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

¿Cómo respondió la renta fija al regreso al mercado internacional de deuda?

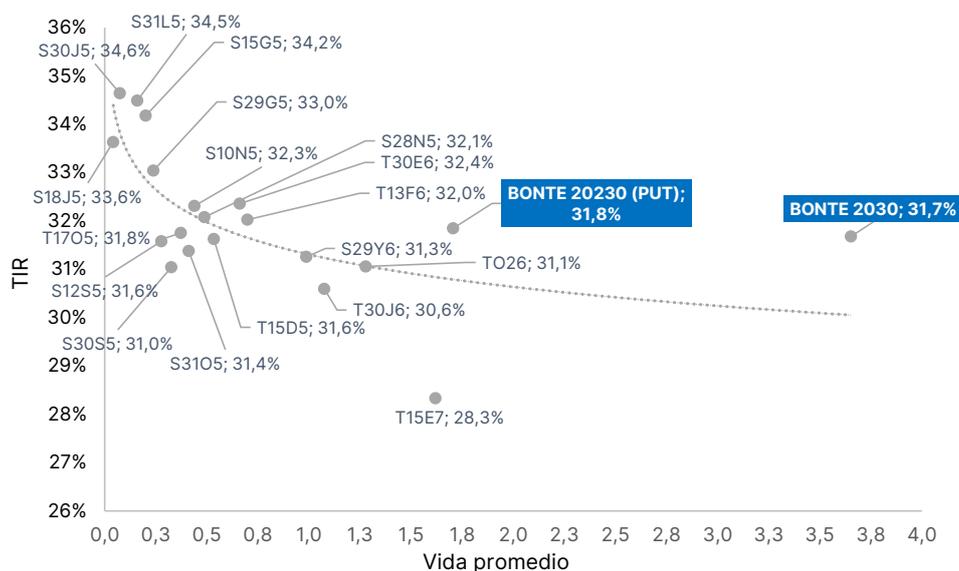
En una semana marcada por la emisión del BONTE 2030, con vencimiento el 30 de mayo de 2030 (con opción de venta (*put*) ejercible el 27 de mayo de 2027), por un monto de US\$1.000 millones, la deuda en dólares y en pesos mostraron un desempeño dispar.

Por un lado, la deuda soberana *hard dollar* retrocedió sobre el final de la semana, aunque logró cerrar con avances moderados en el WTD, con subas entre 0,1% y 0,3%. Este comportamiento se dio en un marco positivo para el resto de los mercados emergentes y de frontera, donde el ETF EMB registró una suba de 0,7%. En el caso argentino, el precio promedio ponderado por *outstanding* de los bonos en dólares pasó de US\$70,09 a US\$70,15, mientras que el riesgo país se mantuvo estable en 651 puntos básicos.

Por otro lado, la deuda en pesos exhibió una compresión de tasas. Los mayores ganadores fueron los BONCAPs más largos (T30J6 y T15E7), cuyas TEMs se ubicaron en la zona de 2,25% y 2,10%, respectivamente. También destacaron los BONTAMs con vencimiento en septiembre y diciembre de 2026, con TEMs entre 2,19% y 2,14%. Finalmente, las LECAPs también mostraron un comportamiento positivo, con subas de hasta 1,4% en sus precios.

Clave: el principal hito de la semana llegará el miércoles, con la liquidación del nuevo BONTE 2030 (TY30P) y su primera cotización en el mercado secundario. En este contexto, el TY30P actuará como referencia para la tasa fija, por lo que será clave seguir de cerca su desempeño. ¿Comprimirá? No sería un escenario descabellado, considerando las referencias del tramo largo de la curva y la posibilidad de que la inflación de mayo traiga buenas noticias. De todos modos, será necesario esperar algunas ruedas para contar con señales más concluyentes. En cuanto a la agenda de licitaciones, el MECON se tomará una pausa esta semana. Según el cronograma oficial, el próximo llamado está previsto para la semana siguiente.

Curva de tasa fija soberana en pesos



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

Los factores que estacionalmente conspiran a favor y en contra del dólar

El viernes los dólares extendieron la suba exhibida desde el lunes pasado. El A3500, que es un promedio de los valores negociados en la rueda, presentó el avance más pronunciado al trepar 1,8% a \$1.195,3. En tanto, el spot mostró el alza más escueta al incrementarse 0,4% a \$1.190,

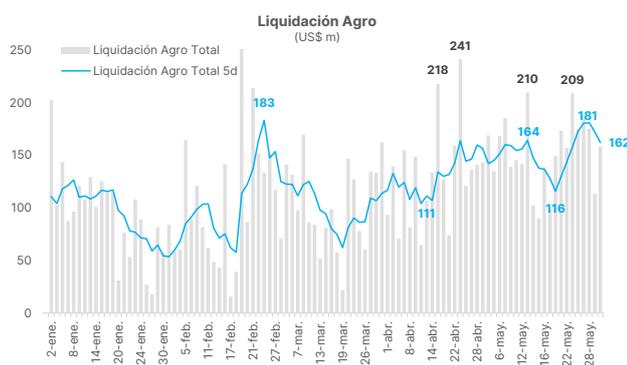
aunque superó los \$1.200 durante la rueda. En la misma sintonía, el CCL escaló 0,9% a \$1.205 y el MEP 0,8% a \$1.193.

Por su parte, los futuros de dólar habían iniciado con fuertes aumentos la última rueda del mes, que se caracteriza por el *rolleo* de la posición a punto de vencer. Al mediodía, mostraban avances intradiarios de entre 1% y 1,8%, que los habían llevado a igualar los valores del 06/05, día previo a que el BCRA habría intervenido en la curva de futuros a juzgar por el incremento récord del interés abierto (especialmente en el contrato de diciembre). No obstante, se desinflaron para el cierre: la mayoría de los contratos finalizaron sin cambios o con movimientos muy moderados. Por ejemplo, la posición de junio permaneció inalterada en \$1.208 (había llegado a saltar 1,6% hasta \$1.228), la de agosto cayó 0,2% a \$1.257 (había llegado a escalar 1,7% hasta \$1.280) y la de diciembre terminó sin cambios en \$1.349 (había llegado a trepar 1,6% hasta \$1.370). La suba del volumen operado de US\$1.806 millones a US\$1.861 millones y la baja del interés abierto de US\$456 millones, impulsado por el vencimiento del contrato de mayo (-US\$718 millones) y contrarrestada parcialmente por la suba del de junio (+US\$215 millones), no nos llamó la atención.

Pensando en lo que viene, nos parece relevante analizar qué factores podrían estacionalmente presionar al alza y a la baja al tipo de cambio:

1. Comercio exterior: la estacionalidad de exportaciones e importaciones se torna desfavorable a partir de julio, una vez que la cosecha gruesa ya se haya liquidado. Dado que el Gobierno ratificó que las retenciones volverán a subir a partir del 01/07 para soja y maíz, esperamos que la desaceleración de la liquidación del agro a partir de julio sea más marcada por haberse “adelantado” liquidación para beneficiarse de las menores alícuotas. Respecto a las importaciones, su estacionalidad va acelerándose hasta marcar un pico en agosto (tres meses después de las exportaciones, que lo alcanzan en mayo). Recién en diciembre, con el inicio de la liquidación de la cosecha fina, la estacionalidad de las exportaciones e importaciones se vuelve nuevamente favorable. Dicho esto, el tipo de cambio podría verse presionado al alza por los flujos del comercio exterior en la segunda mitad del año.

La liquidación del agro viene acelerándose



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

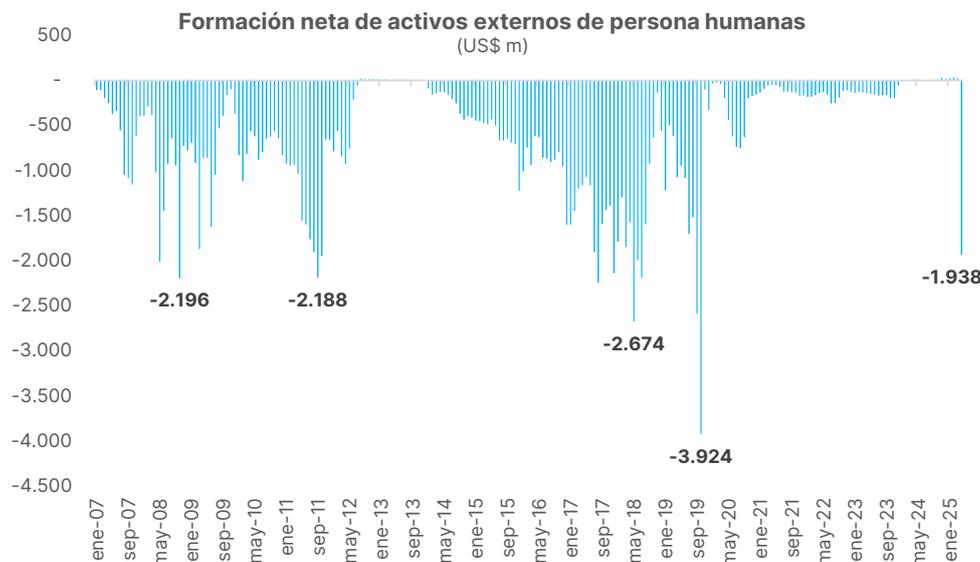
La estacionalidad del comercio exterior juega en contra a partir de julio



2. Dolarización de portafolios: en la segunda quincena de abril (primeras dos semanas bajo el nuevo esquema cambiario), la formación neta de activos externos de las personas humanas totalizó US\$1.938 millones. Haciendo un repaso por este siglo, observamos que, sin importar el signo político o el andar de la economía, la dolarización de portafolio es un clásico de los años electorales. Es decir, deberíamos esperar que en la víspera a las

elecciones de medio término del 26 de octubre haya una mayor demanda de dólares por parte del *retail*. A modo de referencia, tomando las experiencias de 2007, 2009, 2011, 2017 y 2019, la formación neta de activos externos de las personas humanas se duplicó o triplicó entre el piso y el techo observado previo a los comicios de aquellos años, dependiendo del poder adquisitivo del momento. Cabe mencionar que, en los años de mayor poder adquisitivo, fue mayor la dolarización de portafolios. Sin embargo, debemos destacar que abril fue un mes particular por tratarse del primero en más de cinco años en el que el retail podía dolarizarse. Aguardamos los datos de mayo para sacar una conclusión sobre un nivel más estable de demanda de dólares de minoristas.

La FAE de personas humanas saltó en las primeras dos semanas del nuevo esquema



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

- Turismo: más allá del pico estacional de enero y febrero, producto de las vacaciones de verano, la estacionalidad del turismo emisor y receptor (en especial por vía aérea) vuelve a tornarse desfavorable en julio y agosto por las vacaciones de invierno. Es decir, el tipo de cambio podría verse presionado al alza por este factor, en un contexto en el que el tipo de cambio real está en niveles históricamente bajos.

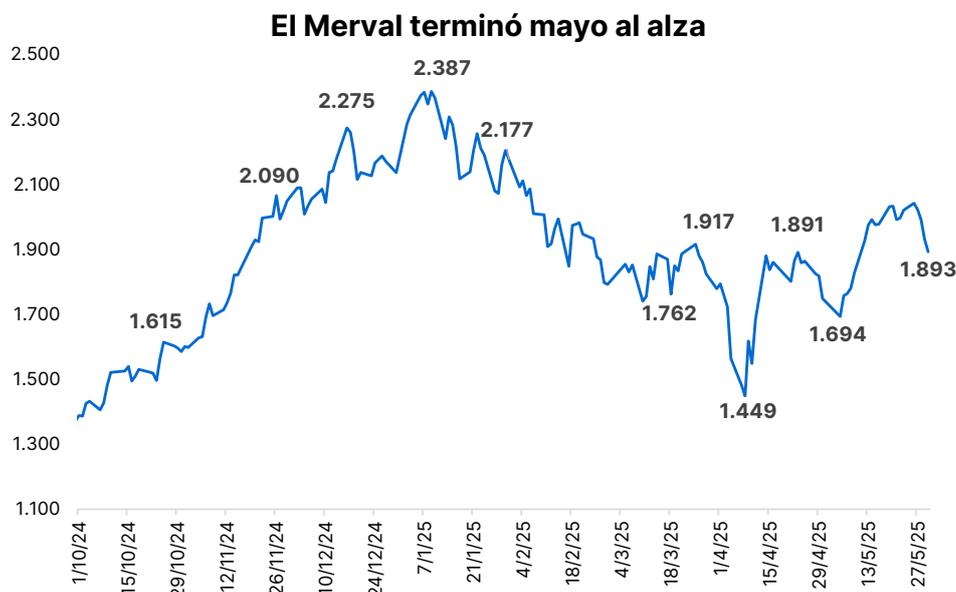
Clave: uno de los factores que podría mitigar la posible presión al alza sobre el tipo de cambio (en especial a partir de julio), es la hoy entrante en vigencia primera etapa del “Plan de Reparación Histórica de los Ahorros de los Argentinos”. Más allá de incentivar el “consumo reprimido”, la medida tendría como objetivo reanudar la dinámica de suba de préstamos que siguió al blanqueo. Esto se traduciría en una oferta extra de divisas en el MULC, dado que las restricciones cambiarias siguen en pie para las empresas (los bancos les depositan pesos y venden los dólares en el MULC). Como mencionamos en reiteradas ocasiones, la clave pasará en la magnitud en que aumenten los depósitos en dólares del sector privado, ya que determinará el incremento de la capacidad prestable de los bancos. Adicionalmente, el BCRA podría intervenir en futuros para alentar la inversión de portafolio de no residentes, las financiaciones locales y la emisión de ONs MEP y “cable”. Esto redundaría en un superávit de cuenta financiera que financie el déficit de cuenta corriente, tal como sucedió tras el exitoso blanqueo.

Un mes al alza

El viernes, el Merval retrocedió 2,0% hasta US\$1.893, marcando su cuarta rueda consecutiva a la baja, con pérdidas del 6,3% en la semana. Este deslucido final de mes no puede opacar la performance completa, pues mayo se fue el mejor mes del 2025 (enero: +1,9%; febrero: -17,7%; marzo: -0,7%; abril: -1,7%) para el Merval, con una suba del 8,2%, recuperando parte de lo perdido desde el máximo del 9 de enero (US\$2.387).

Profundizando en los componentes del índice, el último día de la semana las partes mostraron el mismo comportamiento que el agregado: la mayoría de los papeles terminó en terreno negativo. ALUA (-4,6%), CEPU (-3,4%) y TGSU2 (-2,7%) encabezaron las pérdidas, mientras que TRAN (+1,3%), BBAR (+0,3%) y BMA (+0,3%) fueron las únicas que terminaron en terreno positivo. En Wall Street, el clima fue similar, con más rojos que verdes. Entre los primeros, TEO (-3,9%), CEPU (-3,8%) y TGS (-3,1%) registraron las caídas de mayor magnitud, al tiempo que MELI (+0,7%), GLOB (+0,3%) y BBAR (+0,2%) fueron las excepciones que terminaron al alza.

Como mencionamos, la última semana fue negativa para los ADRs argentinos. La mayoría terminó a la baja, con los bancos como principales afectados con SUPV (-17,1%) y BMA (-10,4%) seguidos por TGS (-9,6%). Las excepciones fueron MELI (+2,2%) y BIOX (+5,4%), que terminaron al alza. Si ampliamos la perspectiva a la evolución mensual, el comportamiento es el inverso con la mayoría en verde. Algunos de los que mostraron subas de dos dígitos fueron CEPU (+23,8%), YPF (+18,7%) y BIOX (+14,8%). En tanto, GLOB (-16,6%), SUPV (-12,1%) y BMA (-4,5%) terminaron con las mayores pérdidas.



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

Entre las noticias más relevantes del mundo corporativo, destacamos que Pampa Energía (BYMA: PAMP; NYSE: PAM) adquirió por medio de operaciones en el mercado el 10,17% (5.210.146 acciones) de la petrolera colombiana Geopark (NYSE: GPRK), que fue noticia recientemente debido a un intento fallido de ingresar en Vaca Muerta. Cabe destacar que la compra se realizó mediante el uso de las disponibilidades de efectivo a través de Generación Argentina SA compañía controlada por Pampa Energía. Sin lugar a duda es una clara señal de que el *management* de Pampa Energía ve valor en los activos de Geopark, tanto así como para invertir más de US\$34 millones en un año en el que se encuentra desarrollando un ambicioso plan de inversiones en Vaca

Muerta por hasta US\$1.100 millones. Es cierto que el precio de la acción estuvo muy golpeado durante los últimos meses y que GPRK, más allá de sus áreas de explotación convencionales, cuenta con una posición de caja sumamente importante (más de US\$300 millones), con deudas de largo plazo por más de US\$500 millones y una generación de EBITDA de cerca de US\$400 millones al año. Desconocemos si Pampa Energía, a partir de esta operación, tiene la intención tomar el control de la petrolera colombiana, para lo que necesitaría un porcentaje mayor de las acciones.

Clave: luego de una temporada de balances que dejó sabor a poco, veremos si los drivers macro logran impulsar al Merval. En este sentido, la vuelta de Argentina al mercado de crédito internacional mediante la emisión del BONTE 2030 puede ser el puntapié inicial de una baja más marcada del riesgo país que beneficie al universo de activos argentinos. En el mercado de renta fija corporativa, parece que será una semana con menor actividad en el mercado primario. En el secundario, monitorearemos el *stress* que están atravesando los títulos de varias compañías que pueden generar oportunidades de inversión más que interesantes en los instrumentos de renta fija para aquellos que estén dispuestos a asumir un mayor riesgo.

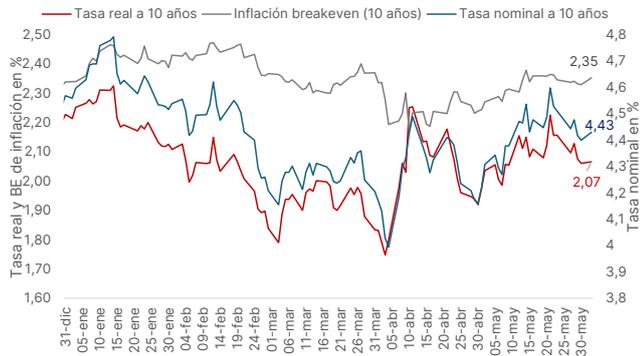
¿Escala nuevamente la guerra comercial con China?

El clima entre Estados Unidos y China vuelve a calentarse. La semana pasada, Scott Bessent, secretario del Tesoro norteamericano, había advertido que las negociaciones con China estaban algo estancadas. Ahora, Pekín acusó a Estados Unidos de violar el acuerdo comercial y advirtió que tomará medidas para defender sus intereses, lo que aleja la posibilidad de un llamado entre Trump y Xi Jinping. En su comunicado, la capital china señaló que Estados Unidos impuso nuevas restricciones unilaterales y discriminatorias, entre ellas controles más estrictos a la exportación de chips de inteligencia artificial, límites a la venta de *software* de diseño de semiconductores y la cancelación de visas para estudiantes chinos. La reacción no tardó en sentirse en los mercados: los futuros de los principales índices bursátiles comenzaron la rueda en terreno negativo. El Nasdaq, el S&P 500 y el Dow Jones retroceden 0,6%, 0,4% y 0,3%, respectivamente, en el *premarket*.

En cuanto a la semana pasada, el foco estuvo puesto en el enfrentamiento de Trump y las instituciones de su país. Por un lado, el Tribunal Federal de Comercio estadounidense intentó ponerle un freno a la guerra comercial -al revocar gran parte de los aranceles comerciales impuestos por el presidente-, pero esto no prosperó, ya que un Tribunal de Apelaciones Federal concedió una suspensión temporal del fallo inicial. Por otro lado, Trump volvió a confrontar al presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, algo que el mercado no suele mirar con buenos ojos. En medio de esta disputa, se conocieron los resultados de NVIDIA -quizás la empresa más relevante para Wall Street por lo que representa en términos del futuro tecnológico- que fueron positivos. También se publicó la revisión del PBI del 1T25, que, si bien se corrigió al alza, reflejó un *mix* de consumo más débil, una buena lectura de la inflación PCE y una balanza comercial que, producto de la estrategia comercial, mejoró considerablemente en abril.

En ese contexto, los rendimientos de los *Treasuries* bajaron la semana pasada. La tasa a 10 años retrocedió 11 pbs, impulsada principalmente por su componente real (-10 pbs), mientras que el tramo corto a 2 años también bajó 9 pbs, pero impulsado por una menor expectativa de inflación tras el buen dato del PCE. Por su lado, los índices bursátiles estadounidenses cerraron la semana al alza. El S&P 500 subió 1,2%, mientras en Dow Jones y el Nasdaq hicieron lo propio en 1%.

Evolución de la tasa a 10 años (desagregada por sus componentes)



Evolución de la tasa a 2 años (desagregada por sus componentes)



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

Clave: en cuanto a los próximos datos económicos, la atención estará puesta en la actividad y el mercado laboral. Hoy se publicarán el PMI (revisión) y el ISM manufacturero de mayo. Mañana será el turno de las órdenes de bienes durables de abril -un *proxy* de la inversión- y del informe JOLTS sobre ofertas de empleo. Más adelante, llegarán otros datos laborales, como el ADP y las solicitudes semanales de desempleo. El viernes cerrará la semana la publicación del *job report* de mayo. Para este último, el mercado espera una desaceleración en la creación de nóminas no agrícolas, que pasarían de 177 mil en abril a 125 mil, mientras que la expectativa es que la tasa de desempleo se mantenga en 4,2%.

Lo que pasó

| | PAÍS | INDICADOR | PERÍODO | REAL | ESTIMADO | PREVIO |
|--------|--------|---|--|-------|----------|--------|
| 26-may | AR | Llamado a Licitación | May | - | - | - |
| | AR | Índice de Confianza en el Gobierno (UTDT) | May | 5,0% | | -3,7% |
| 27-may | US | Órdenes de Bienes Durables | Abr | -6,3% | -8,2% | 7,6% |
| | US | Índice de Confianza del Consumidor | May | 98,0 | 87,0 | 86,0 |
| | BR | IPC Mensual | May | 0,4% | | 0,4% |
| 28-may | AR | Licitación del Tesoro | May | - | - | - |
| | US | Minutas del FOMC | May | - | - | - |
| 29-may | AR | Expectativas de inflación (UTDT) | May | 38,8% | | 41,3% |
| | US | PBI Trimestral Anualizado | 1T | -0,2% | -0,3% | -0,3% |
| | US | Subsidios Iniciales por Desempleo | May | 240K | | 226K |
| | US | Reclamos Continuos | May | 1919K | | 1893K |
| | JAP | Tasa de Desempleo | Abr | 2,5% | 2,5% | 2,5% |
| | JAP | Producción Industrial Mensual | Abr | -0,9% | -1,2% | 0,2% |
| | 30-may | AR | Informe de Evolución del Mercados de Cambios | Abr | - | - |
| | AR | Liquidación de Licitación | May | - | - | - |
| | US | PCE Anual | Abr | 2,1% | 2,2% | 2,3% |
| | US | PCE Mensual | Abr | 0,1% | 0,1% | 0,0% |
| | US | PCE Núcleo Mensual | Abr | 0,1% | 0,1% | 0,0% |
| | BR | PBI Trimestral | 1T | 1,4% | | 0,2% |

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

Lo que vendrá

| | PAÍS | INDICADOR | PERÍODO | REAL | ESTIMADO | PREVIO |
|-------|------|---|---------|------|----------|-----------|
| 2-jun | AR | Recaudación Impositiva | May | | | \$13,68bn |
| | US | PMI de Fabricación | May | | 52,3 | 52,3 |
| | US | ISM Manufacturero | May | | 49,5 | 48,7 |
| | UK | PMI de Fabricación | May | | | 45,1 |
| 3-jun | US | Órdenes de Bienes Durables | Abr | | -6,3% | -6,3% |
| | US | Empleos Disponibles JOLTS | Abr | | 7100K | 7192K |
| | BR | Producción Industrial Mensual | Abr | | | 1,2% |
| 4-jun | US | Cambio de Empleo ADP | May | | 110K | 62K |
| 5-jun | AR | Relevamiento de Expectativas de Mercado | May | - | - | - |
| | US | Balanza Comercial | Abr | | -\$90.0B | -\$140.5B |
| | US | Subsidios Iniciales de Desempleo | May | | 235K | 240K |
| | US | Reclamos Continuos | May | | | 1919K |
| 6-jun | US | Cambio en Nóminas No Agrícolas | May | | 125K | 177K |
| | US | Tasa de Desempleo | May | | 4,2% | 4,2% |

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

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
meider@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.