

21 de mayo de 2026

# Daily Mercados

ppi

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

### Las estrategias en pesos siguen ajustándose, pero seguimos favoreciendo el *barbell*

Tal como venimos remarcando, pensamos que el peso puede sostenerse fuerte por un tiempo más, al menos en una ventana de dos a tres meses. Por un lado, el frente comercial debería seguir aportando soporte, en un contexto en el que la cosecha gruesa viene mostrando una liquidación sólida en el tramo estacionalmente más relevante. Por otro, si bien la semana había comenzado con algo más de movimiento en el frente externo, el rebote que mostraron ayer los activos de riesgo, con **los Globales subiendo 1%, el EMB ETF avanzando 1,1% y las tasas de los Treasuries retrocediendo, sugiere que el contexto global todavía debería seguir acompañando el ingreso de flujos financieros**, tanto vía colocaciones corporativas como provinciales.

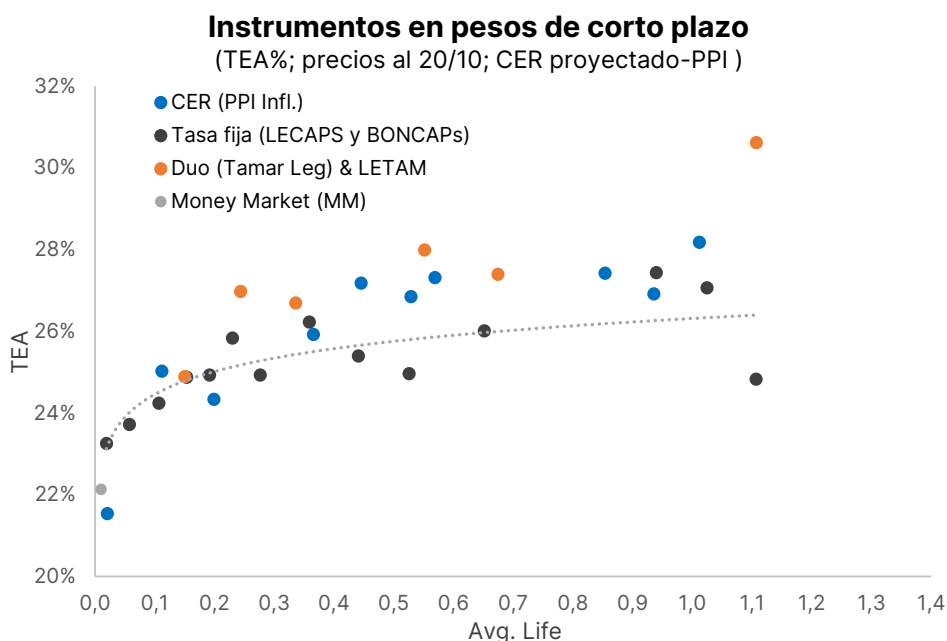
Dicho esto, en las últimas ruedas vimos una fuerte compresión de tasas reales en el tramo largo de la curva CER, del orden de 70 a 100 puntos básicos, favorecida además por la decisión del Tesoro de no reabrir estos instrumentos en la última licitación. Ese movimiento recortó parte del premio relativo que veíamos frente a sus pares en dólares de duration comparable y, en consecuencia, le restó algo de atractivo a ese segmento. Aun así, la desaceleración de la inflación núcleo en abril, que pasó de 2,7% a 2,3%, y los datos de alta frecuencia de mayo refuerzan la idea de que la desinflación volvió a encarrilarse, aunque a un ritmo gradual.

Ahora bien, **al mirar los breakevens que hoy descuenta el mercado frente a nuestra trayectoria esperada de inflación, todavía no vemos una razón relevante para rotar agresivamente hacia BONCAPs**. En el tramo del primer semestre de 2027, la tasa fija empieza a mostrar *breakevens* en torno a 1,87% mensual, niveles que ya no lucen demasiado holgados frente a nuestro escenario base. Por eso, para quienes busquen maximizar la relación riesgo retorno en la curva en pesos, seguimos prefiriendo una estrategia *barbell*, combinando instrumentos muy cortos con duration larga. **En la parte corta preferimos flotantes muy cortos, como la LETAM M31G6, mientras que en la parte larga mantenemos nuestra inclinación por el BONCER septiembre 2028, TZXS8 (CER+7,7%), donde el salto implícito en la curva *forward* sigue luciendo atractivo.**

#### Trayectoria promedio mensual de *breakeven* entre tasa fija y CER

Ticker	TEA CER	MD	Vencimiento	Días	Fija Comparable	TEA Fija	BE promedio
<b>X31L6</b>	-7,4%	0,2	31/7/2026	70	<b>S31L6</b>	24,9%	<b>2,28%</b>
<b>X30S6</b>	-3,7%	0,4	30/9/2026	131	<b>S30S6</b>	26,2%	<b>2,13%</b>
<b>TZXO6</b>	-2,1%	0,4	30/10/2026	161	<b>S30O6</b>	25,4%	<b>1,89%</b>
<b>X30N6</b>	-1,2%	0,5	30/11/2026	192	<b>S30N6</b>	25,0%	<b>1,84%</b>
<b>TZXD6</b>	-0,8%	0,6	15/12/2026	207	<b>S30N6</b>	25,0%	<b>1,79%</b>
<b>TZXM7</b>	0,8%	0,9	31/3/2027	313	<b>T30A7</b>	27,4%	<b>1,87%</b>
<b>TZXA7</b>	0,8%	0,9	30/4/2027	343	<b>T30A7</b>	27,4%	<b>1,88%</b>

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



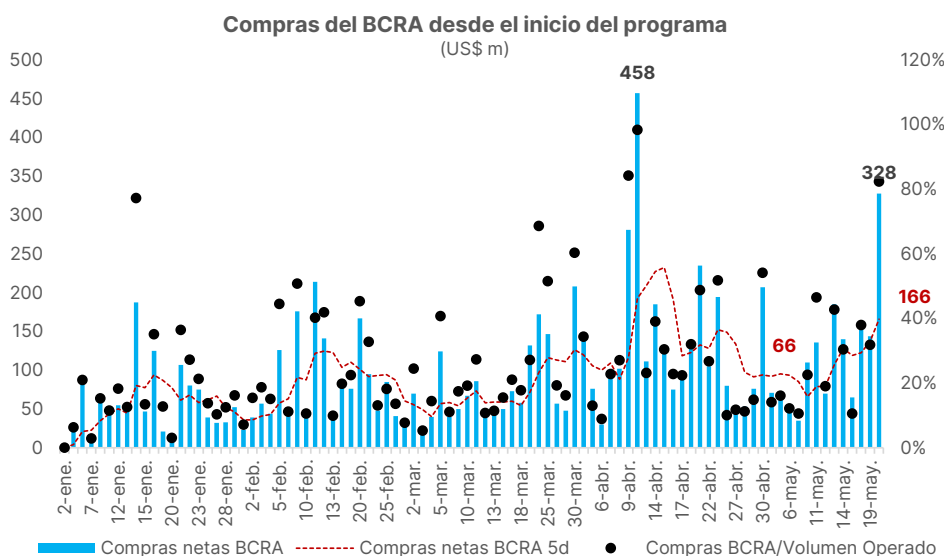
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

### Claves de la rueda de ayer: compras récord del BCRA y un superávit comercial histórico

Las novedades de ayer dejaron datos esclarecedores sobre el frente cambiario y externo:

**(i) El BCRA compró US\$328 millones ayer en el MLC, la segunda mayor adquisición de lo que va de 2026, solo por detrás de los US\$458 millones del 10 de abril.** La operación representó el 84,2% del volumen operado en A3 spot T+0, lo que sugiere la presencia de una compra en bloque. Así, las compras acumuladas de mayo ascendieron a US\$1.551 millones y, solo en las últimas tres ruedas, el Central se hizo de US\$625 millones, explicando algo más del 40% del total comprado en el mes. En paralelo, el tipo de cambio oficial volvió a mostrarse muy estable y cedió marginalmente (-0,1%) hasta \$1.397.

### El BCRA anotó su segunda mayor compra de 2026

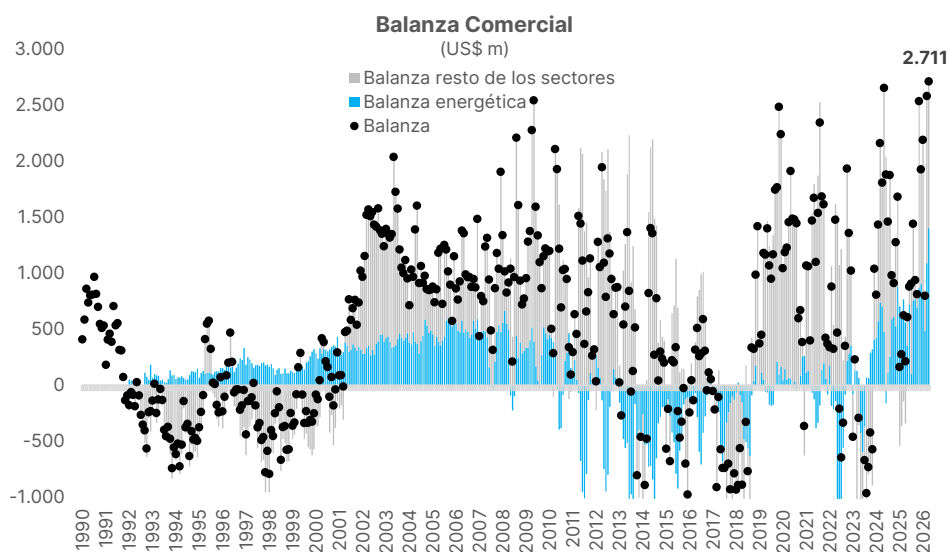


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**(ii) Los datos monetarios de ayer también dejaron una señal importante. El lunes 18 de mayo, el Tesoro incrementó sus depósitos en dólares en el BCRA hasta US\$2.411 millones, tras una suba diaria de US\$1.683 millones.** Como contrapartida, los depósitos en pesos del Tesoro cayeron \$2,42 billones, equivalente a US\$1.734 millones, lo que sugeriría una compra de divisas al BCRA. Así, los depósitos en pesos del Tesoro en el BCRA se ubicaron en torno a \$5,5 billones, previo a la ya anunciada transferencia de utilidades del BCRA por \$6 billones. Por las magnitudes involucradas, asumimos que la compra de dólares se habría realizado directamente al BCRA, aunque esto recién podrá confirmarse con la publicación de los datos monetarios consolidados de esta tarde. Respecto del destino de esos fondos, si bien el Tesoro no enfrenta vencimientos particularmente exigentes en el corto plazo, todo indicaría que estaría comenzando a juntar dólares para el pago del 9 de julio, que estimamos en US\$4.407 millones entre capital e intereses.

**(iii) Ayer también se conoció el resultado de la balanza comercial de abril, que ayuda a explicar por qué el BCRA pudo sostener compras tan elevadas en dicho mes. El superávit comercial volvió a sorprender al alza y alcanzó US\$2.711 millones, el mayor registro histórico en dólares corrientes.** El resultado estuvo explicado por exportaciones por US\$8.914 millones e importaciones por US\$6.204 millones y superó ampliamente las expectativas del REM (US\$2.330 millones), principalmente por importaciones más débiles de lo previsto.

### El superávit comercial marcó un récord histórico en USD corrientes



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

Detrás del desempeño volvió a destacarse el sector energético. El superávit energético trepó hasta US\$1.402 millones, también un máximo histórico en términos corrientes, explicando más de la mitad del saldo comercial total. Las exportaciones energéticas alcanzaron US\$1.554 millones y crecieron 85,9% interanual, combinando un fuerte incremento en cantidades exportadas (+53,2%) con mejores precios (+21,3%), todavía parcialmente influenciados por la suba internacional del petróleo tras las tensiones geopolíticas en Medio Oriente. Más allá de energía, el resto de los sectores también gozó de un aumento generalizado en sus exportaciones. Los volúmenes exportados crecieron 25% interanual en productos primarios, 5% en manufacturas de origen agropecuario y 24% en manufacturas industriales.

Por el lado de las importaciones, estas retrocedieron 4% interanual. La dinámica combinó un aumento de precios (+4,1%) con una caída de cantidades (-7,7%). Dentro de esta última, vale

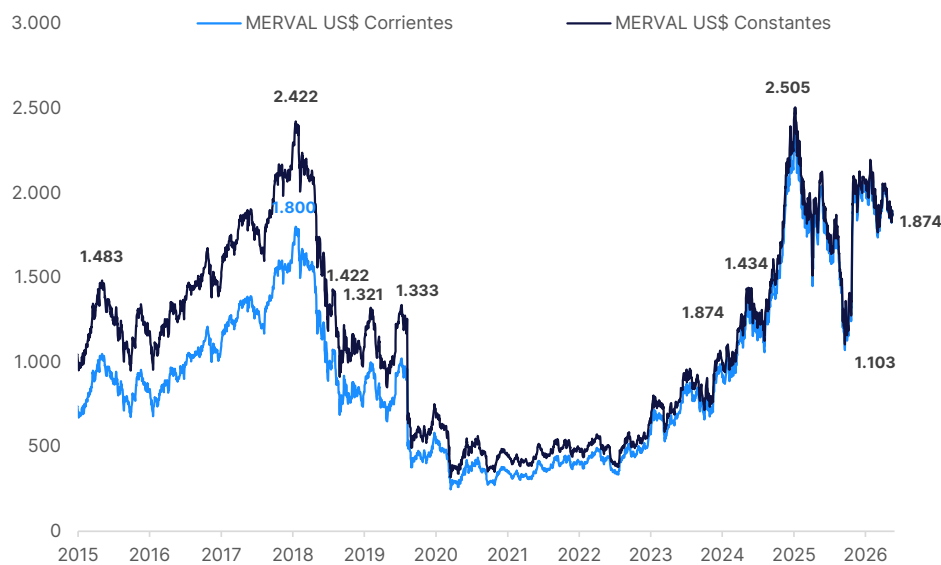
destacar que los bienes intermedios (estrechamente vinculados al nivel de actividad) apenas cedieron 0,9%, mientras que los bienes de capital y sus piezas y accesorios mostraron caídas más marcadas (-10,2% y -22,8%, respectivamente).

### El Merval sigue intercalando subas y bajas

**El Merval logró recuperar algo del terreno perdido y subió ayer 0,6% hasta US\$1.874.** De todas formas, gracias a la importante suba del lunes (+3,9%), sigue positivo en la semana (+2,7%). En tanto, la rueda local acompañó el mejor clima internacional, en una jornada en la que Wall Street cortó la racha negativa. En detalle, el Nasdaq Composite lideró las subas con un avance de 1,5%, seguido por el Dow Jones, que ganó 1,3%, y el S&P 500, que sumó 1,1%. En paralelo, en emergentes, el tono fue positivo, con el EWZ subiendo 2,5% y el EEM avanzando 1,8%.

Dentro del panel líder, el verde volvió a predominar, esta vez con los bancos a la cabeza. BBAR (+5,7%) lideró las subas, seguida por GGAL (+4,4%) y SUPV (+4,2%). Además, se destacaron BMA (+3,8%), EDN (+3,7%) y CRES (+2,6%). En el extremo opuesto, TGSU2 (-5,5%), PAMP (-2,9%) e YPF (-2,1%) fueron las más golpeadas. En el exterior, los ADRs argentinos tuvieron una rueda mayormente positiva. BBAR (+6,9%), SUPV (+6,0%) y GGAL (+5,2%) encabezaron los avances, mientras que TGS (-5,2%), VIST (-5,0%) y PAM (-3,6%) lideraron las bajas.

### El Merval entre subas y bajas



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

En el frente corporativo, **EDEMSA lanzó una oferta de recompra en efectivo por la totalidad de sus ON Clase 6, con vencimiento en 2031 y US\$150 millones en circulación.** La oferta temprana contempla un pago a la par del valor nominal para quienes ingresen antes del 3 de junio, más intereses devengados. Luego, la oferta tardía baja a US\$950 por cada US\$1.000 y se mantiene abierta hasta el 18 de junio. En paralelo, **la compañía solicitó el consentimiento de los tenedores para modificar ciertos términos del contrato de emisión, lo que depende de una aceptación del 80%.** Esto le permitiría reducir restricciones sobre los bonos que eventualmente sigan en circulación si la recompra no alcanza el 100%.

Por otro lado, en el mercado primario, **ICBC informó los resultados de su ON Clase VI,** en la que desde PPI participamos como colocadores. La entidad adjudicó US\$45,1 millones a 12 meses y una tasa fija de 3,70%, tras recibir ofertas por US\$49,9 millones. A su vez, **Tarjeta Naranja colocó**

**su ON Clase LXVII en tres series:** \$157.273 millones en pesos a TAMAR +4,5%, US\$115,1 millones en dólar MEP al 5,0% y US\$13,8 millones en CCL al 4,0%. Por último, **Scania Credit Argentina licitará hoy su ON Clase 3**, también con PPI como colocador. La emisión será en dólares MEP, a 36 meses y tasa fija a definir, por hasta US\$20 millones, ampliable hasta US\$40 millones.

### **Nvidia no despega en el *premarket* a pesar del buen reporte**

**Nvidia volvió a superar las expectativas de Wall Street en todas las líneas relevantes, pero la acción no logra capitalizar el buen reporte.** La acción subió 1,3% ayer en la previa y hoy opera prácticamente *flat* (-0,1%) en el *premarket*. Primero, sorprendieron con los ingresos de US\$81,6 mil millones contra el consenso en torno a los US\$78,8 mil millones. Segundo, la guía para el próximo trimestre de US\$91 mil millones, cómodamente por encima del consenso de US\$86,8 mil millones. Además, en tercer lugar, el anuncio de un nuevo programa de recompras por US\$80 mil millones, sumado a una suba del dividendo trimestral de US\$0,01 a US\$0,25 por acción, multiplicándolo por 25. El problema es que se rumoreaba que podía ser incluso más alto.

### **Yendo al análisis de los resultados, los ingresos del trimestre fueron de US\$81,6 mil millones, un crecimiento de 85% interanual y 20% trimestral, marcando un nuevo récord histórico.**

Superando la guía propia de la compañía fue de aproximadamente 4,6%. La sección de *Data Center* fue una vez más el motor con US\$75,2 mil millones (+92% interanual), donde *Hyperscale* prácticamente duplicó a US\$37,9 mil millones (+115%) y la nueva subcategoría ACIE (*AI Clouds, Industrial & Enterprise*) creció 74% YoY hasta los US\$37,4 mil millones. Un detalle relevante es que Nvidia cambió este trimestre su marco para reportar, lo que limita la comparabilidad directa con las coberturas previas. *Edge Computing* aportó US\$6,4 mil millones (+29%). El dato más notable del trimestre es que el crecimiento se logró sin ventas a China. En el trimestre no hubo envíos de *Data Center Hopper* hacia ese país, contra los US\$4,6 mil millones del mismo período del año anterior.

### **En cuanto a la rentabilidad, el margen bruto GAAP se ubicó en 74,9% vs 60,5% del año pasado, una expansión de 14,4 puntos que hay que leer con cuidado.**

Buena parte se explica por el efecto base. El año pasado los costos de venta estuvieron inflados por un cargo de US\$4,5 mil millones asociado al H20, en concepto de exceso de inventarios y obligaciones de compra tras las nuevas restricciones de exportación. Si se mira la evolución trimestral, el margen quedó prácticamente *flat* respecto al 75,0% del trimestre anterior. La guía para el próximo trimestre del 75,0% en términos *non-GAAP* confirma esta lectura. Los gastos operativos crecieron 52% interanual a US\$7,6 mil millones, con investigación y desarrollo subiendo 58% y los gastos administrativos 25%. La compañía menciona aumentos de 112% en *compute & infrastructure* y de 204% en materiales de desarrollo para nuevos productos, aunque también empieza a comprimir el apalancamiento operativo si los ingresos llegasen a desacelerarse. Con ingresos creciendo 85% y gastos operativos 52%, el apalancamiento operativo sigue siendo enorme y se tradujo en un ingreso operativo de US\$53,5 mil millones (+147% interanual) y un margen operativo GAAP que saltó de 49,0% a 65,6%.

### **La línea relacionada a otros ingresos merece una mención especial ya que sumó US\$16,4 mil millones contra apenas US\$272 millones del año pasado.**

La diferencia se explica por ganancias netas en tenencias de *equity*, impulsadas por revalorizaciones no realizadas en participaciones tanto cotizadas como no cotizadas. En concreto, US\$13,4 mil millones de ganancias no realizadas en tenencias de *equity* cotizadas y US\$2,6 mil millones en no cotizadas. Es el resultado del *mark-to-market* del portafolio de inversiones estratégicas de Nvidia en compañías como CoreWeave y otras, recordando que ya tiene un *portfolio* de inversiones que supera los US\$43 mil millones en *non-marketable equity securities* más US\$30 mil millones en *marketable*. Esto es ganancia

contable, no caja operativa, y la propia Nvidia lo excluye del cálculo *non-GAAP*. Es importante diferenciar esto al mirar el resultado neto. La ganancia GAAP fue de US\$58,3 mil millones (+211% interanual) y la utilidad por acción GAAP diluida de US\$2,39 (+214%). Sin embargo, ajustando por las ganancias no realizadas, la utilidad por acción *non-GAAP* fue de US\$1,87 (+140% interanual), superando el consenso de US\$1,76 por un 6,25%. La diferencia entre la métrica GAAP y *non-GAAP* de US\$0,52 por acción se explica prácticamente toda por esos ajustes contables del *mark-to-market*.

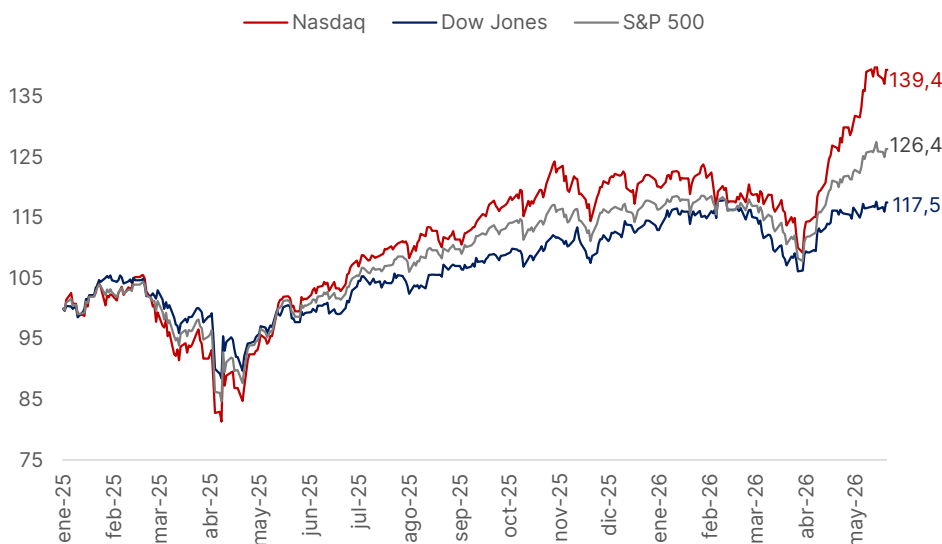
### El *free cash flow* del trimestre fue de US\$48,6 mil millones, un crecimiento del 86% interanual.

La operación generó US\$50,3 mil millones de caja con apenas US\$1,8 mil millones de inversión en activos fijos. Este nivel de generación es lo que sostiene la nueva política agresiva de retorno al accionista. En el trimestre Nvidia devolvió US\$20 mil millones a sus accionistas, US\$19,3 mil millones en recompras y US\$243 millones en dividendos. Es un récord para la compañía y marca un cambio de régimen. Hasta ahora la empresa era percibida como una compañía 100% *growth*. La suba del dividendo de US\$0,01 a US\$0,25 por acción y los US\$80 mil millones adicionales de autorización para recompras, sobre los US\$38,5 mil millones remanentes, le otorgan más de US\$118 mil millones de capacidad. Con el nuevo dividendo el *yield* implícito sigue siendo apenas de 0,45%, todavía lejos del radar de los fondos que van en busca de renta en lugar de ganancias de capital, pero el mensaje es claro.

**En cuanto a los mercados, ayer los tres índices estadounidenses subieron de la mano en la previa al reporte.** El Nasdaq Composite lideró con un avance de 1,5%, seguido por el Dow Jones (+1,3%) y el S&P 500 (+1,1%). Hoy en el *premarket* el clima es de cautela. Los futuros del Nasdaq retroceden 0,5%, los del S&P 500 0,4% y los del Dow Jones 0,3%.

### Evolución de los principales índices bursátiles

(base 100 = dic. 2024)



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

## 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**

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

### **Lucas Caldi**

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

### **María Solana Cucher Fajans**

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

### **Lautaro Casasco Herrera**

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

### **Santino Bruno Miani**

Intern  
[smiani@portfoliopersonal.com](mailto:smiani@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.