

19 de mayo de 2025

Perspectivas de la semana

ppi

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

Elecciones CABA: la LLA suma otro triunfo en la previa a las elecciones de octubre

Las legislativas de CABA eran uno de los grandes test políticos que enfrentaba el Gobierno previo a las elecciones de medio término del 26 de octubre. Si bien CABA es el cuarto distrito con más electores a nivel país, al representar alrededor de 7,1% del padrón nacional (lo supera PBA con 37%, Córdoba con 8,7% y Santa Fe con 8%), la relevancia de esta elección pasaba en cómo le iría al oficialismo en un distrito en el que históricamente ganó el PRO desde 2007. Además, demostrar fortaleza en las urnas era una necesidad para el gobierno de cara a las negociaciones por un frente en conjunto con “los amarillos” en PBA.

En resumidas cuentas, los resultados cayeron del lado del oficialismo nacional. Manuel Adorni, el principal candidato de la LLA en CABA, salió primero con 30,1% de los votos, mientras que el peronismo con Leandro Santoro a la cabeza quedó en segundo lugar con 27,4%. Por su parte, la mayor derrota se la llevó el PRO. La lista encabezada por Silvia Lospennato sacó 15,9%. Incluso, sumándole el 8,1% de votos que obtuvo Horacio Rodríguez Larreta, quien rompió con el partido amarillo tras las elecciones presidenciales de 2023, el PRO quedó tercero. Los resultados muestran un cambio drástico en la inclinación de los votantes de CABA. En las elecciones a jefe de Gobierno en 2023, el PRO salió primero con 49,7% de los votos, el peronismo segundo con 32,3% y la LLA tercero con 13,8%. En tanto, si la comparación se hace contra las Generales presidenciales de aquel año, el PRO había obtenido 41,2%, el peronismo 32,2% y la LLA 20%.

Un punto importante a señalar para lo que se avecina es que la performance de las encuestadoras no estuvo tan alejada como en las presidenciales. Aunque desde hace semanas la mayoría posicionaba a Santoro por encima de Adorni, los últimos relevamientos mostraron una mejora de la intención de voto de la LLA en detrimento de la del peronismo. Incluso algunas de ellas, mostraron en la última semana a Adorni como favorito, seguido por Santoro y Lospennato en tercer lugar, tal como ocurrió. Pensando en las elecciones nacionales, también hay que considerar que Ramiro Marra, quien se separó de la LLA, obtuvo 2,6% de votos y Alejandro Kim, otra variante del PJ, sacó 2%.

Si bien no es preciso nacionalizar una elección provincial, tras los buenos resultados en los comicios locales de los últimos dos fines de semanas, LLA se posiciona fuerte de cara a las elecciones de medio término del 26 de octubre. Cabe recordar que en CABA, Salta (3,1% del padrón, arrasó en Salta Capital con 34,1% de votos frente al oficialismo local con 16,8%) y Chaco (2,8% del padrón, ganó LLA con alianza con el gobernador por más de 10 puntos al PJ) se eligen senadores. En estos distritos, pareciera que LLA se perfila a llevarse dos senadores. En caso de que así suceda, duplicaría la representación que posee actualmente en el Senado (6 bancas). Dicho esto, a pesar de que el oficialismo arrase en la elección nacional, conseguir quorum propio en el Congreso (129 bancas en Diputados y 37 en el Senado) es imposible partiendo con 6 escaños en la Cámara Alta y 42 en la Baja. La clave pasará en que la suma de las bancas de LLA y sus aliados (el que más pone en juego es el PRO y quedó muy debilitado tras el resultado de CABA) se mantenga o incluso mejore (21 en total en el Senado y 85 en Diputados).

Uno de los grandes desafíos que enfrentan los partidos políticos de cara a las elecciones nacionales de octubre es la baja participación, la cual viene reduciéndose notoriamente en los últimos años. Era esperable que las elecciones legislativas provinciales muevan menos votantes y más si están por fuera del calendario nacional. Más allá de esto, la participación en CABA fue de apenas 53,4%, la más baja registrada en la historia electoral del distrito por amplio margen al ubicarse por debajo de la segunda vuelta de 2007 (68,4%). Esta cifra está en línea con la participación en las elecciones del fin de semana anterior: Chaco 52,1%, Salta 58,8%, Jujuy 63% y San Luis 60,5%. Por más que es complicado sacar conclusiones a nivel nacional de las elecciones

provinciales, no esperamos que haya una gran participación en las elecciones legislativas de octubre, lo que podría ser constructivo para LLA.

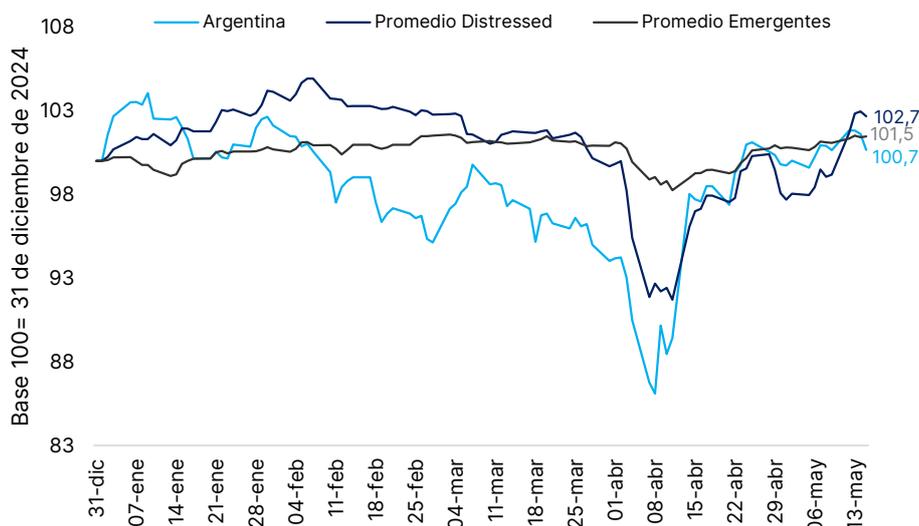
Clave: habiéndose celebrado las elecciones en CABA, el próximo gran test electoral serán las elecciones de PBA (37% del padrón) el 7 de septiembre. Todavía queda un largo trecho por recorrer, ya que la fecha de cierre de presentación de alianzas es el 9 de julio y la de presentación de listas el 19 de julio. Habrá que ver cómo impacta el resultado de CABA en el armado de una posible alianza entre LLA y el PRO. Asimismo, habrá que ver cómo sigue la pelea interna dentro del PJ y si finalmente CFK se presenta o no como candidata.

¿Cómo reciben los Globales la victoria libertaria?

Como anticipamos la semana pasada, el foco hoy está puesto en el ámbito político. Las elecciones legislativas en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires representaban el próximo catalizador clave. Como explicamos en “Elecciones CABA: la LLA suma otro triunfo en la previa a las elecciones de octubre” el triunfo del oficialismo fortalece su poder de negociación, lo que podría generar optimismo en la deuda soberana en dólares. Es importante resaltar que una elección legislativa por sí sola no es suficiente; el oficialismo deberá continuar acumulando resultados favorables en el plano político para consolidar su poder de manera efectiva.

En este contexto, podríamos esperar un impulso en las cotizaciones de los Globales en los próximos días. Así, la deuda soberana en dólares ya muestra avances de entre 0,5% y 0,6% en las primeras horas de la mañana, revirtiendo la tendencia de la semana pasada, cuando retrocedió entre 0,2% y 0,8%. Cabe destacar que el desempeño reciente de la deuda argentina fue contrario a la tendencia de los mercados emergentes, que tuvieron una semana positiva. Los bonos emergentes en general subieron 0,2%, mientras que los bonos soberanos *distressed* registraron un fuerte avance del 3,3%.

Performance mercados emergentes/frontera vs Argentina



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

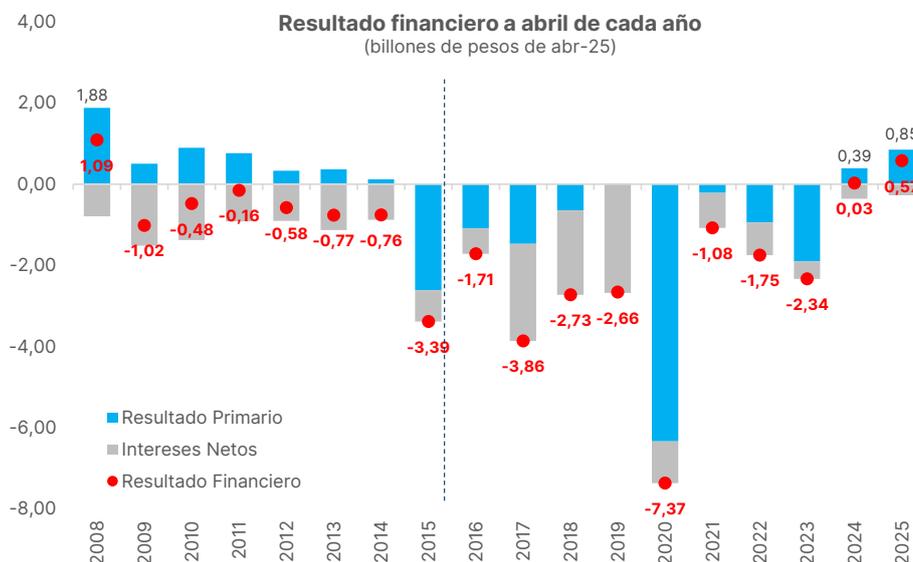
Clave: ¿qué podemos esperar para esta semana? A priori, cierto optimismo. Sin embargo, más allá del plano local, es fundamental no perder de vista el contexto internacional. En este sentido, será relevante observar cómo reacciona el mercado ante la baja en la calificación soberana de EE. UU. por parte de Moody's. Como mencionamos en "EE. UU. sufrió un recorte

en su calificación crediticia y volvió a encender las alarmas fiscales”, esta situación se enmarca en un contexto de recortes impositivos sin financiamiento claro, lo que incrementa la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas. En este escenario, un posible deterioro del clima financiero global podría neutralizar el optimismo local generado por la victoria libertaria en las elecciones legislativas.

Tras el triunfo en CABA y el buen resultado fiscal, el Gobierno se prepara para el "blanqueo 2.0"

El ancla fiscal sigue siendo el pilar del discurso de "esta vez es diferente". Las cifras hablan por sí solas. Los números fiscales de abril fueron muy positivos: hubo un superávit primario de \$0,845 billones, más del doble que el registrado hace un año (\$0,39 billones) y el más alto para abril desde 2010. Tras el pago de intereses por \$0,27 billones (por debajo de los \$0,36 billones de abril de 2024), el superávit fiscal fue de \$0,572 billones, el mayor desde 2008. Así, el sector público nacional obtuvo un balance primario positivo de 0,6% del PBI y un superávit fiscal de 0,2% en lo que va de 2025.

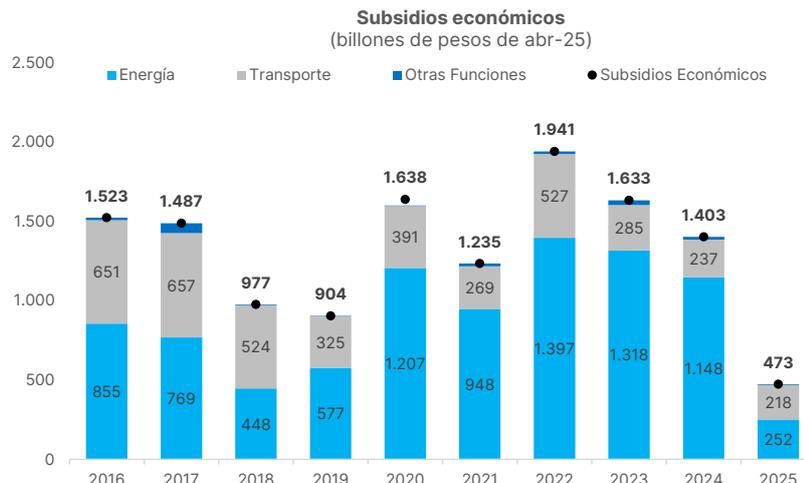
Cifras fiscales muy positivas en abril



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

Ingresos al alza y gastos en descenso: esa es la fórmula que abril trajo bajo el brazo. Por un lado, los ingresos totales crecieron 3,4% interanual en términos reales, alcanzando los \$10,35 billones, de los cuales \$9,48 billones provinieron de ingresos tributarios (+7% YoY). La noticia positiva es que los ingresos ganaron sostenibilidad, dado que los ingresos extraordinarios, como el impuesto PAÍS (\$0,8 billones en abril de 2024), fueron reemplazados por impuestos cíclicos -vinculados a la actividad-. Por otro lado, lo que sorprendió fue que el gasto primario cayera 1,2% interanual en términos reales hasta \$9,5 billones, su nivel más bajo desde al menos 2016. Este recorte se dio incluso cuando el gasto en seguridad social (64,4% del total) subió 6,7% real año a año (o \$0,39 billones). La clave estuvo en el desplome de los subsidios económicos (-66,3% interanual), que retrocedieron a \$0,47 billones, su mínimo desde al menos 2016. Los subsidios a la energía se derrumbaron 78,1% (\$0,9 billones), los de transporte 8,2% (\$0,02 billones) y otros subsidios cayeron 78% (\$0,01 billones). Los primeros dos también marcaron su menor nivel desde al menos 2016.

Los subsidios económicos se desplomaron a mínimos históricos

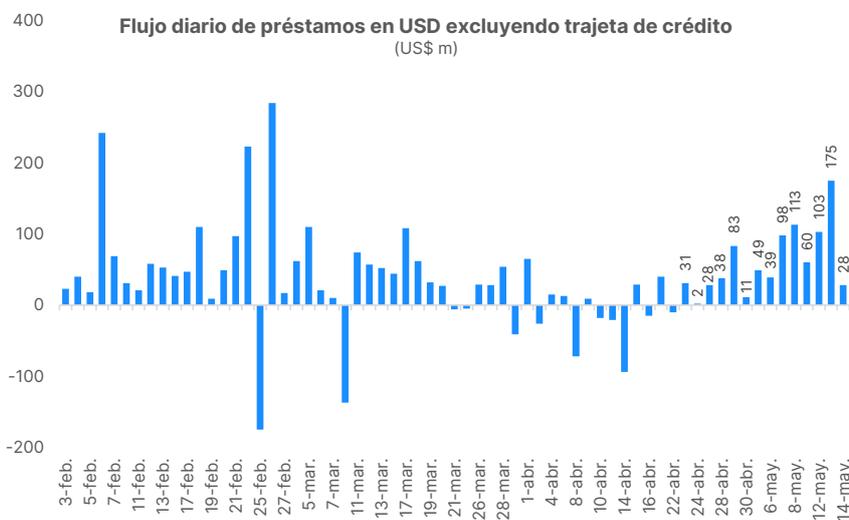


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Cambiando de tema, el tipo de cambio oficial dejó atrás su racha bajista y terminó la semana al alza. Tras una caída de 7,5% entre el miércoles 07/05 y el viernes 09/05, impulsada por el fuerte recorte en el mercado de futuros del 07/05, el A3500 avanzó 2,9% en la última semana. Este repunte llevó al oficial de \$1.129,8 el 09/05 a \$1.146,2 al cierre del viernes. Por su parte, el dólar *spot* cerró en \$1.143, prácticamente sin cambios (+0,2%) en el mismo período. Haciendo *zoom* a los movimientos del viernes, en particular, el A3500 subió 0,9%, mientras que el *spot* aumentó 0,4%.

Por el lado de la oferta de dólares, los préstamos en USD siguen imparables. El 14/05 (último dato monetario disponible) los préstamos en moneda extranjera, excluyendo los de tarjetas de crédito, aumentaron US\$28 millones (el menor avance desde fines de abril), tras subir US\$175 millones el día previo. Así, ya llevan catorce ruedas de crecimiento continuo, en las que treparon US\$858 millones a un stock total de US\$14.492 millones. Por su parte, la liquidación del agro desaceleró con respecto a la semana previa. La media de cinco días recortó de US\$155 millones a US\$137 millones, producto de que el miércoles se liquidaron apenas US\$103 millones y el jueves US\$90 millones.

Los préstamos en USD acumulan catorce ruedas consecutivas de colocaciones



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

Clave: con el triunfo electoral en CABA, un sólido desempeño fiscal y una inflación más baja de la prevista en abril, el Gobierno tiene viento a favor. Esta semana todas las miradas estarán puestas sobre posibles anuncios de un "blanqueo 2.0". La medida, que estaba inicialmente programada para se anunciara la semana pasada y fue postergada, sería inminente, según la prensa. ¿Por qué importa tanto? Si bien todo dependerá de la letra chica, podría influir directamente en el mercado cambiario si aumentase la capacidad prestable de los bancos al incrementarse los depósitos privados en moneda extranjera.

El Merval volvió a terreno positivo

El principal índice de acciones argentinas terminó la semana en terreno positivo al avanzar 0,1%, hasta US\$1.978. No obstante, no fue suficiente para recuperar la caída del 0,8% del jueves, con la que rompió la racha alcista de siete ruedas consecutivas. Cabe destacar que el viernes, medido en pesos, el índice trepó 0,9%, pero la suba del tipo de cambio moderó las ganancias en moneda dura. A pesar de ello, en la semana el Merval en dólares trepó 8,3%, mientras que en lo que va de mayo acumula ganancias por 13,1%.

En este contexto, los papeles que componen el panel líder del Merval cerraron con variaciones mixtas. Al frente de las subas se destacaron ALUA (+6,9%), TXAR (+5,5%) y SUPV (+1,7%), al tiempo que EDN (-2,7%), TGNO4 (-2,6%) y COME (-2,4%) mostraron las caídas de mayor magnitud. En el exterior, los ADRs argentinos mostraron más rojos que verdes. Entre estos últimos, BIOX (+2,6%), SUPV (+1,5%) y GGAL (+0,4%) encabezaron las subas. Del otro lado, EDN (-4,1%), TGS (-2,0%) y CEPU (-1,5%) sufrieron las mayores pérdidas, sin contar a GLOB (-23,6%) que se desplomó luego de presentar un balance en el que, si bien mostró crecimiento, los ingresos y el *guidance* estuvieron por debajo de lo que se había anunciado previamente, lo que demuestra que las perspectivas para el sector no son las mejores.

En una semana positiva para los papeles locales, con el Merval trepando 8,3%, la mayor parte de los ADRs de empresas locales mostraron considerables subas. En primer lugar, se destacó TGS (+10,1%) que presentó buenos resultados a pesar de la inundación en el complejo Cerri, que afectó fuertemente al segmento Líquidos. Por detrás, YPF (+9,7%) y CEPU (+9,7%) completaron el podio de la semana. A su vez, solamente tres ADRs terminaron en negativo. La mayor pérdida fue para GLOB (-21,2%) luego de la mencionada presentación de resultados y, las otras dos compañías fueron BIOX (-1,3%) e IRSA (-1,0%).

El Merval volvió a subir



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

Por su parte, entre los eventos más relevantes del mundo corporativo local, destacamos que varias empresas salen a buscar fondos en el exterior. Como mencionamos la semana pasada en el [Daily Mercados](#), Petrolera Aconcagua Energía fue la primera en anunciar que buscará fondos del exterior para cancelar el *deal* con Vista Energy, lo que le permitirá monetizar la totalidad de su producción operada. En concreto, buscan US\$250 millones ampliables hasta US\$500 millones, mediante una ON garantizada con exportaciones, acciones de Aconcagua Energía Generación y un equipo de perforación de la emisora. La misma vencerá a los 6 años, y será amortizable en 4 pagos semestrales. La fecha de adjudicación será el próximo 27 de mayo. Por su parte, Pampa Energía anunció la reapertura de su ON internacional Clase 23 (MGCOO), con un cupón del 7,875% y vencimiento en diciembre de 2034. El precio será determinado mediante el proceso de *bookbuilding* y la fecha de adjudicación será mañana 20 de mayo. Además, Telecom sale al mercado con una nueva ON Internacional Clase 34, con vencimiento a los 8 años desde la fecha de emisión. Buscan US\$500 millones, ampliables hasta US\$1.000 millones y el precio y cupón será determinado por medio del proceso de *bookbuilding* que concluye el próximo 22 de mayo.

Clave: seguiremos de cerca el impacto que pueda tener en el Merval los resultados de las elecciones de CABA (para más detalles ver: “Elecciones CABA: la LLA suma otro triunfo en la previa a las elecciones de octubre”), los que, en principio, funcionarían como *driver* positivo al dejar mejor posicionado al oficialismo de cara a las elecciones de octubre. Por otro lado, continúa la temporada de balances en el Merval y esta semana será el turno de los bancos: el martes presenta resultados Supervielle y el miércoles BBVA Argentina. Por último, quedaremos atentos a la evolución del mercado de renta fija corporativo. Luego de la rebaja de la calificación crediticia de Moodys a EE.UU. las tasas de interés arrancan la semana al alza (Ver: *EE.UU. sufrió un recorte en su calificación crediticia y volvió a encender las alarmas fiscales*). Veremos cómo evolucionan las tasas de referencia y su impacto en los precios de las licitaciones internacionales de esta semana.

EE.UU. sufrió un recorte en su calificación crediticia y volvió a encender las alarmas fiscales

El viernes por la tarde, Moody's decidió rebajar la calificación soberana de EE.UU. de Aaa a Aa1, sumándose al movimiento que ya habían hecho S&P (en 2011) y Fitch (en 2023). Así, las tres principales agencias retiraron el estatus AAA a la mayor economía del mundo. El *timing* no es menor: la noticia llega en medio de una nueva ofensiva fiscal en el Congreso, donde se discuten recortes impositivos sin financiamiento, lo que acentúa las dudas del mercado sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas.

La calificadora argumentó que el déficit fiscal estructural se viene ampliando sin señales claras de corrección, con un nivel de polarización política que dificulta cualquier respuesta coordinada. Se espera que el gasto siga aumentando, con un mayor peso de las erogaciones previsionales, mientras que los ingresos se mantendrían relativamente estables. Por esta razón, Moody's puso el foco en el deterioro de la “asequibilidad de la deuda”, es decir, la capacidad real del Tesoro para enfrentar sus compromisos a tasas cada vez más altas.

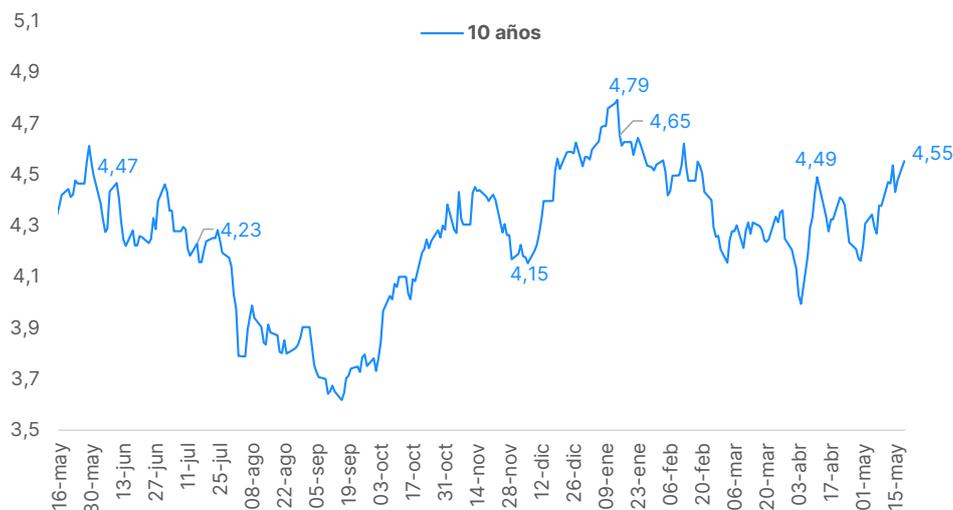
Aunque los rendimientos actuales de los *Treasuries* (4,55% la 10Y) no son inéditos, sí lo es el nivel absoluto de deuda. Desde 2007, el stock de bonos en circulación se multiplicó por más de seis, pasando de US\$4,5 billones a casi US\$30 billones, impulsado en gran parte por el *shock* fiscal de la pandemia. A su vez, las emisiones brutas anuales treparon de US\$362.000 millones a US\$2,6 billones. Más preocupante aún, la deuda pública ya representa el 100% del PBI, cuando en 2007 era apenas el 35%. Solo en 2024, los pagos de intereses alcanzaron los US\$880.000 millones, según el CBO (Oficina de Presupuesto del Congreso).

Desde el Tesoro, Bessent minimizó el recorte de Moody's al definirlo como un indicador rezagado y desvió el foco hacia el gasto de la gestión Biden. Sin embargo, la calificadora explicó que su decisión refleja no solo el gasto excesivo de gobiernos anteriores, sino una perspectiva fiscal deteriorada, con expectativas de déficits más grandes a medida que aumentan los gastos en seguridad social y los ingresos públicos permanecen estancados.

Históricamente, los inversores actuaron como disciplinadores cuando el déficit se descontrola. Como mencionamos el viernes en [nuestro daily](#), el reciente repunte en los rendimientos de los *Treasuries* fue impulsado por las discusiones presupuestarias que se desarrollan en Washington. No solo pesa el accionar de los llamados *bond vigilantes* (por la peor perspectiva fiscal), sino que los recortes impositivos en debate implican un estímulo fiscal que resulta potencialmente inflacionario, en un contexto en el que la inflación, en líneas generales, continúa elevada. Esto, en igualdad de condiciones, deja a la Fed con poco margen para bajar la tasa.

Bajo este marco, los rendimientos de los *Treasuries* amanecen al alza. La tasa a 10 años sube 7 pbs, mientras que la tasa a 2 años avanza 1 pb. Por su parte, el dólar se deprecia frente a las principales divisas del mundo y el DXY retrocede 0,8%. En lo que respecta al *equity*, los futuros de los principales índices bursátiles arrancan la jornada en terreno negativo: el Nasdaq, el S&P 500 y el Dow Jones caen 1,5%, 1,1% y 0,6%, respectivamente.

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



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

Clave: esta semana el foco estará puesto en datos relacionados al nivel de actividad. El lunes, se publica el *Leading Economic Index (LEI)*, un indicador compuesto que busca anticipar los movimientos del ciclo económico. Se espera una caída del 1% en abril, mayor al deterioro del mes anterior, lo que reflejaría un enfriamiento más marcado en la dinámica de crecimiento. Además, el jueves se publican los PMIs de mayo, para los que se espera una expansión en el sector de servicios y una contracción en el sector industrial.

Lo que pasó

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
12-may	AR	IPC CABA Mensual	Abr	2,3%		3,2%
	AR	Llamado a Licitación del Tesoro	May	-	-	-
13-may	AR	Salarios	Mar	3,0%		3,8%
	US	IPC Anual	Mar	2,3%	2,4%	2,4%
	US	IPC Núcleo Mensual	Mar	0,2%	0,3%	0,1%
	UK	Desempleo Registrado	Abr	4,5%		4,5%
14-may	AR	IPC Mensual	Mar	2,8%	3,2%	3,7%
	AR	IPC Núcleo Mensual	Mar	3,2%	3,1%	3,2%
	AR	Licitación del Tesoro	May	-	-	-
15-may	US	IPP Mensual	Abr	-0,5%	0,2%	0,0%
	US	Subsidios Iniciales por Desempleo	May	229K	228K	229K
	US	Reclamos Continuos	May	1881K	1890K	1872K
	UK	Producción Industrial Mensual	Mar	-0,7%	-0,5%	1,7%
	JAP	PBI Anualizado QoQ	1T	-0,3%		2,2%
	JAP	Deflactor del PBI Anual	1T	3,2%		2,9%
16-may	AR	Resultado Fiscal Financiero	Abr	\$572.341M		\$398.909M
	AR	Resultado Fiscal Primario	Abr	\$845.949M		\$745.339M
	AR	Liquidación de Licitación del Tesoro	May	-	-	-

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

Lo que vendrá

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
19-may	AR	Índice de Precios Mayoristas	Abr			1,5%
	AR	Índice de Costos de la Construcción	Abr			0,3%
	BR	Actividad Económica Mensual (IBC)	Mar			0,4%
20-may	AR	Intercambio Comercial Argentino	Abr	-	-	-
	JAP	Balanza Comercial	Abr		¥194.8b	¥559.4b
21-may	AR	Actividad Económica Mensual (EMAE)	Mar			0,8%
	UK	IPC Anual	Abr			2,6%
	UE	IPC Anual	Abr			2,2%
22-may	AR	Índice de Confianza del Consumidor (UTDT)	May			0,0%
	US	Subsidios Iniciales por Desempleo	May			229K
	US	Reclamos Continuos	May			1881K
	JAP	IPC Anual	Abr		3,6%	3,6%
	UE	PMI de Fabricación	May			50,1
23-may	US	Ventas de Viviendas Nuevas	Abr		698K	724K

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

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
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.