



Equipo de Research:

Nazareno Taus

Rocco Abalsamo

Nicolas Pisi

Tomás D'Acciavo

Rocco Rodriguez

Entre la Mejora y la Cautela

Dólar y reservas

El BCRA acumuló compras por USD 2.600 M en mayo, llevando las reservas netas del año a USD 4.800 M. La meta del FMI de USD 8.000 M luce alcanzable, aunque los flujos que la sostienen — cosecha y ONS— son transitorios y podrían requerir un tipo de cambio más alto en el segundo semestre.

Tensión global

El conflicto EE.UU. - Irán mantuvo el crudo volátil entre USD 92 y USD 110, mientras los Treasuries marcaron máximos desde 2007 (10Y en 4,60%; 30Y en 5,20%), encareciendo el financiamiento global y limitando el apetito por duration emergente.

Comprensión de Tasas

El tramo largo de tasa fija comprimió entre 1,5% y 2% de TNA, traccionado por la baja en *breakevens* y menor volatilidad cambiaria. El Tesoro evitó tasa fija larga y el TAMAR TMG28 se llevó ARS 3,76 B en la licitación del 27/5.

Recuperación con grietas

El EMAE rebotó 3,5% en marzo, pero agro y energía siguen traccionando mientras industria y consumo se rezagan. La confianza del consumidor cayó 5,7% en mayo y la mora familiar ronda el 12%.

Soberanos en dólares

El Riesgo País perforó los 500 pbs tras la recalificación de Fitch y el Tesoro colocó el máximo de la emisión del AO27. Los próximos drivers serán las revisiones de Moody's y los vencimientos de julio por USD 4.500 M.

Contexto Macro local

El mes de mayo dejó señales positivas en términos macroeconómicos. El BCRA cerró el mes con compras por USD 2.600 millones, llevando el total acumulado de reservas netas en 2026 en torno a USD 4.800 millones. En la última revisión del programa con el FMI, el organismo elevó el objetivo de acumulación de reservas para todo el año a un piso de USD 8.000 millones.

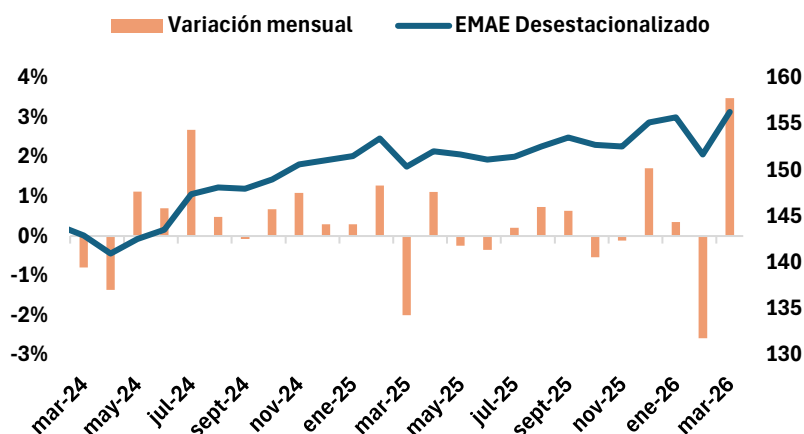
Si bien la meta parece alcanzable, parte importante de los flujos que hoy sostienen la oferta de divisas son transitorios. La cosecha gruesa aportó liquidaciones por alrededor de USD 4.500 millones entre abril y mayo, y las emisiones de obligaciones negociables sumaron cerca de USD 2.500 millones. Ninguno de estos factores tendrá la misma intensidad en la segunda mitad del año. Por eso, para sostener el ritmo de compras será necesario un nivel del tipo de cambio algo más elevado.

El programa financiero del Tesoro enfrenta vencimientos por aproximadamente USD 4.500 millones de Bonares y Globales en julio. La revisión del FMI confirmó que el Gobierno negocia garantías con organismos internacionales y bancos por alrededor de USD 4.000 millones. Además, el Tesoro adquirió USD 1.700 millones al BCRA el 18 de mayo, y a esto se sumó el desembolso de USD 1.000 millones del FMI, utilizados para cancelar Letras Intransferibles. Con un riesgo país cerca de sus mínimos, no resultaría extraño que el Gobierno evalúe una nueva colocación en los mercados internacionales.

Por el lado de la actividad, marzo mostró una recuperación luego del traspie de febrero. El EMAE registró un crecimiento mensual de 3,5% s.e., tras la caída de 2,7% del mes previo, con mejoras en los trece sectores relevados. Sin embargo, la heterogeneidad sectorial sigue siendo central: los sectores primarios —agro, minería y energía— crecen a mayor velocidad que los vinculados al mercado interno.

Esta dinámica podría revertirse si mejoran los salarios reales y se reactiva el crédito. La desaceleración de la inflación, que pasó de 3,4% a 2,6% mensual, es una señal alentadora. No obstante, persiste cierta debilidad: la confianza del consumidor cayó 5,7% s.e. en mayo, con una mora de las familias cercana al 12% en abril.

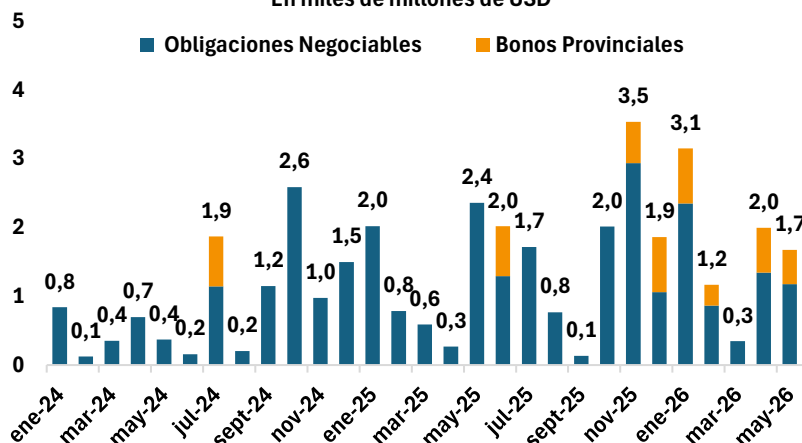
Actividad económica



Fuente: Club de Finanzas en base a INDEC.

Emisión de Bonos en Dólares

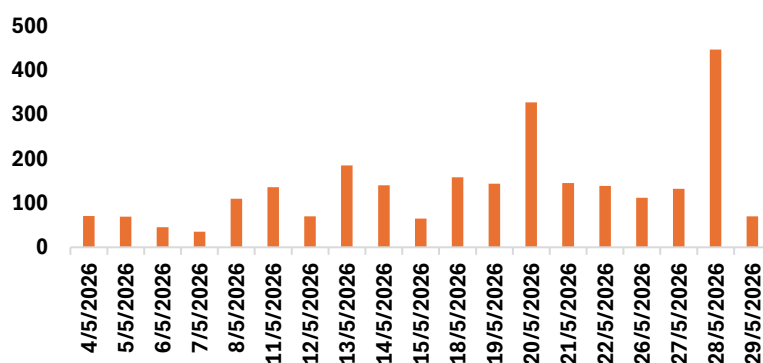
En miles de millones de USD



Fuente: Club de Finanzas en base a CNV.

Compras de reservas del BCRA

En millones de USD



Fuente: Club de Finanzas en base a BCRA.

Contexto Internacional

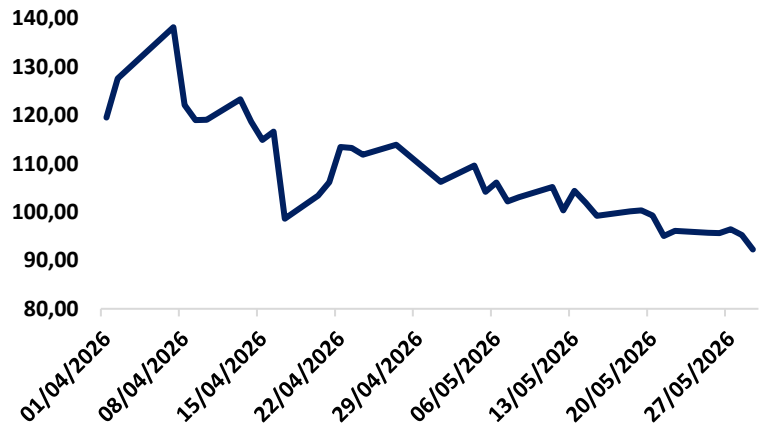
Mayo continuó marcado por el conflicto entre Estados Unidos e Irán y su impacto directo sobre el precio del crudo, la inflación global y la curva de tasas. El petróleo protagonizó movimientos de alta volatilidad. El Brent llegó a superar los USD 110 tras el ataque iraní sobre el hub petrolero de Fujairah, con el Estrecho de Ormuz cerrado desde fines de febrero. Hacia el cierre del mes las negociaciones mostraron avances concretos: ambas partes alcanzaron un acuerdo preliminar para extender el alto el fuego por 60 días, liberar el tráfico por Ormuz y flexibilizar sanciones sobre exportaciones de petróleo iraní, pendiente aún de aprobación formal por parte de Washington. El crudo respondió a la baja, con el Brent cediendo hasta la zona de los USD 92, su menor nivel en seis semanas, mientras el mercado descontaba el mayor avance hacia la paz desde el inicio del conflicto.

La curva de Treasuries reaccionó con fuerza ante distintos datos, como la tasa de inflación interanual del 3,8% que escala desde hace varios meses. El bono a 30 años tocó 5,20% intraday, su nivel más alto desde 2007, mientras que el tramo a 10 años escaló hasta la zona del 4,60%. El selloff fue sincronizado a nivel global, con el mercado de bonos japonés también marcando registros históricos.

A nivel institucional, Kevin Warsh asumió como presidente de la Reserva Federal el 22 de mayo, sucediendo a Jerome Powell. Su llegada se da en un contexto de máxima sensibilidad: con inflación por encima del objetivo y tasas largas en máximos de casi dos décadas, el mercado monitorea la reacción de la Fed ante un shock de oferta energético que muestra signos de moderación. Las minutas del FOMC anticiparon una postura dividida, con varios funcionarios dispuestos a retomar subas si la presión inflacionaria persistía.

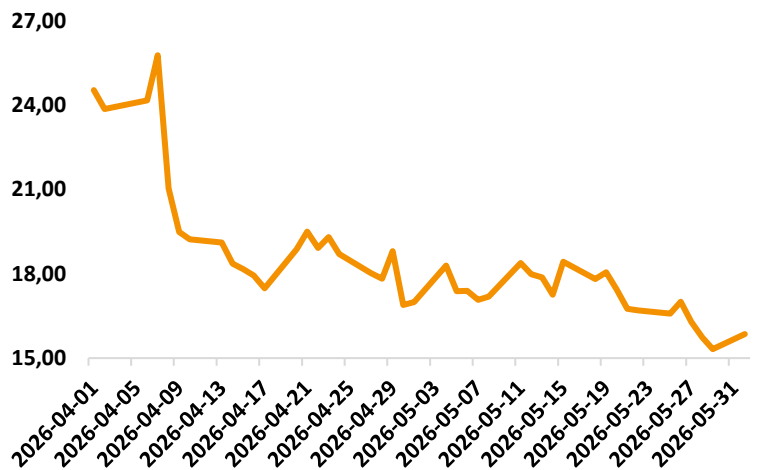
En cuanto a la percepción de riesgo, el índice VIX operó como termómetro del mes. Tras los picos cercanos a 35 de marzo, cerró mayo en torno a 15,3, acumulando una caída de casi 11% y alcanzando mínimos desde antes del inicio del conflicto. Pese a la volatilidad puntual generada por los datos de inflación y los vaivenes diplomáticos, el mercado fue incorporando progresivamente un escenario de resolución gradual del conflicto.

Precio Brent



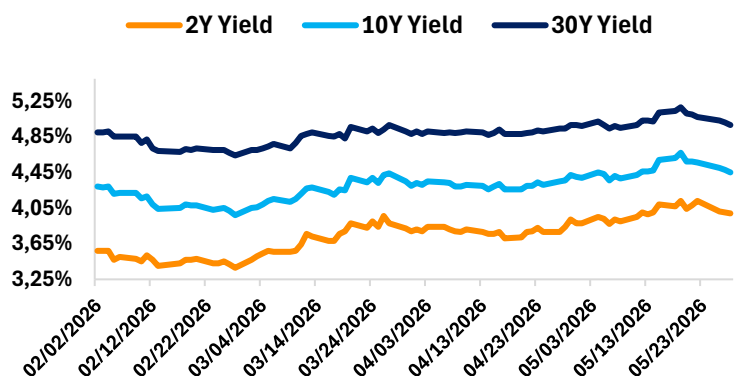
Fuente: Club de Finanzas en base a Bloomberg.

VIX



Fuente: Club de Finanzas en base a Bloomberg.

Evolución de Tasas de Treasuries



Fuente: Club de Finanzas en base a Bloomberg.

Renta Fija en Pesos

¡Habemus compresión! Hay una notable diferencia entre la compresión de las tasas cortas y las largas. La de las cortas se vio marcada por el exceso de liquidez en las ruedas REPO; la de las largas se relaciona a expectativas. Las que llevaron al tramo largo de tasa fija a comprimir entre 1,5% y 2% de TNA fueron: I. Descenso en expectativas inflacionarias, con breakevens que pasaron de pricear un IPC anual de 31% a un 29,8%. II. Menores expectativas de volatilidad en dólar. III. Mayor compresión esperable del riesgo país tras la recalificación a B-. IV. Datos macro que auguran un buen 2do semestre en 2026.

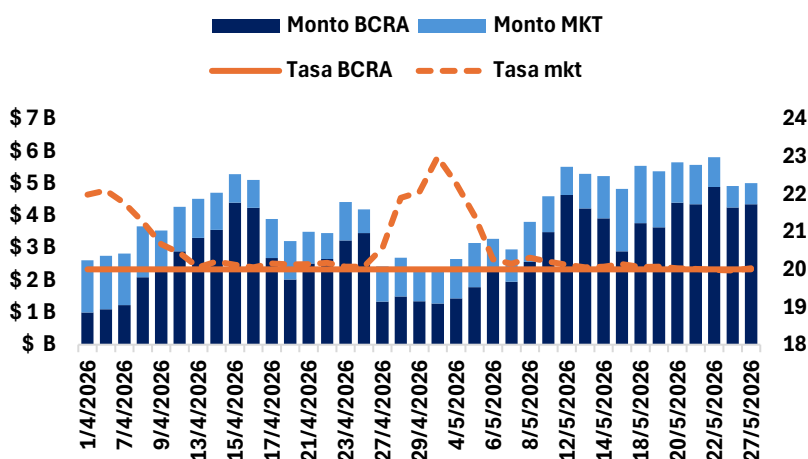
Este cambio de expectativas desemboca en una mayor confianza en la moneda nacional y una prima de riesgo menor por extender duration. Aún así, el Tesoro no ofreció tasa fija larga en las licitaciones de mayo: un Tesoro optimista en cuanto a la compresión no va a querer atarse a una tasa fija que en unos meses podría parecer “cara”, sino que prefiere opciones de tasa variable o tasa fija corta, como vimos en las licitaciones del 13/5 y 27/5.

En la licitación del 13/5, la lecap corta se llevó casi la mitad de la adjudicación, con ARS 4,48 B, y los duales CER / TAMAR casi la otra mitad con ARS 4,69 B. Este asset class, que en abril no logró llevarse ni ARS 1 B, se volvió protagonista. De cara a un año electoral donde el factor de ajuste sigue siendo la tasa, la opcionalidad CER / TAMAR es atractiva, más para entidades bancarias con limitaciones regulatorias para dolarizar sus portafolios.

Del otro lado, el Tesoro logra extender post 2027 la duration de una porción de sus vencimientos, no convalida tasa fija larga “cara” y emite títulos que en base a sus tesis serían “baratos”, un win-win para ambos lados.

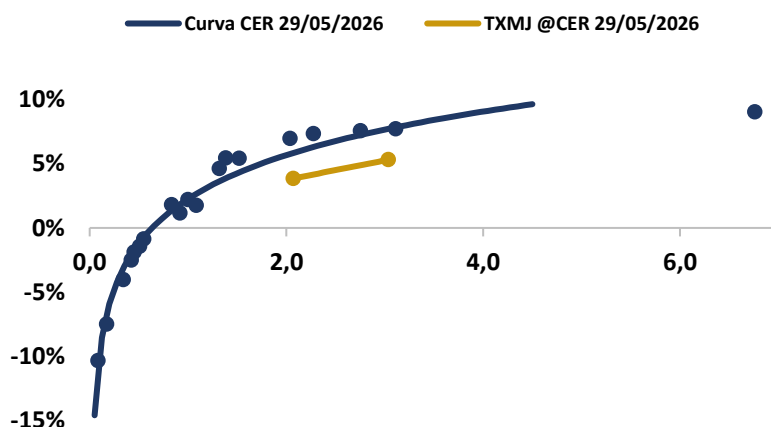
Pero en la segunda licitación, los flamantes TXMJ8 y TXMJ9 brillaron por su ausencia: pasaron a operar bajo la curva TAMAR, mientras que en la curva CER su pricing se ubicaba con TIR -200 / -300 BPS respecto los BONCERs de similar duration. El Tesoro entendió que el atractivo de la dualidad se había perdido, por lo que dispuso, post 2027, el bono TAMAR TMG28, que se llevó el protagonismo adjudicando ARS 3,76 B.

Volumen Operado Rueda REPO



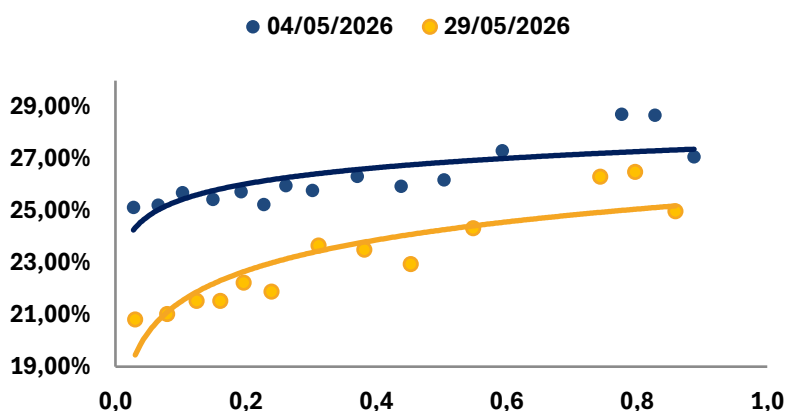
Fuente: Club de Finanzas en base a BCRA.

Curva CER



Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.

Comparación de Curvas de Tasa Fija



Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.

Renta fija en USD

El escenario hard dollar de mayo mejoró respecto del mes previo, aunque condicionado por un frente externo volátil. El Riesgo País continuó comprimiendo y perforó la zona de los 500 pbs, ubicándose en torno a 496-508 pbs hacia el cierre, mínimos de varios trimestres. El principal driver doméstico fue la recalificación de Fitch, que validó la mejora en los fundamentals soberanos y reabrió la discusión sobre el atractivo relativo de Globales y Bonares frente a comparables emergentes.

El catalizador más relevante hacia adelante será la secuencia de upgrades pendientes. Restan los pronunciamientos de Moody's y otras agencias, clave porque numerosos fondos institucionales operan con restricciones de mandato que les impiden tomar crédito por debajo de cierto umbral. Una mejora coordinada podría habilitar el ingreso de flujos hoy ausentes, traccionando demanda incremental y reforzando la compresión del spread.

No obstante, el contexto internacional volvió a operar como contrapeso. La volatilidad por el conflicto en Medio Oriente y la suba de Treasuries afectaron a nuestros bonos: el alza del risk-free presiona todas las tasas mundiales y comprime el apetito por duration emergente, neutralizando parte de la mejora idiosincrática argentina.

La combinación de más recalificaciones y una baja sostenida del riesgo país podría habilitar la reinserción en los mercados internacionales de deuda. El antecedente más citado es el de soberanos de baja calificación que lograron colocar tras procesos de mejora crediticia (casos como Ecuador, Bolivia o Nigeria), lo que ilustra que la ventana de acceso al financiamiento externo se abre cuando converge mejora de rating con compresión del spread.

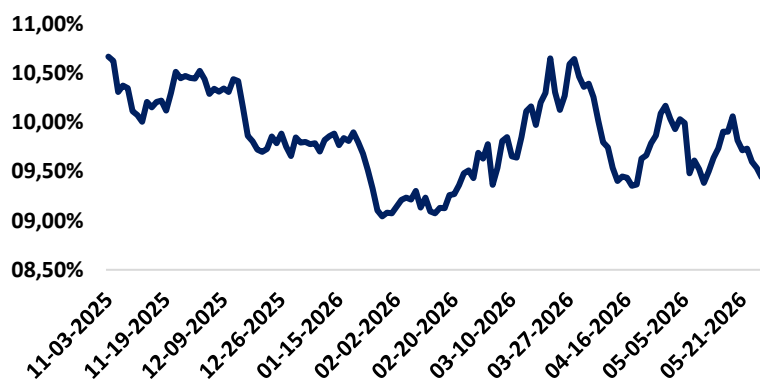
En cuanto a licitaciones, la del 27/5 fue relevante en materia de dólares: el Tesoro alcanzó el máximo emitido del AO27, capitalizando una demanda local robusta y consolidando la estrategia de apoyarse en el ahorro doméstico para refinanciar vencimientos. En síntesis, mayo deja un balance positivo en lo idiosincrático (compresión de riesgo país, recalificación y máximo de colocación en el AO27) sujeto a un frente externo que seguirá marcando el ritmo de corto plazo.

Evolución del Canje



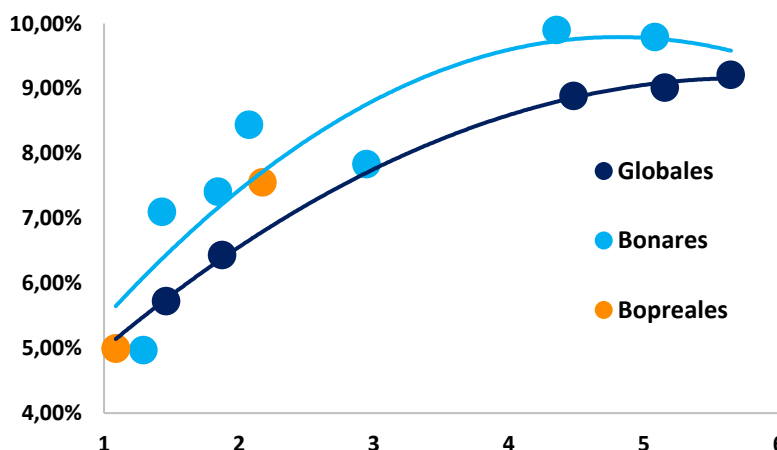
Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.

Rendimiento (TNA) de GD35 en el exterior desde la elección



Fuente: Club de Finanzas en base a Bloomberg.

Curva de Soberanos Hard Dollar



Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.



Club de Finanzas UADE

Miembros:

Nazareno Taus

Tomás D'Acciavo

Nicolás Pisi

Rocco Abalsamo

Facundo Cisco

Martina Crosetto

Santiago Quintero

Rocco Rodríguez

Pablo Gustavo Salina

Director de Carrera Lic. en Finanzas

Karina Elizabeth Díaz

Club Advisor

Información Importante

• Este informe no constituye bajo ningún concepto una recomendación o asesoramiento en materia de inversiones. La rentabilidad pasada no garantiza rentabilidades futuras. Las inversiones están expuestas a las oscilaciones del mercado y a los factores de riesgo correspondientes.

• Este informe ha sido elaborado de buena fe, a partir de fuentes consideradas fiables, pero no infalibles.