

Contexto Macroeconómico

La vuelta a los mercados

Mayo se despide con una última semana cargada de novedades en la macroeconomía argentina, catalizado principalmente por la reciente emisión de los BONTE 2030, **lo que significa la vuelta a los mercados internacionales de deuda para el país tras largos años de licencia**. En lo que respecta a la inflación, el dato del mes de abril sorprendió positivamente (2.8%), ubicándose 0,4 pp por debajo del consenso de mercado. En el frente externo, el saldo de la Cuenta Corriente fue negativo por ~600m USD, acumulando un déficit cercano a los 5mm USD en lo que va del año.

En el marco del nuevo régimen cambiario inaugurado hace ya más de un mes y medio, **el equipo económico se encargó de alinear las expectativas en torno al corrimiento tanto del BCRA cómo del Tesoro en el Mercado Libre de Cambios (MLC)**. Esto, a priori, indicaba que la única posibilidad de acumular Reservas Internacionales Netas (RIN) era esperar que el tipo de cambio testee la banda inferior, en torno a los \$1000 ARS.

En ese sentido, previo a la flexibilización cambiaria de Abril, se inició una política más contractiva en el plano monetario, que se puede observar al analizar la dinámica de las tasas de interés y el apartamiento del BCRA de la operatoria de pases activos. Adicionalmente, **las licitaciones de la Secretaría de Finanzas resultaban con rollover de, al menos, el 100%, y se aprobó una nueva serie de BOPREALES que implicará un efecto monetario contractivo**. Sin embargo, más allá de esta estrategia y la estacionalidad favorable en el MLC, **era poco probable que el FX no encuentre compradores en las áreas cercanas a la banda inferior**, de acuerdo con el diseño de la flotación entre bandas.

Dado este panorama, el equipo económico se encontraba en una “trampa” entre acumular reservas internacionales para cumplir la meta con el FMI de junio y no intervenir en el MLC. Finalmente, **tomó un camino que creemos, no rompe con el “contrato” de no intervención, a la vez que permite acotar el gap de RIN con el FMI**. Creemos que aún más importante es la señal de vuelta a los mercados de deuda global.

Si bien la colocación del BONTE 2030 por 1mm USD puede lucir poco significativa, es un gran primer paso para la sostenibilidad de la deuda en USD, donde en un escenario de consolidación electoral (Legislativas de Octubre) se pueda lanzar una señal de fortalecimiento del plan económico y consecuentemente veamos una compresión del Riesgo País. **Si esto sucede, el gobierno estaría en condiciones de rollear sus vencimientos de deuda, lo que permitiría dejar en segundo plano la discusión en torno a las RIN**. Claro está que éste es el *main target* del gobierno.

Contexto Macro

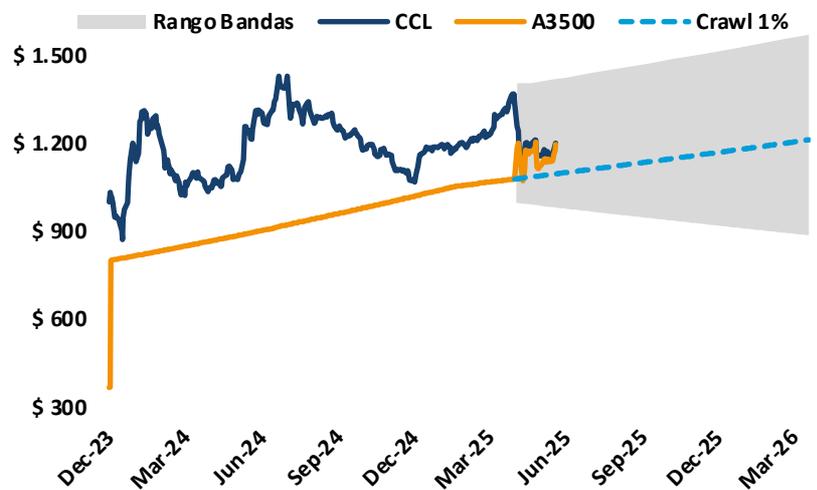
Decimos que el objetivo es volver a los mercados, y no enviar una señal de desplome de la nominalidad hacia afuera, al observar que la tasa de corte (29.5% TNA) se encontró por encima de lo esperado por el mercado en el plano local. Es probable que en su debut en el secundario, el **BONTE experimente una compresión de rendimiento (en orden con lo negociado en los segmentos bilaterales a 103% de paridad), teniendo en cuenta las proyecciones de inflación de los próximos meses y el buen dato que traería Mayo**. Este “premio” puede relacionarse con el antecedente desfavorable para los tenedores off-shore como fueron los BOTES emitidos en 2016.

De todos modos, el *delivery* hasta el momento del plan económico permite que vuelva el apetito por instrumentos en moneda local y a tasa fija desde el exterior, lo cuál es sano para la sostenibilidad de la deuda en países como el nuestro.

De cara a la licitación, el gobierno ya había anticipado que el rollover no superaría el 100%. **Un rollover técnico local en 86,5% (Véase Renta Fija ARS), puede implicar un aumento de la base monetaria en 1,14bn ARS**. Si bien no sería preocupante en un contexto de mayor demanda de pesos, no parece ser el caso, dado que ya se había anticipado un rollover menor al 100%. **Aunque la Base Monetaria Amplia no se vio alterada tras la licitación, no sigue fija en el target de \$47bn, sino que se expandió por el giro de utilidades del BCRA al Tesoro y se ubica en \$58,3bn**.

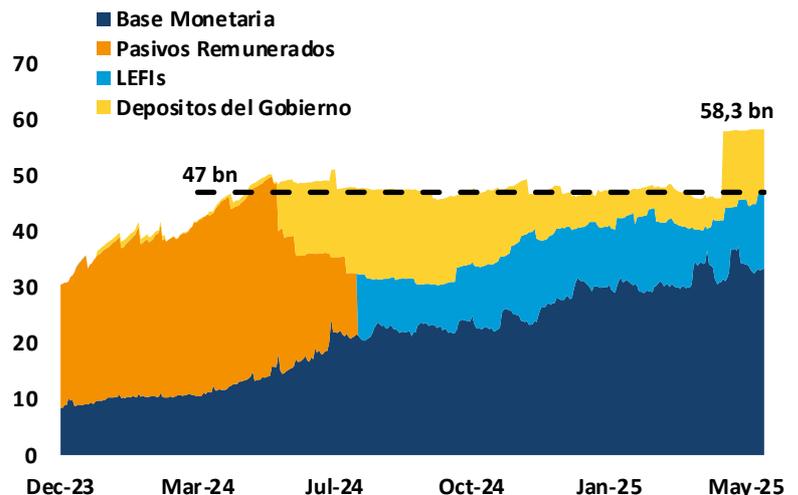
En línea con el contexto electoral, el gobierno orienta su estrategia hacia una rápida desaceleración de la inflación, tal como mencionamos. El primer dato luego de la flexibilización cambiaria superó positivamente las expectativas de mercado, que especulaban con un posible passthrough producto de la eventual mayor volatilidad del TC. Sin embargo, el IPC de abril se ubicó en 2,8%. **Creemos que el pase a precios de la flexibilización se vio anticipado en el mes de marzo como comentamos en el último informe**. A su vez, datos de alta frecuencia, marcan que la inflación del mes de mayo rondaría el 2%, se rompería el estancamiento de la inflación núcleo en 3,2% observado en los últimos dos meses retornando el sendero descendente de inflación. En consecuencia, el mercado proyecta una inflación breakeven por debajo del 2% a partir de julio.

Flotacion entre Bandas (± 1% Mensual)



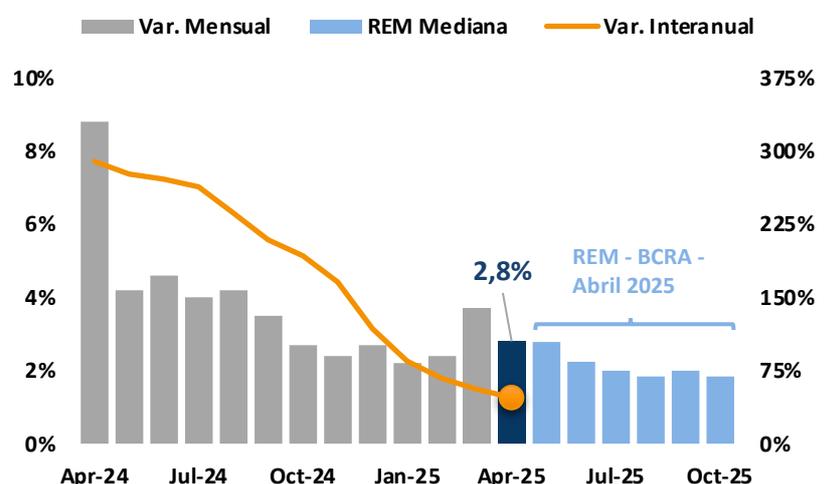
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y BYMADATA

Base Monetaria Amplia



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Indice de Precios al Consumidor (IPC) y Expectativas REM



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y BCRA

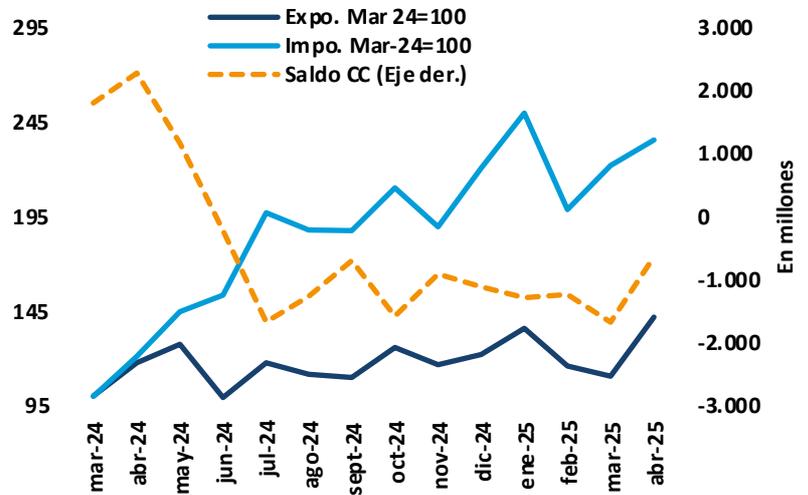
Contexto Macro

En abril la Cuenta Corriente arrojó un déficit de 636m USD, contra un superávit observado en este mismo mes de 2024 de 2.277m USD. La variación interanual de importaciones de bienes fue de 87%, con exportaciones creciendo al 20%. **Si bien la divergencia es grande, la comparación interanual resulta injusta cuando se analizan las condiciones iniciales.** Es claro que la actividad económica luego del 1S24 ha traccionado con firmeza, lo cual incrementa las importaciones por necesidades productivas. A su vez, la apreciación real retroalimenta este proceso y le pone un freno en cierta medida a la performance del sector exportador. **Será un aspecto no menor a monitorear hacia adelante el comportamiento de la Cuenta Corriente, con el fin de anticipar algún tipo de presión cambiaria producto del déficit acumulado.** Más allá de esto, es esperable que una economía con un crecimiento proyectado en torno al 5-6% en 2025 conviva con una cuenta corriente deficitaria, siempre y cuando haya financiación externa disponible.

En el plano internacional, Estados Unidos cerró mayo con señales mixtas, en medio de un mercado que continúa ajustando sus expectativas respecto al sendero de tasas de la FED. La segunda estimación del PBI del primer trimestre arrojó una contracción menor a la inicialmente reportada (-0,2% vs. -0,3%), **confirmando una desaceleración económica más pronunciada de lo previsto, producto del enfriamiento del consumo y la inversión privada.** A pesar de ello, el mercado laboral se mantuvo sólido creando 177.000 empleos, lo que refuerza el diagnóstico de una economía resiliente pero bajo presión. En este contexto, los últimos datos de inflación (PCE núcleo en torno al 2,8% anual) mostraron cierta moderación, aunque aun no suficiente para justificar un recorte de tasas de la FED.

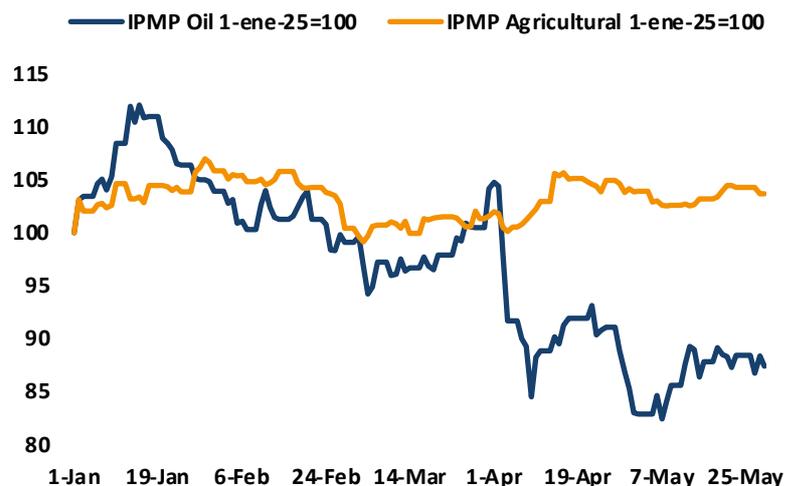
Este marco externo configura un entorno de oportunidad pero también de fragilidad para economías emergentes como la argentina. **En primer lugar, un eventual giro dovish por parte de la FED podría allanar el camino para un mayor apetito por riesgo y compresión de spreads, lo cual sería clave para consolidar el reciente regreso de nuestro país a los mercados voluntarios de deuda.** Sin embargo, la persistencia de rendimientos elevados en EEUU sigue limitando el margen de maniobra para los activos locales. En este marco, la colocación del BONTE 2030 busca reabrir el acceso al financiamiento, aunque la tasa de corte sugiere que se priorizó recuperar la señal de mercado antes que consolidar un anclaje nominal consistente con las expectativas de inflación.

Frente Externo



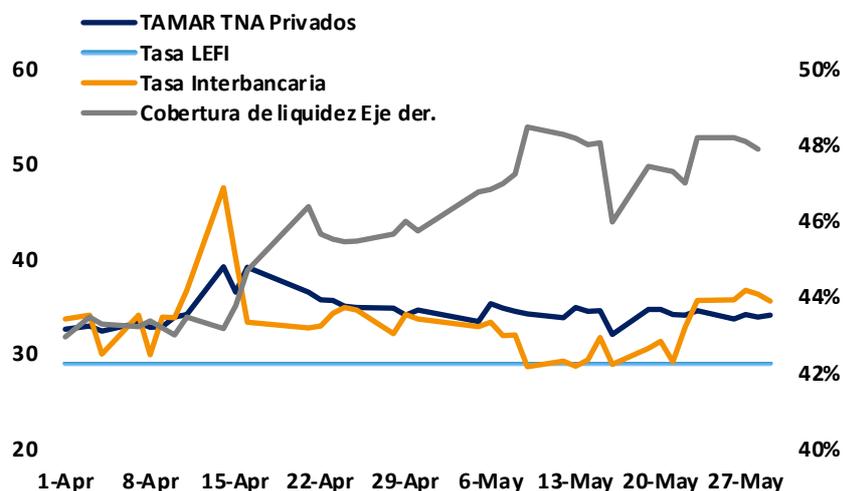
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Evolución del IPMP para Agro & Oil



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Dinámica de tasas



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

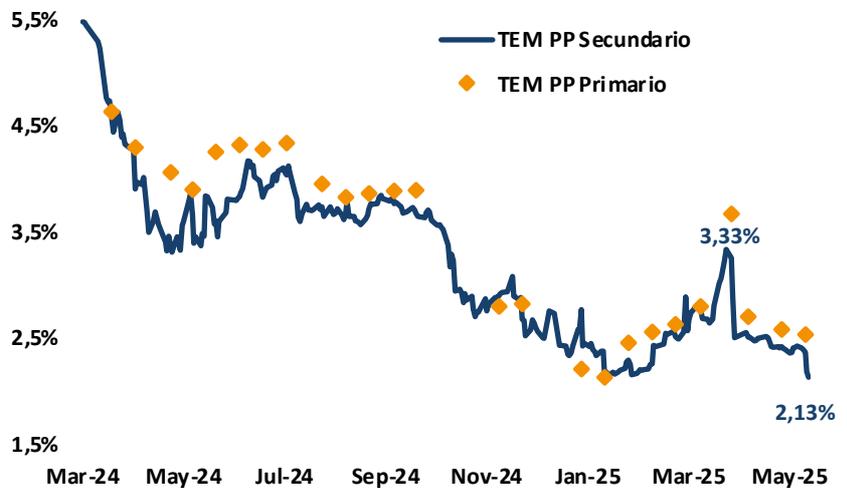
Renta Fija Pesos

En un contexto donde los instrumentos en pesos mostraron subas del orden del 6%, la TEM promedio ponderada en el mercado secundario continuó su sendero de compresión, en línea con la convergencia proyectada por el REM. Esta dinámica encuentra fundamento en varios drivers: (i) consolidación del proceso desinflacionario, (ii) emisión de pesos que vuelven al mercado de tasa fija (destacándose el BONTE 2030), (iii) solidez fiscal que permite mantener control sobre el financiamiento neto, y (iv) éxito en licitaciones primarias.

En orden con la desinflación, viene la desindexación. **Un mercado que cree que las expectativas inflacionarias son descendentes está alineado con un mercado que cada vez busca una menor cobertura por CER.** La fuerte demanda hacia los títulos en pesos a tasa fija es lógica en un contexto de estabilidad cambiaria y de elevadas tasas reales proyectadas. Como contracara, la menor demanda relativa por instrumentos CER ha llevado a que sus tasas vuelvan al 10%. Que estas pasen del 8%–9% en abril, a un 9%–10% en mayo, refleja la necesidad de un mayor premio en los títulos CER o, a su vez, una mayor potencialidad en los títulos en pesos, explicando su compresión.

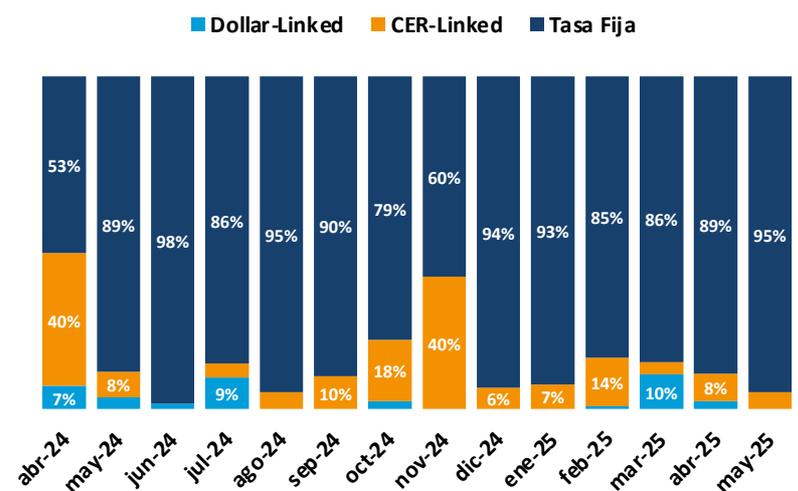
Tras la licitación del 28/5, donde vencían \$8,56B correspondientes a BONTEs y BONCERs (\$1,8B al 23/5 y \$6,8B de LECAP y BONCERs cupón cero al 30/5), **el Tesoro dejó la duration promedio de 97 días y pagó un premio elevado con respecto al secundario, dejando la TEM PP en 2,53%, obteniendo una disminución con respecto al mes previo.** Los títulos más demandados fueron la S30J5 y S28G5, que se llevaron un 31% y 23% del total de la licitación, respectivamente, mientras que el menos demandado fue el BONCER TZX06, llevándose menos del 2% del monto total. Como “jugador estrella” tenemos al TY30P (BONTE 2030), llevándose el 13% del monto, con unos \$1,148B emitidos.

Evolucion TEM LECAPs & BONCAPs



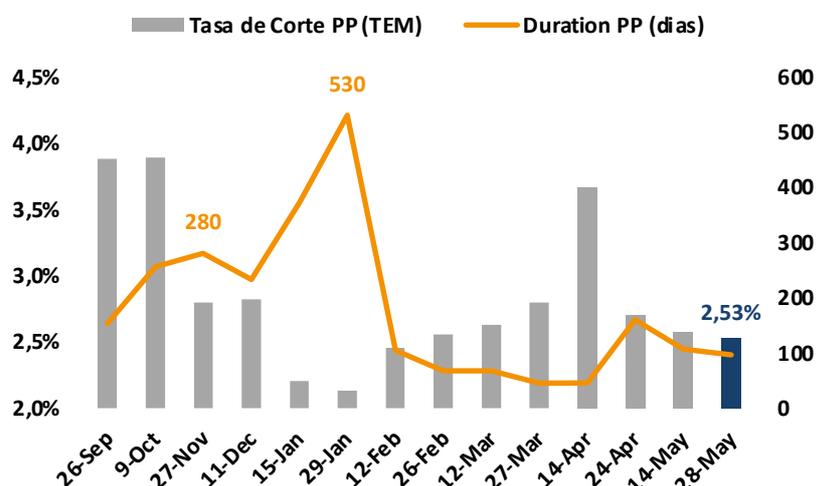
Fuente: Elaboración propia en base a BYMADATA

Licitaciones: porcentaje emitido por tipo instrumento



Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

Tasa y Plazo ponderado por VE.Adj (Tasa Fija)



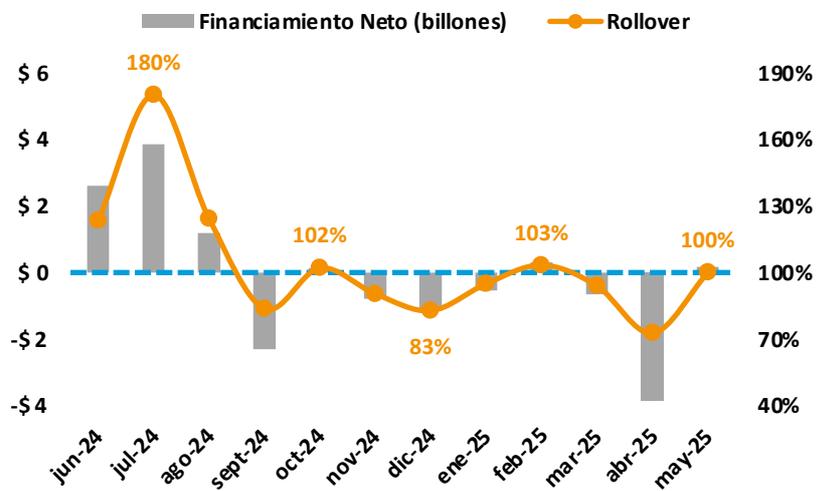
Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

Renta Fija Pesos

Considerando los pagos de intereses y amortizaciones realizados durante la cuarta semana de mayo, el Tesoro alcanzó en la licitación más relevante del mes, un rollover de **100,12%**. Sin embargo, si se aísla el financiamiento proveniente de organismos internacionales, el ratio de rollover con colocaciones en mercado local fue de 86,5%. Con vencimientos por \$8,56B, una colocación neta en el BONTE 2030 por \$1,14B y un rollover local de \$7,412B, se generó un descalce equivalente a \$1,14B, monto que fue efectivamente abonado a los tenedores en forma de expansión monetaria. **Estimamos que esta inyección neta de pesos tuvo como destino flujos hacia el tipo de cambio y hacia el tramo largo de la curva en pesos**, profundizando la compresión de tasas en dichos segmentos.

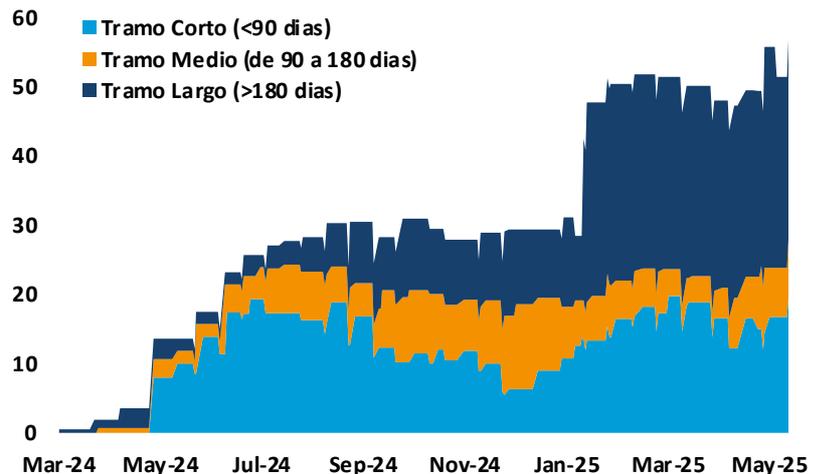
El éxito del Tesoro en sostener una demanda sólida en las licitaciones primarias es, sin dudas, uno de los principales factores detrás de la actual dinámica de compresión de tasas en el mercado secundario. No obstante, de cara a junio, el desafío se profundiza. **Proyectamos vencimientos por \$18,7B, destacándose instrumentos sensibles como el Dollar-Linked TZV25, el CER TZX25, y las LECAPs S18J5 y S30J5.** Dado que en cinco de los últimos seis meses con vencimientos superiores a \$10B el Tesoro optó por un rollover <100%, es razonable suponer que una parte de los \$13,4B depositados en el BCRA será utilizada para cubrir vencimientos. Este enfoque fortalecería la tendencia de compresión de tasas y un incremento sostenido en la Base Monetaria Amplia (BMA), al menos durante el mes de junio.

Financiamiento Neto y Rollover Licitaciones Tesoro



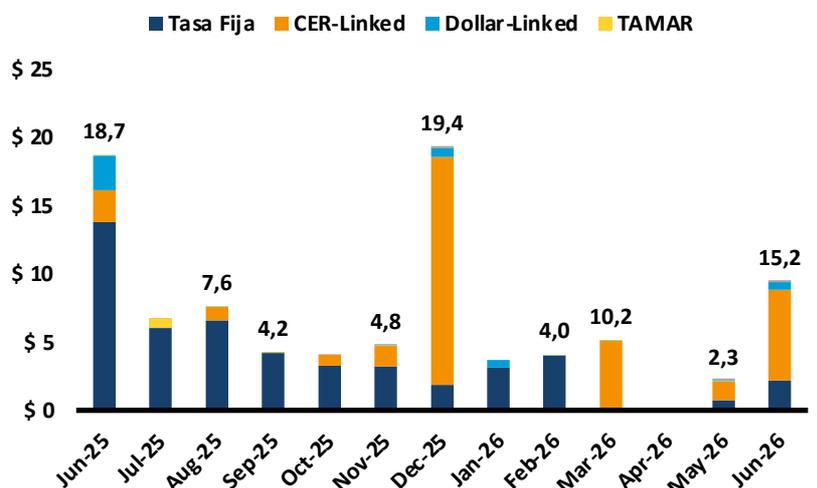
Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

VNO Adjudicado en billones LECAPs & BONCAPs



Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

Perfil Vencimientos Tesoro



Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

Renta Fija Dólares

Durante el mes de mayo, el segmento “renta fija en dólares” estuvo marcado por una confluencia de factores locales e internacionales, que condicionaron tanto la dinámica de precios como las expectativas de los inversores.

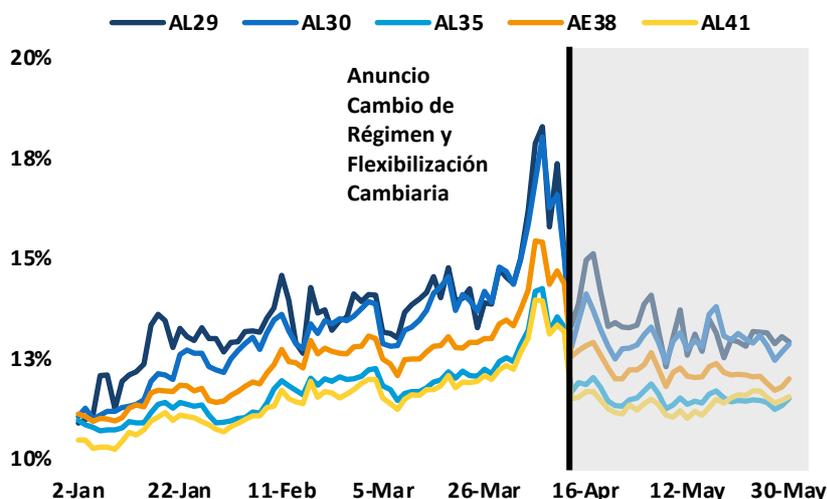
Bonos Hard Dollar: cautela ante el riesgo político

Luego de una marcada baja en las tasas de la curva soberana, **los títulos en dólares no mostraron grandes variaciones a lo largo del mes**. Esto podría explicarse por la elevada sensibilidad del mercado ante señales políticas y macroeconómicas. Si bien los fundamentos podrían permitir cierto recorrido al alza, especialmente ante una compresión adicional del riesgo país, el calendario electoral y la incertidumbre asociada continúan limitando el apetito inversor. Por el momento, **el mercado mantiene una postura cautelosa, a la espera de definiciones más claras**. Pero en caso de una baja del riesgo país hacia los 500 pbs, se observa en el gráfico un gran upside proyectado en los soberanos, especialmente en el AL41D.

BONTE: una jugada táctica del Tesoro

Uno de los eventos más relevantes del mes fue la colocación del BONTE, un bono en pesos suscripto en dólares, emitido bajo legislación local, al cual solo podían suscribir inversores extranjeros. La operación tuvo como objetivo testear una reapertura de los mercados internacionales, y poder responder a las necesidades actuales del Tesoro. Esta licitación, fue clave en estos momentos donde el Gobierno apunta a cumplir con los vencimientos en moneda extranjera en el marco del acuerdo con el FMI, donde próximamente el 13 de junio, debería lograr sumar USD 4.000 millones de dólares a las reservas netas.

Evolucion TEA curva Soberana (Ley Nacional)



Fuente: Elaboración propia en base a BYMADATA

TIR Proy.	Ticker	Upside / Downside
8,75%	AL29D	6,27%
8,80%	AL30D	7,68%
9,00%	AL35D	12,33%
9,10%	AE38D	13,50%
9,25%	AL41D	14,04%
8,75%	GD29D	3,84%
8,80%	GD30D	5,03%
9,00%	GD35D	11,74%
9,10%	GD38D	11,13%
9,25%	GD41D	12,25%

Característica	BONTE 2030	GLOBAL 2030
Ticker	TY30P	GD30
Moneda de denominación	Pesos (ARS)	Dólares (USD)
Emisor	Tesoro Nacional (Argentina)	Tesoro Nacional (Argentina)
Ley aplicable	Local	Extranjera
Plazo final	2030 (con opción de rescate en 2027)	2030
Tasa nominal anual (TNA)	29,5% en pesos	0,125% hasta 2027, donde pasa a ser 1,75% (cupón fijo en USD)
Opción de rescate anticipado	Sí (put en 2027 al 100% del nominal)	No
Riesgo cambiario	Alto (pesificado)	Bajo (denominado y pagadero en USD)
Acceso a MLC y repatriación	Inmediato para suscriptores primarios (Comunicación "A" 8245)	Requiere cumplir plazo de parking

Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

Renta Fija Dólares

Contexto internacional: más presión sobre los Treasuries

A nivel global, las tasas del Tesoro norteamericano aumentaron fuertemente en el mes. El Treasury a 10 años superó el 4,5% y el Treasury a 30 años alcanzó niveles del 5%.

Este movimiento responde a una combinación de nuevos proyectos fiscales en EEUU que apuntan a: I. mayores déficits presupuestarios; II. reapertura del debate sobre la sostenibilidad de la deuda estadounidense; III. reciente baja de calificación crediticia por parte de Moody's, que se suma a las ya realizadas por S&P (2011) y Fitch (2023).

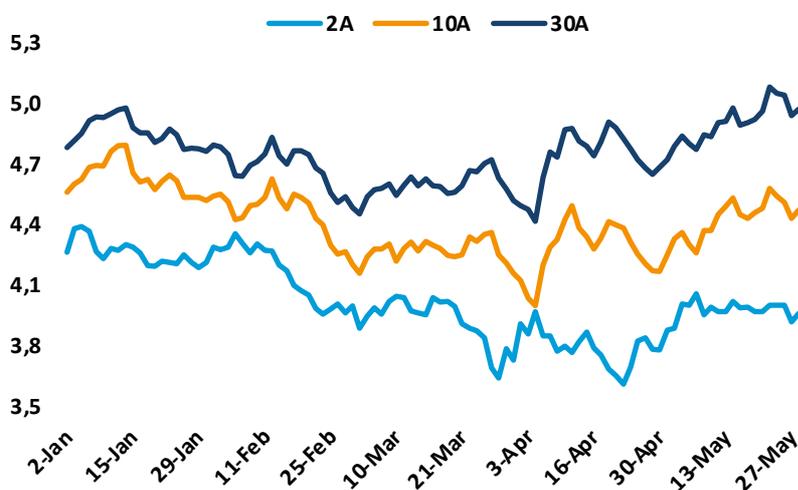
Esta degradación a Aa1 desde Aaa implica un cambio en la percepción de riesgo soberano, con sus respectivas consecuencias: incremento en el costo de financiamiento para EEUU, reducción de la demanda por parte de fondos con mandatos conservadores, y mayor volatilidad en el "pricing" de activos internacionales, incluyendo emergentes.

Para Argentina, este contexto no es neutral, sino que representa un nuevo obstáculo, ya que aunque hayan fundamentos para una comprensión del riesgo país por factores locales, los niveles estructuralmente altos de las tasas "base" internacionales, entorpece la baja del riesgo país, dificultando a su vez la baja de tasa local. Por lo que podemos esperar una mayor fricción, en el alcance de la "tasa objetivo" que el gobierno nacional busca para "rollear" su deuda.

Volver a emitir deuda con una base de 4,5%-5% en treasuries (en lugar de 2%-3% como en ciclos anteriores) limita el margen de maniobra del gobierno argentino y mantiene elevado el costo de oportunidad del endeudamiento voluntario.

Esto, refuerza la necesidad de seguir acumulando reservas internacionales y utilizar distintas estrategias, como las vistas con el BONTE 2030, para evitar una mayor exposición al mercado internacional en un momento de estrés fiscal y monetario global.

Evolution Yield Treasuries



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

No	S&P	Moody's	Fitch	Meaning and Color
1	AAA	Aaa	AAA	Prime
2	AA+	Aa1	AA+	High Grade
3	AA	Aa2	AA	High Grade
4	AA-	Aa3	AA	High Grade
5	A+	A1	A+	Upper Medium Grade
6	A	A2	A	Upper Medium Grade
7	A-	A3	A-	Upper Medium Grade
8	BBB+	Baa1	BBB+	Lower Medium Grade
9	BBB	Baa2	BBB	Lower Medium Grade
10	BBB-	Baa3	BBB-	Lower Medium Grade
11	BB+	Ba1	BB+	Non Investment Grade Speculative
12	BB	Ba2	BB	Non Investment Grade Speculative
13	BB-	Ba3	BB-	Non Investment Grade Speculative
14	B+	B1	B+	Highly Speculative
15	B	B2	B	Highly Speculative
16	B-	B3	B-	Highly Speculative
17	CCC+	Caa1	CCC+	Substantial Risks
18	CCC	Caa2	CCC	Extremely Speculative

Renta Variable

Durante el primer trimestre de 2025, los resultados corporativos evidenciaron el impacto del ajuste macroeconómico: márgenes comprimidos, deterioro patrimonial y menor actividad en sectores dependientes del consumo interno. En contraste, los regulados o dolarizados mostraron mayor solidez. Las principales causas fueron la apreciación del tipo de cambio oficial, la baja en precios de exportación y el ajuste fiscal en marcha.

En el sector financiero, cayeron márgenes y patrimonio por exposición a deuda soberana. Hubo pérdidas relevantes por LECAPs y participaciones, aunque la solvencia y cobertura se mantuvieron estables.

El sector energético mostró retrocesos en utilidades y flujos, por caída de exportaciones, baja de precios y presión de costos. YPF fue la más afectada; TGSU2 también retrocedió, pero con mayor contención operativa.

En real estate, se observó una recuperación interanual, favorecida por una base de comparación débil. Cresud mejoró por el agro e IRSA consolidó ventas en centros comerciales y oficinas, su negocio de hoteles aún rezagados.

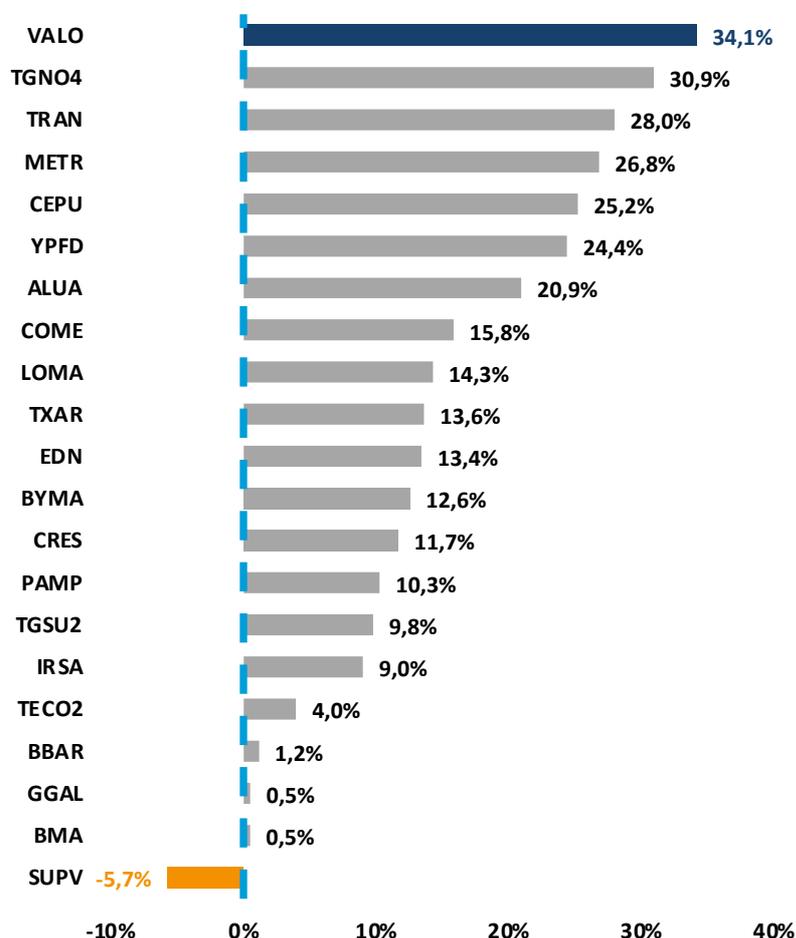
Los servicios básicos tuvieron un buen desempeño, impulsados por la recomposición tarifaria desde agosto de 2024. Las distribuidoras y transportistas de electricidad y gas natural lideraron en mejora operativa. Las generadoras, aunque enfrentaron presión de costos, lograron sostener márgenes en algunos casos.

Construcción y materiales se vieron impactados por una obra pública paralizada y la caída en la demanda, lo que dejó a las empresas con alta capacidad ociosa y flujos de caja negativos. Aluar y Ternium, por su parte, enfrentan presión de precios y costos internos.

Telecomunicaciones tuvo un trimestre adverso. Atraso tarifario, menor consumo y RECPAM generaron pérdidas patrimoniales relevantes. Se sostuvieron inversiones, pero la rentabilidad se deterioró.

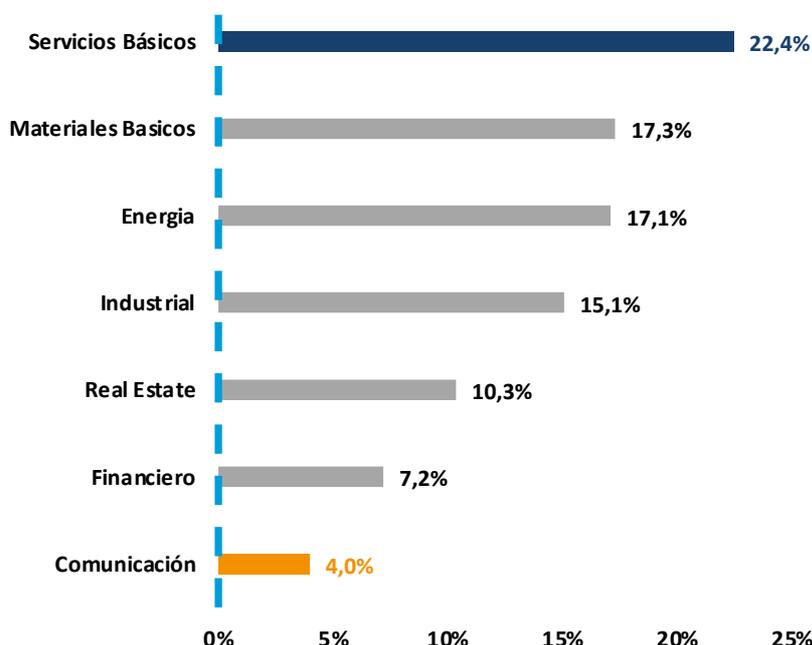
En resumen, el 1T25 fue contractivo, con presión generalizada sobre márgenes. Solo sectores regulados o exportadores mostraron resiliencia, mientras que el resto continúa afectado por la normalización.

Variación por Empresa Merval

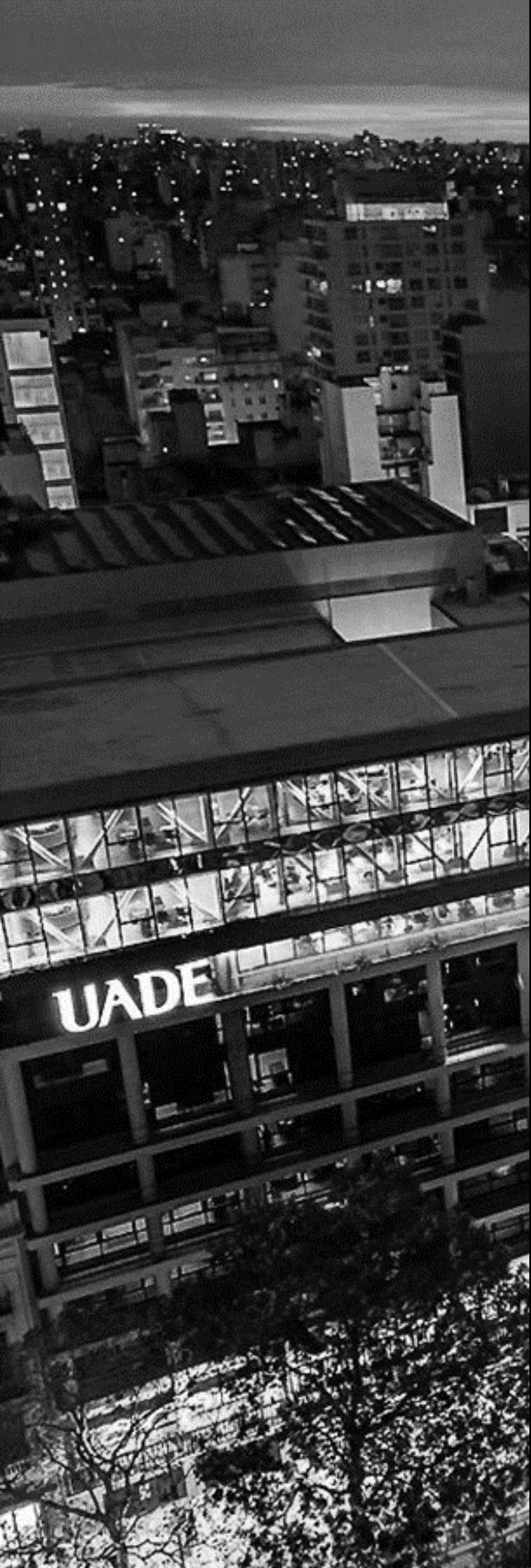


Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance

Variación por Industria Merval



Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance



Club de Finanzas UADE

Nazareno Taus

Coordinador General

ntaus@uade.edu.ar

Martin de la Fuente

Head of Research

martdelafuente@uade.edu.ar

Rocco Abalsamo

Head of Strategy

rabalsamo@uade.edu.ar

Bautista Blaiotta

Research Analyst

bblaiotta@uade.edu.ar

Federico Martin Alive

Research Analyst

fallive@uade.edu.ar

Ricardo Contreras Páez

Research Analyst

rcontreraspaez@uade.edu.ar

Tomás D´Acciavo

Research Analyst

tdacciavo@uade.edu.ar

Nicolás Pisi

Research Analyst

npisi@uade.edu.ar

Marcos Martínez

Research Analyst

marcosmartinez@uade.edu.ar

Bryan Bustamante

Research Analyst

bbustamantegonzalez@uade.edu.ar

Nehuen Oscar Fernández

Research Analyst

nefernandez@uade.edu.ar

Salvador Domínguez

Research Analyst

saldominguez@uade.edu.ar

Homero Tasca

Research Analyst

htasca@uade.edu.ar

Información Importante

- Este informe no constituye bajo ningún concepto una recomendación o asesoramiento en materia de inversiones. La rentabilidad pasado no garantiza rentabilidades futuras. Las inversiones están expuestas a las oscilaciones del mercado y a los riesgos intrínsecos a este.
- Este informe ha sido elaborado de buena fe a partir de fuentes consideradas fiables, pero no infalibles.