

Informe de mercado | 12 de junio 2025

Novedades financieras del mes de mayo

Transcurrió el mes de mayo, el primer mes completo bajo el nuevo esquema cambiario. Puede decirse que la flexibilización cambiaria tuvo un inicio exitoso, con expectativas que se anclaron, una volatilidad cambiaria a la baja respecto a los primeros días post acuerdo con el FMI y con una inflación que desaceleró en abril, con datos de alta frecuencia para mayo que apuntan a otra desaceleración ese mes. En este contexto, hubo algunos eventos políticos, con elecciones provinciales que mostraron buenos números para el oficialismo nacional pese a que, en varias, excepto CABA, los ganadores fueron los oficialismos provinciales. Además de la política, que cobrará cada vez más relevancia a medida que nos acerquemos a las elecciones de PBA y nacionales, el ojo del mercado estará sobre las cuentas externas, con un BCRA que aún no acumula Reservas Netas, pero con la posibilidad del Tesoro de emitir bonos en ARS como el TY30P a tasa fija a suscriptores no residentes en USD.

Pese a avances importantes en lo fiscal y monetario, las cuentas externas y el plano cambiario son los principales a seguir en el corto plazo, por su impacto sobre la nominalidad. El BCRA sigue sin acumular reservas netas, dado que el tipo de cambio oficial no toca el piso de la banda, al tiempo que estimamos que se necesitarían aprox. USD4000 millones para alcanzar la meta de junio y vemos altamente probable un waiver o postergación del plazo, más allá de que seguiremos viendo colocaciones bonos en pesos como el TY30P (que se suscribe en dólares) que nos acercarán a la meta. De cara a los próximos meses, el monitoreo de flujos será clave, sobre todo al terminar la cosecha gruesa. El TCR bajo impulsa salidas de USD, algo reflejado en importaciones de bienes y servicios, gastos de tarjetas en el exterior, turismo, entre otros. Si bien en un esquema de tipo de cambio flexible no es necesario un stock de reservas netas (ya que se ajustaría por precio y no por cantidad), consideramos que, para la confianza inversora y de aquellos que pudieran volcar USD no declarados a la economía, sí se tornan más relevantes.

Por lo tanto, de aquí en adelante, el mercado se concentrará, creemos, en dos cuestiones: si comienza o no la acumulación de reservas netas genuinas, y la dinámica política en la carrera hacia las elecciones legislativas, y el resultado de estas. Esos dos factores determinarán, a nuestro criterio, la performance de los activos argentinos en los próximos meses.

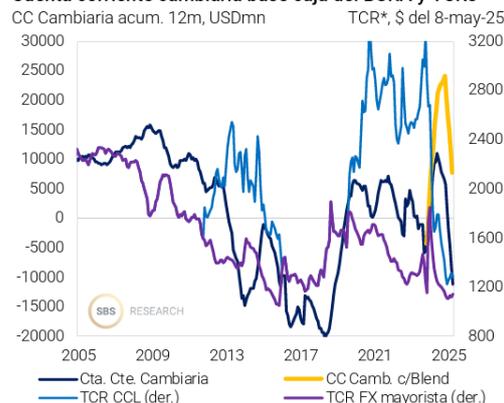
Tipos de cambio y volatilidad



RRNN a precios del programa EFF 2025 y metas FMI



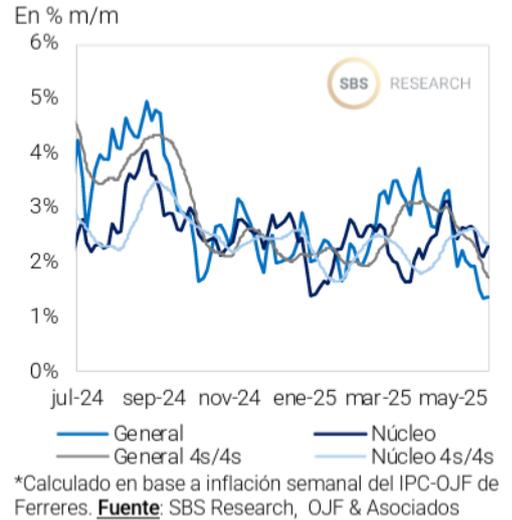
Cuenta corriente cambiaria base caja del BCRA y TCRs



En lo que refiere a inflación, los datos de alta frecuencia de mayo apuntan a una nueva desaceleración desde el 2,8% mensual de abril, con algunas estimaciones privadas que incluso apuntan a que podría haber perforado a la baja el 2% mensual y con el dato oficial de CABA arrojando un 1,6% mensual (el índice nacional se publica en el día de hoy). Como sea, mayo '25 traerá, casi con seguridad, otro mes de desinflación impulsado, creemos, por la baja en combustibles, así como por bajas en algunos aranceles e impuestos internos y mejora en expectativas. Pensando en junio, si bien no se cuenta aún con datos de alta frecuencia, afectarán parcialmente algunas subas en tarifas; aunque de momento somos optimistas respecto a que dicho mes pueda volver a anotar una desaceleración en el nivel inflacionario.

Finalmente, en materia fiscal, como viene siendo la regla en el gobierno actual, el resultado fiscal primario base caja de abril '25 volvió a anotar superávit, acumulándose en 4 meses 0,65% de nuestro PBI estimado y de 0,25% para el financiero. Destacamos que, corregido por Impuesto PAIS 2024, el acumulado en 4 meses en 2025 supera al acumulado de 2024 para igual período. El Tesoro se encamina así a la meta autoimpuesta de 1,6% del PBI para 2025, que estimamos podría cumplirse considerando el track record de la actual administración. Cabe mencionar que esta semana, el ministro Caputto deslizó la posibilidad de que el Tesoro adquiriera dólares en el mercado, como forma de acumular reservas, con los fondos provenientes del superávit fiscal.

Inflación de alta frecuencia



Resultado fiscal primario base caja



Que está pasando con los dólares financieros

Como mencionamos al inicio del informe, el nuevo esquema tuvo un comienzo auspicioso para el gobierno, con los tipos de cambio convergiendo hacia una brecha mínima y en la zona baja de las bandas. Desde ya que esta situación se encuentra beneficiada por el momento del año, el cual es estacionalmente favorable para el flujo de dólares, en función de encontrarnos en plena cosecha gruesa. A su vez, tanto el dólar oficial como el dólar financiero vienen moviéndose en sintonía desde el cambio de esquema, con un nivel de brecha prácticamente inexistente. En relación al mes de mayo, durante la última semana se dio un saldo de 5% en el dólar oficial y 4,2% en el financiero, lo que coloca a ambos en un nivel cercano a \$ 1.200.

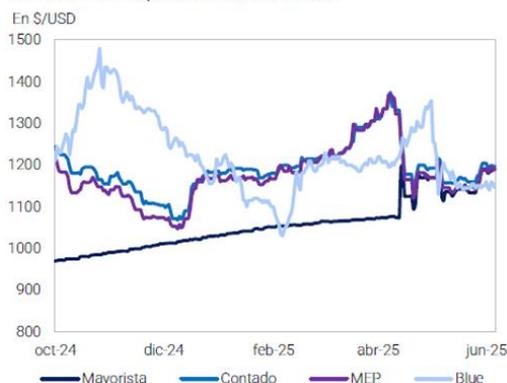
Concretamente, al cierre de mayo el dólar MEP mostró una cotización de 1.191,72, es decir, un 0,3% inferior al dólar oficial mayorista, el cual cerró en 1.195,33. Teniendo en cuenta el mes de mayo completo, el primero de ellos registró una baja del 3,53%, mientras que el segundo registró una suba 13,30%, convergiendo así en la zona media/baja de la banda de flotación cambiaria.

Si bien desde el cierre del mes al día de la emisión del presente informe no se produjeron cambios relevantes, será importante monitorear el comportamiento del gobierno mientras el dólar se mantenga dentro de las bandas, ya que de incumplir con su palabra de no intervención, se generarían turbulencias en cuanto a la continuidad del nuevo esquema.

USD MEP			
Fecha	Valor	Tasa Directa	Tasa Anual
Cierre hoy	\$ 1.191,72		
Última semana	\$ 1.143,32	4,23%	217,71%
Últimos 30 días	\$ 1.235,31	-3,53%	-14,77%
Últimos 90 días	\$ 1.228,48	-2,99%	-11,84%
Últimos 180 días	\$ 1.075,76	10,78%	21,32%
Últimos 360 días	\$ 1.280,80	-6,96%	-6,96%
YTD	\$ 1.170,41	1,82%	4,34%

USD Mayorista			
Fecha	Valor	Tasa Directa	Tasa Anual
Cierre hoy	\$ 1.195,33		
Última semana	\$ 1.137,00	5,13%	263,85%
Últimos 30 días	\$ 1.064,38	12,30%	51,50%
Últimos 90 días	\$ 1.064,38	12,30%	48,67%
Últimos 180 días	\$ 1.011,75	18,15%	35,89%
Últimos 360 días	\$ 896,50	33,33%	33,33%
YTD	\$ 1.032,50	15,77%	37,60%

Evolución de los tipos de cambio nominales



Oportunidades de mercado actual

En Pesos

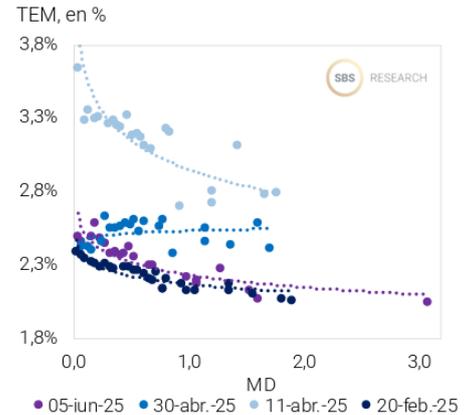
En función de los precios de los títulos en pesos, se observa que el mercado espera un sendero de inflación implícito en registros menores a 1,5% mensual a pocos meses vista, lo que sugiere una importante desaceleración desde los niveles actuales. Si bien no podemos descartar que un escenario así se materialice, debemos decir que luce optimista y que dependerá en gran parte de la ausencia total de cualquier tipo de evento de presión cambiaria, que el gobierno y el mercado seguirán de cerca durante los próximos meses, dado tanto el nivel del tipo de cambio real actual como la típica demanda por dolarización que suele darse en Argentina en la previa a años electorales.

Así, pensando en el corto plazo, Lecaps cortas le podrían ganar a la inflación. Creemos que, aún con este nivel de inflación breakeven, perfiles optimistas pueden seguir apostando por duration en tasa fija o duales (preferimos estos últimos ante la posibilidad de más emisiones tasa fija larga a suscribir en USD). Dicho esto, este tipo de perfiles y también aquellos menos optimistas, podrían ver valor en CER, que es hoy nuestro activo favorito en el espacio de pesos.

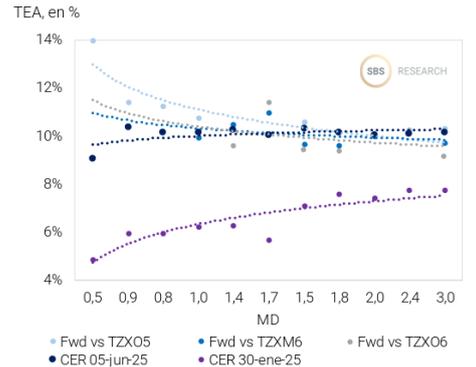
En Dólar oficial

Con relación a posiciones vinculadas al dólar oficial, bajo el nuevo esquema cambiario se hace nuevamente importante adoptar estrategias de cobertura para todo aquel inversor que se vea afectado por las variaciones del Tipo de Cambio. Por ejemplo, exportadores intentarán cubrirse de una caída del tipo de cambio que reduzca sus márgenes, para lo cual pasa a ser una buena alternativa la venta de futuros de dólar en Rofex, en tanto y en cuanto dicho valor sea razonable para el flujo del negocio. Importadores, por su parte, intentarán cubrirse de una suba del tipo de cambio que afecte significativamente sus costos. Allí, la compra de futuros en Rofex o la inversión en títulos dólar linked, se presentan como alternativas hoy muy razonables. Tanto títulos soberanos como corporativos, se observan hoy con tasas positivas, en zona de devaluación más 8 a 12%.

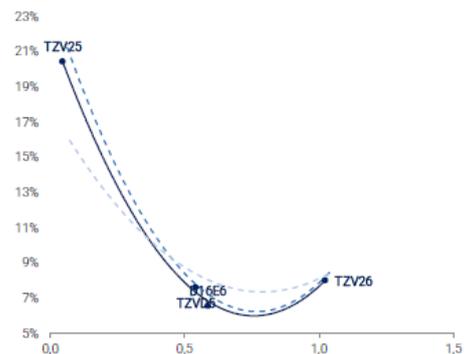
Curva tasa fija ARS a distintas fechas



Curva CER y forwards



Curva Soberana Dólar Linked
Variación de Curva - TEA

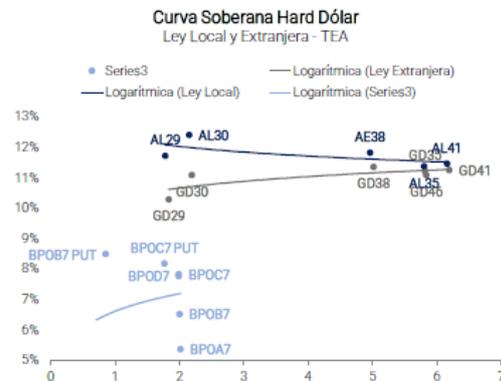


En Dólar financiero

Pasando a inversiones en renta fija en USD, el razonamiento para el inversor optimista es similar al que busca duration en CER apostando a la compresión de rendimientos en un entorno macro constructivo. Creemos que, además de la menor nominalidad, el poder acumular eventualmente reservas netas genuinas daría un impulso extra a la deuda en dólares soberana. Nuestro bono soberano favorito, basado en nuestros análisis de retorno total, es el GD35, aunque en un escenario de fuerte empinamiento de la curva por mejora en reservas netas, factor electoral u otros, el tramo corto (GD29/30) también sería ganador.

Respecto a otras opciones en renta fija en USD, seguimos sosteniendo que créditos corporativos de primera clase (PAE, Aluar, Pampa, Tecpetrol, Vista, YPF Luz) son atractivos a estas tasas para perfiles más conservadores, pese a rendir menos que los soberanos, recordando que, en tiempos de stress de los años previos, el mercado pondera muy bien a aquellos créditos confiables del sector privado, en especial de aquellas empresas con capacidad de generar USD.

Finalmente, creemos que el escenario actual es desafiante, por lo que si se quisiera mitigar el riesgo sin llegar a alternativas muy conservadoras, siguen siendo interesantes los Bopreal serie 1B y 1C, los cuales siendo deuda soberana también, tienen como ventaja su menor duration (se paga en su totalidad durante el mandato presidencial actual) y son títulos de deuda del BCRA. Además, los Bopreales serie 1 B y C poseen un put por el cual pueden ser ejercidos para el pago de impuestos (al valor del dólar MEP), lo que reduce significativamente su riesgo de impago. Al día de hoy tienen rendimientos en zona de entre 8% y 9% anual en dólares.



Conclusiones y recomendaciones

Para las compañías que tienen que mantener su capital de trabajo protegido en el contexto actual insistimos que su foco este en función a su moneda de transacción.

Para inversiones de corto plazo (máximo 3 meses), entendemos que la inversión en pesos será la mejor opción. Pero ya pensando en el mediano y largo plazo, si la compañía busca cobertura en dólares, hoy encontrará fácilmente cobertura contra movimientos del tipo de cambio oficial (ahora casi libre) en todo tipo de activos dólar linked (con tasas positivas tanto en títulos corporativos como en soberanos) si entendemos que podría darse cierta volatilidad del tipo de cambio oficial dentro del esquema de bandas. Para aquellos interesados en mantenerse en instrumentos en dólares financieros, los BOPREAL 2027 nos parecen algo mejores que los bonos corporativos por su diferencial de rendimiento respecto a estos y porque los vencimientos se producen en este mandato de gobierno.

Si el objetivo es protegerse de la inflación, ya todo el abanico de bonos CER se encuentra con rendimientos positivos, por lo que entendemos que pueden ser atractivos frente a tasas fijas.

Lo más importante hoy, sobre todo para compañías, es mantenerse invertido en activos con relativa liquidez para poder venderlo rápidamente en caso de cambio de expectativas.

Por SBS Capital:

Alejandro Giambirtone
ag@gruposbs.com

Marcelo Lanche Bode
mlb@gruposbs.com

Por SMS:

Daniel Hirsch
Socio Finanzas Corporativas
dhirsch@sms.com.ar

Silvia Tedin
Socia Tax & Legal
stedin@sms.com.ar