

> Colmada de noticias estuvo la semana que pasó, con el dato de inflación siendo la estrella. MECON compra u\$s vía BONTE y pronto sale BCRA con BOPREAL 4 y entró el REPO. Aquí algunos detalles:

Inflación de Mayo en 1,5%

El día Jueves se publicó el dato de inflación del mes de Mayo y quedó **sustancialmente por debajo de lo estimado por el REM**, cuya mediana estaba en 2,1% y el promedio del top 10 se encontraba en 2%.

Con ello, se anota la **menor inflación mensual desde Nov.-17** (exceptuando Abril de 2020 donde se encontraba en pleno momentum el COVID-19). Sin dudas que un número que **motiva al oficialismo a continuar en esa senda de desinflación**.

Adentrándonos en los datos, **estacionales jugaron a favor con una caída nominal del 2,7%**, con regulados en **+1,3%** y la **núcleo en 2,2%**. Bienes desaceleraron al **0,9%** (venían de 2,7% en Abr.-25) y **Servicios** anotaron una suba del **2,7%** (venían de 3%).

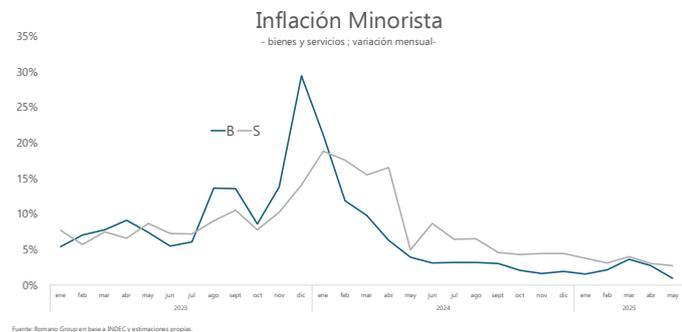
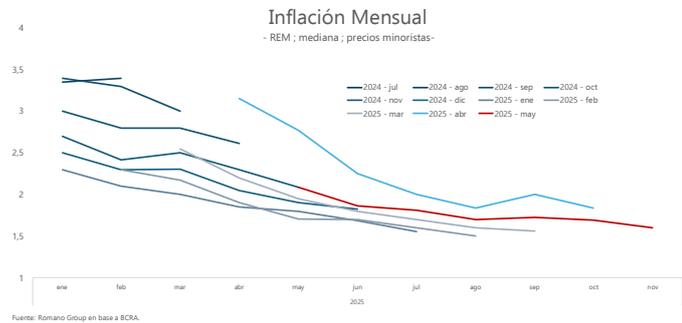
Al último del informe encontrará un cuadro con detalle por categoría sobre cómo fue el movimiento mensual de la inflación

MECON comprará dólares

Tal como habíamos anticipado en el informe anterior, **se concretó la emisión de la primera camada de BONTE suscribible en dólares**, donde el MECON emite deuda en pesos y se hace de dólares. Además, el ministro de economía Caputo confirmó en un *streaming* que **el Tesoro podría comprar en la banda**.

Para ello, también **BCRA eliminó la restricción cruzada** (oficial-financieros) para no residentes, limpiando algunas capas extras del cepo.

Tal como anticipábamos, el método de compra de u\$s mediante BONTE le resulta atractivo al equipo económico y consecuentemente **se estableció un ritmo de colocaciones de este tipo de u\$ 1.000 mensuales**, dicho en este [anuncio](#).



Salvador Vitelli
Jefe de Research

Alfredo Romano
Director

Gastón Banchemo
Economista

Al mismo tiempo, ya contamos con los últimos datos de la primera licitación de Junio, donde **vencían \$ 3.8 billones** post-canje de S18J5 y S30J5 que realizó el MECON a BCRA y **consiguieron fondos por \$ 6.37 billones**, es decir, **un rollover del 168%** INCLUYENDO la reapertura del BONTE 2030 el cual se emitió al 26.6% TNA (*pricing a finish*), que venía de emitirse originalmente el 29.5% TNA. Con ello, **el tesoro vía este título ha conseguido ya u\$s 1.500 millones**.

Con el excedente de pesos el MECON los mantendrá como **liquidez**, además de recomprarle al BCRA **AL30 y GD30** por VN u\$s 479 y u\$s 986 millones, respectivamente, tal como **anunció** Quirno en "X".

Si contemplamos que al cierre de 2024 el BCRA contaba con AL30 por VN u\$s 237 millones y GD30 por VN u\$s 214 millones es **plausible decir que durante 2025 el BCRA aumentó su tenencia de bonos soberanos por al menos u\$s 1.000 millones aprox.**, probablemente como efecto colateral de intervención en los financieros (*vía compra en D*).

BCRA coloca REPO por u\$s 2.000 millones y recompra PUTs

Adicionalmente a lo realizado en Enero, el BCRA logró colocar un **repo adicional** por u\$s 2.000 millones a una tasa SOFR + 4,5% (equivalente a una tasa del 8,25%). Esto implica una **reducción de 25 bps sobre el margen cobrado en Ene.-25 (4,75% vs 4,5%) y de 55 bps sobre la tasa efectiva de dicho mes (8,8%)**.

Posee el mismo vencimiento que el anterior, a Abril 2027, cuyo colateral es el BOPD7 que anteriormente la relación de **collateral/net cash fue de 2 a 1 aprox** (VN 1.9 BOPD7 por cada U\$S). Esto hace **aumentar las reservas brutas hacia la zona de u\$s 40.000 millones y las RIN computables para el FMI en u\$s 500 millones** de acuerdo con lo ajustadores de metas establecidos en el staff-report.

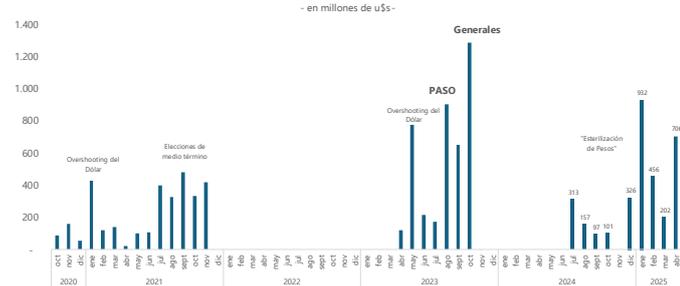
Con respecto a las opciones de liquidez sobre títulos soberanos utilizados principalmente en la gestión anterior para asegurar rollover, **el BCRA terminó de comprar el remanente** que quedaba (22% aprox.), que cubría un valor nominal de \$ 5,9 billones, emitiendo \$ 23.000 millones. Con ello, **se culmina el proceso de eliminación de esta emisión potencial a 1 día de plazo**.

TENENCIA BCRA DE SOBERANOS HARD-DOLLAR

TICKER	DIC.-24	MONTO A RECOMPRAR	TENENCIA HOY BCRA	VAR # HOY VS DIC.-24
AL30	237	479	479	242
GD30	215	986	986	771
GD35	22	0	22	0
AE38	436	0	436	0
GD38	62	0	62	0
TOTAL	971	1.465	1.984	1.013

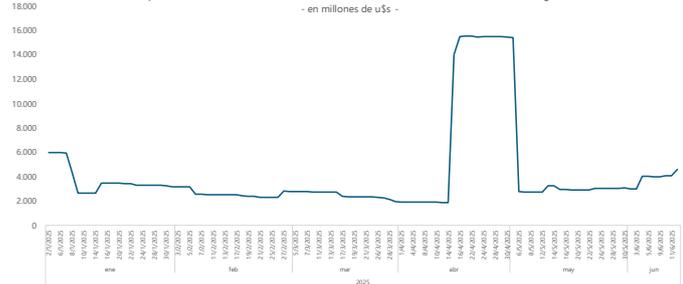
Fuente: Romano Group en base a BCRA, MECON y estimaciones propias.

Intervención BCRA en Dólar Financiero



Fuente: Romano Group en base a BCRA.

Depósitos del Gobierno en Moneda Extranjera



Fuente: Romano Group en base a BCRA.

14. Adjustors:

- Official non-project borrowing and grants:** The NIR targets will be adjusted upward (downward) by the surplus (shortfall) in program loan disbursements and grants from multilateral institutions (including the BCIE, EIB, IBRD, IADB and CAF) and borrowing and grants from official bilateral partners, relative to the baseline projection reported in Text Table 2. The value of the downward adjustor, i.e., in the event of a shortfall of borrowing and grants, would be capped at a cumulative of US\$4 billion in each calendar year. Program loan disbursements are defined as external loan disbursements (excluding project financing disbursements and IMF disbursements) from official creditors for the financing of the general government and/or the BCRA.

	(in millions of US\$) 1/
end-March 2025	2,387
end-June 2025	3,061
end-September 2025	4,726
end-December 2025	5,173

1/ Cumulative from January 1, 2025.

- FX debt issuance:** The NIR targets for calendar year 2025 will be adjusted upward by the amount of gross external borrowing by the Federal Government and by the BCRA from private creditors in foreign currency from the start date of the program until end-2025. The value of the upward adjustor would be capped at a cumulative of US\$1,500 million.

Salvador Vitelli
Jefe de Research

Alfredo Romano
Director

Gastón Banchemo
Economista

BOPREAL 4

Finalmente BCRA [convoca a licitación](#) del **BOPREAL 4** que veníamos comentando en informes anteriores, la cual se llevará a cabo el **18 de Junio**, donde está previsto que el máximo a emitir de esta serie sea de **u\$ 3.000 millones**.

Se emitirá el 24/6/25 y tendrá un vencimiento al 31/10/28, es bullet y paga una TNA del 3%. Además, tendrá un strip en 2:

- **BOPREAL 4A:** opción de rescate de 1/3 del VNO al 30/4/28, en pesos a cotización de A3500 y [elegible](#) para impuestos.
- **BOPREAL 4B:** 2/3 del VNO SIN opción de rescate.

Tal como comentábamos, **este BOPREAL está abierto para deudores de importadores de bienes y servicios con registro aduanero anterior al 12/12/23, utilidades y dividendos de accionistas no residentes pendientes**, entre otros de índole similar. Para más información ver este [link](#).

Algunas reflexiones extras sobre la compra de reservas

Vemos positivo que se exteriorice la voluntad de compra de reservas (que se hará entendemos principalmente mediante licitaciones primarias del MECON en vez de intervención en el MLC, aunque Caputo abrió esta posibilidad en el *streaming* realizado el 10/6).

Si bien tanto el staf-report del FMI como el anuncio del BCRA establecían la posibilidad de intervención en la banda, miembros del MECON se encargaron con énfasis de mencionar que **NO intervendrían** (sea BCRA o Tesoro), ahora la **tónica sí apunta a compra de reservas por parte del Tesoro** (ya "compró" u\$ 1.500 millones vía BONTE). El FMI ya proyecta que para 2026 se comience a abrir el mercado internacional para deuda *hard-dollar*.

No obstante, el objetivo de desinflación no queda para nada en segundo plano, **el proceso de acumulación de reservas es algo que aún los inversores esperan ansiosos de ver y cuantificar más aún dado este tipo de cambio real**.

Creemos que con ello, **el riesgo país tarde o temprano tenderá a la baja, a pesar del contexto internacional más que desafiante actual**.



Salvador Vitelli
Jefe de Research

Alfredo Romano
Director

Gastón Banchemo
Economista

Breve reseña internacional

Estamos evidenciando gran volatilidad geopolítica con conflictos internacionales en diferentes flancos. Lo último viene relacionado con la guerra Irán-Israel, donde apuntaló precios del crudo que venían rezagados desde el “Liberation Day”. Ello sería un efecto secundario positivo de este trágico shock externo para la cuenta corriente Argentina, que viene siendo deficitaria desde meses (aunque Abr.-25 dio relativamente bien puesto que el 20% del Blend se volcó al mercado oficial, ergo, exportaciones en el MLC sufrieron fuerte aumento u\$s +1.800 millones), con gastos por turismo incipientes.

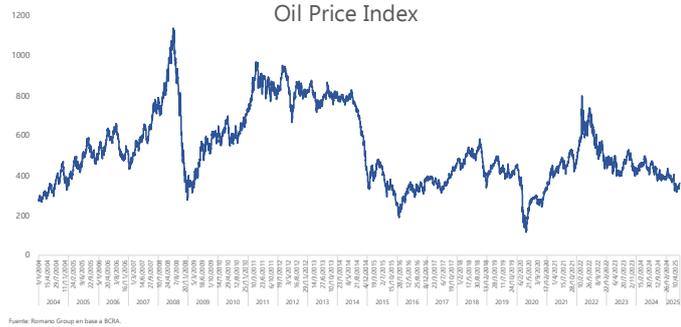
Esto abre la posibilidad que una mayor parte del déficit pueda amortiguarse con precios internacionales de petróleo y gas más sostenidos en vez de los u\$s 55-65 que se proyectaba previo al conflicto bélico. Esto podría generar un mayor ingreso de divisas para la economía Argentina ya con Vaca Muerta operando a niveles mayores.

Además, el aceite de soja ha sufrido fuertes variaciones al alza, siendo importante revertir las caídas sufridas a lo largo de 2024 aunque el panorama de stocks/consumos mundiales siguen holgados para la oleaginosa.

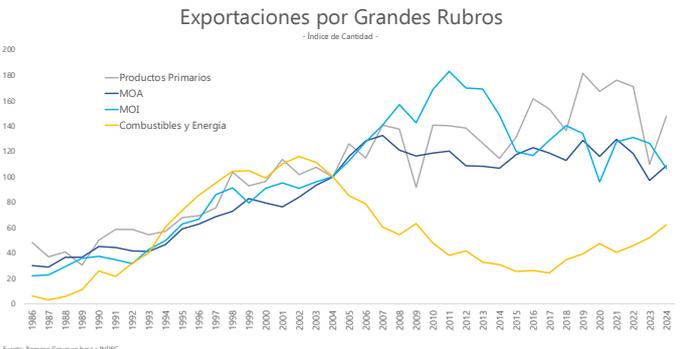
Por el lado negativo, una guerra que siga escalando podría generar inventivos a colocar capital hacia activos de menor riesgo y consecuentemente afectando el riesgo país y dilatando la posibilidad de volver a los mercados internacionales de crédito.

Finalmente, analizando los últimos 3 meses, con gran flexibilización cambiaria de por medio e inflación de Mayo en 1.5%, somos optimistas que algunos riesgos internos que podrían generar un shock negativo van desactivándose.

El proceso desinflacionario tiene la perspectiva de continuar por su sendero bajista, con un gobierno fuertemente comprometido con el ancla fiscal, emisión lo más acotada posible, y con un guidance que el rol del BCRA muy diferente, ya que pretenden que no controle la tasa de ahora en más sino ir hacia control de agregados y la compra de u\$s la realizaría el Tesoro. Todo ello nos remite a que la dolarización endógena (vía motu proprio del público) sigue vigente.



Fuente: Romano Group en base a BCRA.



Fuente: Romano Group en base a INDEC.

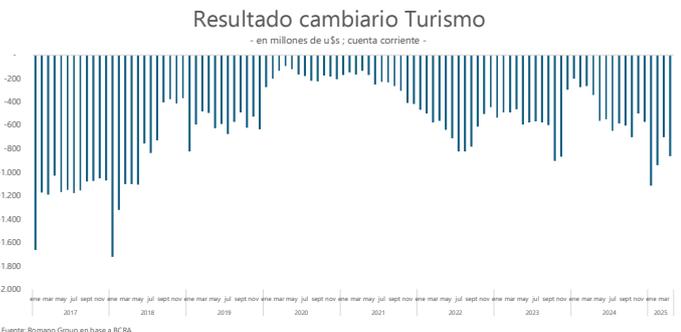


Fuente: Romano Group en base a INDEC.

Cuadro III.1.1. Balance Cambiario
Cuenta corriente cambiaria
Equivalente en millones de dólares

Fecha	abr-24	may-24	jun-24	jul-24	ago-24	sept-24	oct-24	nov-24	dici-24	ene-25	feb-25	mar-25	abr-25
Cuenta corriente cambiaria	2.277	1.161	-228	-1.668	-1.268	-700	-1.581	-511	-1.114	-1.292	-1.231	-1.674	-459
Bienes	2.737	2.708	795	551	576	528	744	714	-39	425	869	456	1.214
Servicios	-183	-388	-368	-566	-614	-650	-744	-530	-526	-1.187	-1.038	-799	-1.161
Ingreso primario	-290	-1.180	-533	-1.670	-1.243	-588	-1.599	-1.116	-523	-547	-1.047	-425	-528
Ingreso secundario	12	21	-117	17	13	10	18	21	-26	17	-15	6	16

Fuente: BCRA



Fuente: Romano Group en base a BCRA.

Salvador Vitelli
Jefe de Research

Alfredo Romano
Director

Gastón Banchemo
Economista

La desinflación avanza

MAPA DE INFLACIÓN MENSUAL	may-25	abr-25	Diferencia
NIVEL GENERAL	1,5%	2,8%	-1,3%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	0,5%	2,9%	-2,4%
Bebidas alcohólicas y tabaco	0,6%	2,8%	-2,3%
Prendas de vestir y calzado	0,9%	3,8%	-2,9%
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	2,4%	1,9%	0,6%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	1,4%	0,9%	0,5%
Salud	2,7%	2,5%	0,2%
Transporte	0,4%	1,7%	-1,3%
Comunicación	4,1%	2,8%	1,3%
Recreación y cultura	1,7%	4,0%	-2,3%
Educación	1,9%	2,5%	-0,6%
Restaurantes y hoteles	3,0%	4,1%	-1,1%
Bienes y servicios varios	2,6%	2,5%	0,0%
Estacional	-2,7%	1,9%	-4,6%
Núcleo	2,2%	3,2%	-1,0%
Regulados	1,3%	1,8%	-0,5%
Bienes	0,9%	2,7%	-1,8%
Servicios	2,7%	3,0%	-0,3%

mar-25	feb-25	ene-25
3,7%	2,4%	2,2%
5,9%	3,2%	1,8%
0,8%	1,3%	2,4%
4,6%	0,4%	-0,7%
2,9%	3,7%	4,0%
1,5%	1,0%	1,6%
1,8%	2,1%	2,4%
1,7%	1,7%	1,2%
2,5%	2,3%	2,3%
0,2%	2,9%	2,5%
21,6%	2,3%	0,5%
3,9%	2,3%	5,3%
3,2%	2,9%	2,5%
8,4%	-0,8%	0,4%
3,2%	2,9%	2,4%
3,2%	2,3%	2,6%
3,6%	2,1%	1,5%
4,0%	3,1%	3,8%

Fuente: Romano Group en base a INDEC.

Salvador Vitelli
Jefe de Research

Alfredo Romano
Director

Gastón Banchemo
Economista

www.romano-group.com

Alfredo Romano +54 9 11 4022 0495

Oficinas: Agustín Alvarez 732, Mendoza | Juana Manso 1475 unidad S211, C.A.B.A