



MAYO 2026

# Tiempo de cosecha

por  
Equipos de  
**Estrategia y Research**  
**de Cohen Aliados**  
**Financieros**

Durante mayo, los indicadores económicos mostraron mejoras generalizadas. La actividad se recuperó, la inflación cedió, el saldo comercial continuó mejorando y el BCRA siguió comprando una buena cantidad de divisas, todo en un contexto en el que el equilibrio fiscal se mantuvo y el tipo de cambio y las tasas de interés operaron estables. Fue una excelente combinación de noticias, aunque esto no quita que aún haya tarea por delante para consolidar el ciclo. La actividad sigue siendo muy débil por el pobre desempeño del consumo y de la inversión, la inflación continúa elevada, el tipo de cambio sigue perdiendo competitividad y el BCRA aún necesita acumular reservas internacionales. La mala nota continúa siendo la confianza en el gobierno, que volvió a caer y comienza a asomar cierto riesgo electoral.

A este contexto se sumaron la distensión en el escenario internacional y la mejora en la calificación de la deuda argentina, todo lo cual permitió que los activos financieros locales tuvieran una muy buena performance, con subas generalizadas en bonos –el riesgo país perforó los 500 pb– y en acciones.

Aunque con menor impulso, esperamos que la mejora en los *fundamentals* continúe, con una actividad que avanza lentamente y de manera muy heterogénea, en un escenario en el que la inflación seguirá cediendo, pero con el tipo de cambio y las tasas de interés más presionados al alza. La coyuntura global sigue siendo un factor de volatilidad a seguir de cerca, al igual que la situación política local.

## EL MERCADO EN MAYO

Los bonos soberanos en dólares avanzaron 2,3% y acumulan en el año una ganancia de 5,9%. El riesgo país bajó 73 pb en el mes, hasta los 494 pb, en un contexto favorable para comparables, que subieron 2,7% mensual. Con esto, el spread con el EMBI Latam se redujo 71 pb, hasta los 234 pb. Dentro de la curva, el tramo largo de los Globales lideró las subas, con el GD35 registrando un alza 3,4% y el GD38 de 3,7%. Los nuevos Bonares operaron con menor dinamismo: el AO27 subió 0,5% y el AO28 cerró sin cambios. En términos de rendimientos, las curvas exhiben pendientes positivas, con los Bonares rindiendo entre 7,5% y 9,9%, y los Globales, entre 5,7% y 9,1%. El *spread* legislativo GD30/AL30 comprimió de 2,4% a 1,9%, aunque en el tramo largo el GD35/AL35 se mantuvo elevado en 3,5%.

Los BOPREAL aumentaron en promedio 1,3% en el mes y acumulan en el año una ganancia de 6,7%, manteniéndose como el activo de renta fija en dólares de mayor retorno. El protagonista del mes fue la Serie 3, que avanzó 2,7% previo a su vencimiento –amortizando en su totalidad al cierre del mes–. Con esto, la curva vigente ofrece rendimientos de entre 4,8% y 7,5%.

Los subsoberanos acompañaron la tendencia con +2,4% en el mes, sumando +5,5% en lo que va del año. No obstante, el desempeño fue dispar entre los títulos: el bono de Buenos Aires 2037 lideró con un alza de 4,8% m/m, mientras que el resto mostró subas más moderadas, de hasta 0,8%. En el extremo opuesto, Río Negro 2028 operó con una baja de 0,5% m/m. En términos de rendimientos, la curva se ubica actualmente en un rango de 6,2% a 11,5%.

La excepción fue la deuda corporativa, que cedió 0,1% en el mes aunque acumula una suba de 2,0% en el año. La presión bajista provino principalmente de los instrumentos bajo legislación local, que retrocedieron 0,4% m/m, con Vista 2029 y Pan American Energy 2031

como los más afectados, con caídas de 5,0% y 3,6%, respectivamente. Bajo legislación extranjera, el desempeño fue neutral, con movimientos dispares: Edenor 2030 avanzó 1,0%, en tanto que Pampa 2037 perdió 1,7%. En términos de rendimientos, la ley local se ubica en un rango de 4,4% a 5,7%, y la ley extranjera oscila entre 7,3% y 7,7%.

En la curva de pesos, los CER lideraron con un alza de 3,7% en el mes y acumulan en el año una ganancia de 21,5%, traccionados por el tramo largo: los vencimientos 2028 en adelante subieron 4,9% en promedio. Con esto, la curva exhibe una pendiente marcadamente positiva, con el tramo corto rindiendo CER -3,2%; el medio, CER +3,0%; y el largo, CER +7,2%. Las Lecap avanzaron 2,7%, con el tramo largo liderando con +3,3% promedio, frente al 2,5% del tramo corto y medio, y acumulan en el año una ganancia de 16,3%. La pendiente es levemente positiva: 1,78% TEM en el tramo corto, 1,86% en el medio y 1,93% en el largo. Los duales aumentaron 2,6% en el mes y totalizan 17,4% en el año; en su versión TAMAR, rinden TAMAR -0,6% promedio. Por su parte, los *dollar-linked* avanzaron 1,8%, impulsados por el TZV28 (+3,3%), aunque en el año acumulan una caída de 1,7%. El rendimiento promedio del segmento cerró el mes en devaluación +4%.

Por último, el Merval cerró mayo con una suba de 11,5% en pesos y 12,1% en dólares CCL, ubicándose en USD 2.133 y pasando a terreno positivo en el año, con una ganancia de 6,5%. Con esto, en el mes el índice superó a Latam (+9,4%) y se diferenció de Brasil (-7,1%), quebrando además la barrera de los USD 2.000. El mes estuvo marcado por una nueva rotación sectorial desde consumo y materiales hacia finanzas, energía y comunicación. Bancos lideró con un alza del 22%, seguido por energía, con 16% –pese a la caída en el precio del crudo–, y comunicación, con 11%, mientras que consumo fue el único sector en terreno negativo, con una baja del 11%. Entre las acciones del panel líder, BBVA, Macro y Galicia se destacaron con ganancias de entre 19,5% y 22,4%, en tanto que Mirgor (-11,4%) y Holcim (-4,9%)

anotaron las mayores pérdidas. En las acciones que cotizan en Nueva York, la suba promedio fue de 8,3% en el mes, con BBVA, Macro y Telecom avanzando entre 20,6% y 29,0%, mientras que AdecoAgro, Bioceres y MercadoLibre retrocedieron entre 4,0% y 15,9%.

## ESTRATEGIA

### Renta fija

**Bonos soberanos en moneda extranjera.** La mejora en el apetito global por deuda de mercados emergentes encontró señales locales que comenzaron a acompañar: compras sostenidas de divisas, respaldo multilateral, *upgrade* de Fitch a B- y un proceso de desinflación que retoma su curso, con una actividad que dejaría de deteriorarse. En este contexto, vemos espacio para que el riesgo país comprima hacia la zona de 400-450 pb, nivel consistente con el retorno al mercado internacional. Para perfiles con mayor tolerancia al riesgo, el tramo medio-largo captura el mayor *upside*: recomendamos el AL35 (9,6% TIR) y el GD41 (9,1% TIR), con retornos potenciales de 8,6% y 8,2%, respectivamente, hacia fines del 3T26. Para perfiles conservadores, el AO27 (4,9% TIR) y el AO28 (8,4% TIR) ofrecen cupón mensual del 6% y vencimiento dentro del mandato presidencial actual, en el caso del Bonar 2027, con *duration* acotada y flujos predecibles.

**Deuda BCRA.** Tras la compresión de *spreads* de los últimos meses, los BOPREAL perdieron atractivo relativo frente a otras alternativas en dólares. Sus rendimientos se asemejan a los de corporativos bajo ley local de similar *duration* y quedan por debajo de lo que hoy ofrece la curva soberana. Para inversores que busquen capitalizar el beneficio de cancelación impositiva a valor técnico, seguimos recomendando el BOPREAL Serie 1-C (BPOC7, 4,8% TIR), que habilita dicha cancelación a partir de abril de 2027.

**Bonos subsoberanos.** Continuamos favoreciendo provincias con fundamentos fiscales sólidos y bajo endeudamiento relativo. Emisores como CABA, Córdoba y Santa Fe mantienen acceso al crédito y perfiles diferenciados del promedio provincial. Sin embargo, el cuadro fiscal provincial no termina de mejorar: los recursos coparticipados siguen bajo presión y el Tesoro mantiene asistencias a varias provincias con dificultades de financiamiento, lo que refuerza la necesidad de ser selectivos. Entre las opciones más atractivas destacamos Salta 2027 (SA24D, 7,3% TIR), Mendoza 2029 (PMM29, 7,7% TIR), Córdoba 2032 (CO32, 8,9% TIR), CABA 2033 (BDC33, 7,2% TIR) y Santa Fe 2034 (SFD34, 8,5% TIR).

**Bonos corporativos.** Los rendimientos de los bonos corporativos vienen comprimiendo durante los últimos meses, con el tramo corto ya por debajo del 5% TIR y el tramo largo rozando el 7% TIR. A estos niveles, los perfiles con mayor tolerancia al riesgo encuentran mayor valor rotando hacia la curva soberana. Para perfiles conservadores, en cambio, los corporativos ofrecen *carry* en dólares con menor volatilidad y fundamentos crediticios sólidos. Para perfiles conservadores, en el tramo corto bajo ley extranjera recomendamos PAE 2027 (PNDCO, 5,7% TIR) y Banco Galicia 2028 (BYCHO, 6,4% TIR). Bajo ley argentina: Loma Negra 2027 (LOC50, 5% TIR), Tecpetrol 2027 (TTCBO, 4,1% TIR) e YPF 2028 (YMCZO, 4,8% TIR). Para perfiles más agresivos que preferan mantenerse en el segmento, bajo ley extranjera recomendamos Telecom 2033 (TLCPO, 7,8% TIR), YPF 2031 (YMCXO, 7,2% TIR), Pluspetrol 2031 (PLC50, 7,2% TIR) y Pampa Energía 2034 (MGCOO, 7,5% TIR). Bajo ley argentina: Vista Energy 2031 (VSCRO, 6% TIR), Pluspetrol 2030 (PLC2O, 6% TIR) y Tecpetrol 2029 (TTC9O, 5,8% TIR).

**Deuda en pesos.** Tal como analizamos en nuestro artículo de renta fija, el mercado continúa [Subestimando la inflación: oportunidad en CER y Duales](#): la breakeven implícita en los precios va de 2,1% m/m en mayo a 1,7% m/m promedio de junio a octubre y 1,5% m/m promedio

hacia abril de 2027, por debajo de nuestras proyecciones, que anticipan un sendero de desinflación más gradual. Esta brecha justifica privilegiar CER y Duales. En CER, favorecemos el TZX26 (CER -10,2%) y el TZXD6 (CER -0,9%) en el tramo corto-medio, y el TZX28 (CER +7%) para mayor *duration*. En Duales, el TTS26 (TAMAR +0,6%) y el TTD26 (TAMAR +0%) permiten capturar el ajuste gradual al alza en las tasas. Desaconsejamos tasa fija –rinde entre 1,74% y 1,98% TEM–, niveles poco atractivos frente a los ajustables. En cuanto al *carry trade*, tal como analizamos en [Fin del carry trade: cuándo rotar hacia instrumentos en dólares](#), recomendamos comenzar a cerrar posiciones y considerar dolarización parcial: la caída acumulada del TCR del 11,2%, el fin de la liquidación del agro y una demanda de importaciones que comenzaría a repuntar hacia el segundo semestre configuran condiciones menos favorables que las del primer semestre. Para cobertura cambiaria, recomendamos la Lelink D30S6 (Dev +2,3%), que descuenta un tipo de cambio implícito de \$1.511 hacia septiembre.

## Renta Variable

**PAMP:** el desplazamiento de la curva de futuros de Brent respecto de la foto del 1Q26 podría generar una leve erogación adicional, que se sumaría a los USD 250 M registrados al trimestre pasado. Sin embargo, el importe será compensado por los mayores ingresos esperados en los segmentos de *oil & gas* y generación eléctrica. Neto de las tenencias en TGSU2 y TRAN, y considerando un EBITDA de USD 1.000 M para 2026 de sus negocios propios, PAMP se encuentra cotizando a un ratio EV/EBITDA 2026 de tan solo 4,28x. Entre sus principales *drivers* de crecimiento se destacan Rincón de Aranda, su participación del 20% en Southern Energy, la integración vertical entre los segmentos de gas y generación, una posible planta de urea y los grandes proyectos a encarar por su controlada TGSU2, entre ellos el poliducto desde Tratayén hasta Puerto Rosales y la ampliación del Gasoducto Perito Moreno.

**TXAR:** el mercado sigue ignorando la tenencia que posee en TX México (28,7%) y Usiminas (4,75%), contabilizadas en USD 2.500 M, a pesar de que tanto TX Luxemburgo como Usiminas vienen subiendo fuertemente por la aplicación de aranceles tanto en Brasil como en México. En términos de Precio / Valor Libro, TXAR cotiza a 0,42, versus su controlante TX Luxemburgo, que lo hace a 0,82. Hay que remontarse a la pandemia o al primer cepto de Cristina Fernández de Kirchner, en 2012, para ver una relación tan baja entre TXAR y TX.

**ALUA:** el precio internacional del aluminio primario sigue en ascenso, superando los USD 3.700 por TN, sumado a un premio por calidad –grado de pureza superior al 99,3%– de USD 600 por TN en Europa y de USD 722 por TN en EE. UU., neto de aranceles. Por su parte, la curva de futuros sigue mostrando precios por encima de USD 3.000 por TN, dando a entender que a los problemas de oferta existentes por la caída de la producción en Medio Oriente se sumarán mayores costos futuros en la generación de energía necesaria para producir aluminio. Seguimos considerando que la empresa logrará USD 600 M anuales de EBITDA, con un valor empresa actual de USD 2.390 M. Para profundizar sobre este activo recomendamos leer [Shock de oferta en el aluminio: oportunidad en Aluar.](#)

**VIST:** los casi USD 800 M de FCF generados por la fuerte suba del petróleo serán aplicados en USD 150 M al programa de recompra accionaria y el resto, a cancelar deuda, principalmente bancaria. Solo precios superiores a USD 100 por acción podrían justificar una toma de ganancias. Más allá de que la empresa espera registrar un aumento de producción del 17% anual en 2027, el EV/FCF 2027 esperado es de 11,9x, lo cual dará lugar a nuevas recompras accionarias y/o a un mayor desapalancamiento.

*\*Los datos utilizados en el presente informe tienen fecha de cierre 5 de junio de 2026.*

# HOUSE VIEW LOCAL

El presente informe es publicado por Cohen S.A y ha sido preparado por el Departamento de Estrategia de Cohen S.A. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de inversión de Cohen S.A para la compra o venta de valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión ni una oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que Cohen S.A considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen S.A no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. Cohen S.A no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas están sujetas a las variaciones intrínsecas y extrínsecas de los mercados.