

14 de enero de 2025

Daily Mercados

ppi

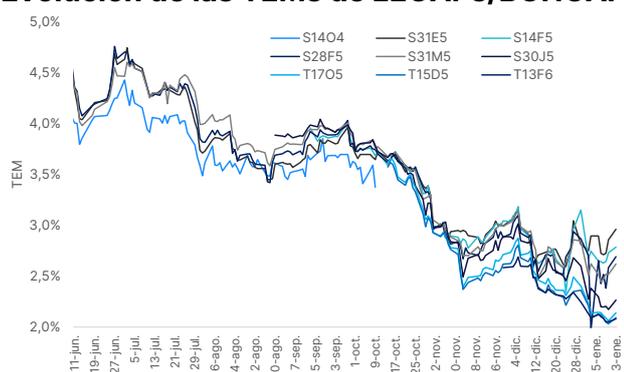
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

Licitación del Tesoro: sensaciones de la primera subasta del año

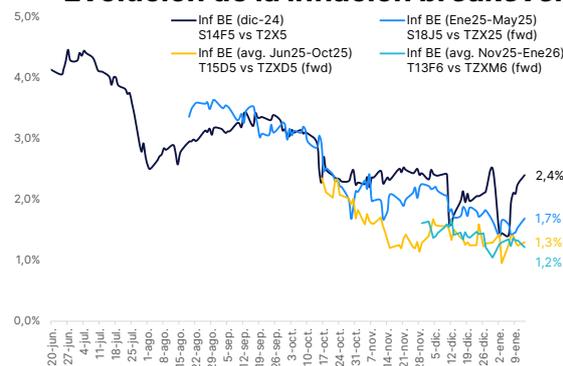
Para iniciar el cronograma del 2025, el MECON ofrecerá 3 reaperturas y una nueva emisión sin modificar sustancialmente el esquema de las últimas licitaciones. En concreto emitirá reaperturas de las LECAPs al 31 de julio y octubre de este año (S31L5 y S31O5) y el BONCER cero cupón con vencimiento al 31 de marzo de 2027 (TZXM7). Por su parte, **licitará un nuevo BONCAP al 30 de junio de 2026 siendo el más largo de la curva**. En esta oportunidad, **vencen tan solo \$2 billones por lo que no son pagos desafiantes**. Estos vencimientos están explicados principalmente por la LECAP que vence el 17 de enero (S17E5). Se puede el comunicado con las condiciones de la subasta en este [link](#).

¿Dónde hay valor en el menú de licitación? A primera vista, y siendo fieles al [informe de perspectivas 2025](#), el mercado ya puso en precios una baja notable de la nominalidad en 2025. En términos de estrategia, y después de analizar las primeras ruedas del 2025, el mercado mantiene el sesgo muy optimista en la curva de LECAPs/BONCAPs. El rally observado en el tramo medio/largo de tasa fija llevó las TEMs a la zona de 2,0/2,3% -mínimos desde su emisión- y las colocaciones con vencimiento de febrero en adelante quedaron igual o por debajo del costo del fondeo (caución 1 día). A partir de este razonamiento, preferíamos situarnos en el tramo medio ya que considerábamos que el tramo largo ya descontó de antemano una futura baja de tasas. Como dato adicional, el mercado ayer volvió a subir la inflación de indiferencia (o *breakeven* en inglés) para diciembre de 2,2% a 2,4% -más en línea a lo esperado-.

Evolución de las TEMs de LECAPs/BONCAPs



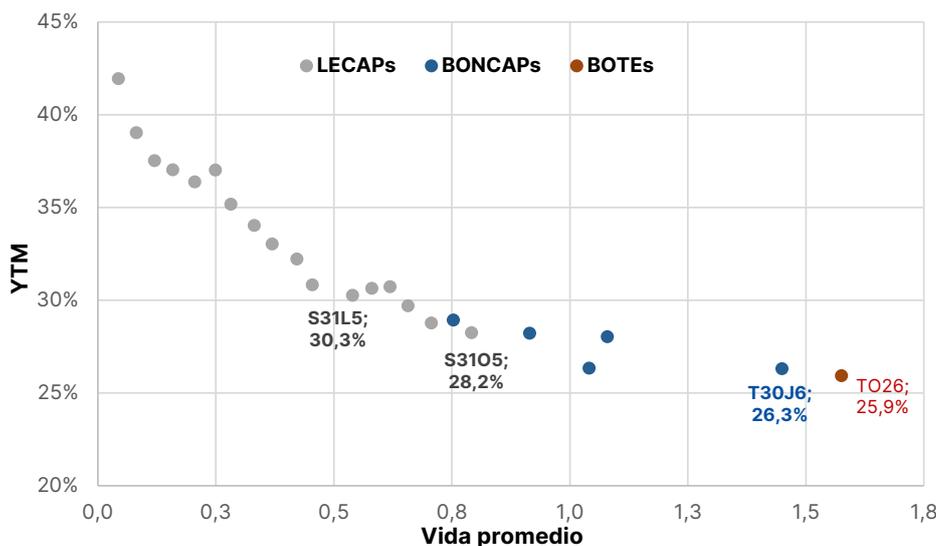
Evolución de la inflación *breakeven*



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

No obstante, el tiempo juega a nuestro favor para tomar una decisión. Recordemos que previo a la licitación de mañana (miércoles 15), el INDEC publicará la inflación para diciembre (hoy a las 16hs). Todas las miradas están puestas en la decisión que adopte el Banco Central tras este dato respecto al crawling peg y a la tasa de interés. **Si el dato de IPC es muy positivo (por debajo de 2,5%), y el BCRA aplica un recorte de tasas por arriba de los 300 puntos básicos, el tramo largo de la tasa fija podría tener recorrido.** Como referencia, la LECAP de julio (S31L5) rinde alrededor 30,25% (2,23% TEM), mientras que la de octubre (S31O5) se ubica cerca de 28,2% (2,1% TEM). En tanto, tomando el BOTE26 (TO26) como referencia larga, la nueva BONCAP al 30 de junio de 2026 posee un piso alrededor de 26,3% TEA o 1,96% TEM.

Instrumentos tasa fija a licitar: ¿el TO26 ya entra en la curva?

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Como observación final, la semana pasada escribimos en el [reporte anual](#) que ante la fuerte reducción del riesgo país (-146 puntos básicos desde el 2 de diciembre), pensábamos que el spread entre el tramo largo medio/largo CER y los bonos soberanos en dólares había quedado demasiado bajo. Tras la compresión de tasas largas CER de las últimas ruedas, y mirando el rendimiento del TZXM7 en el mercado secundario, **preferimos mantenernos aparte de este título en la licitación.**

¿Cómo podría venir la inflación de diciembre?

Hoy a las 16h el INDEC publicará la inflación de diciembre, uno de los datos más esperados en el último tiempo ya que **podría marcar el inicio de un nuevo ritmo de devaluación.** Recordamos que la semana pasada Milei declaró en una entrevista con el periodista Luis Majul que, si la inflación de diciembre rondaba el 2,5%, **el crawling peg se reduciría de 2% a 1% mensual.**

Como comentamos en nuestro informe de [Perspectivas 2025](#), recortar el *crawling peg* sería una maniobra estratégica tanto para **profundizar la desinflación al influir en los bienes no regulados** (ponderación de 64,3%) **como para devolverle mayor atractivo al spread tasa-crawl**, que es clave para que se sostenga el *carry trade* de importadores y exportadores y eso redunde en compras de reservas del BCRA. Recordamos que las declaraciones de Milei (tras el dato de octubre) y Caputo (tras el dato de noviembre), el mercado empezó a pasarlo a precios vía una fuerte compresión de tasas, especialmente en el tramo largo de la curva a tasa fija. Esto llevó el spread con el *crawl* a casi cero en la parte larga de la curva. Una reducción del *crawl* ampliaría el *spread* con la tasa de alrededor de 0,6/0,7 pp TEM a 1,6/1,7 pp en el tramo corto de la curva y lo reestablecería a 1,1/1,2 en el tramo largo. Es por ello que vemos **espacio para que haya un recorte de tasas.** Será clave ver si estos movimientos se dan a partir de hoy con la publicación del IPC o si el equipo económico espera a que pase la licitación de pesos de mañana.

Entonces, ¿cómo podría venir el dato? El REM espera que sea 2,7%, apenas por encima de la extrapolación del IPC de CABA a nivel nacional utilizando las variaciones de bienes y servicios que da 2,6%. Más allá de esto, no descartamos que la inflación nacional venga en línea con el 2,5% que mencionó Milei. **Si bien la inflación en GBA** (44,5% de la canasta) **podría acelerarse** como sugiere la extrapolación de CABA (de 2,6% en noviembre a 2,8%, usando las variaciones de bienes

y servicios y a 3% utilizando las variaciones de todas las categorías), **el resto de las regiones podría presionar a la baja el IPC**, tal como sucedió en noviembre.

Los Globales al compás del clima del exterior

La deuda soberana en dólares argentina cayó entre 0,1% y 0,5% en el inicio de la semana. De esta forma, su precio promedio ponderado por *outstanding* culminó en US\$70,22 (-0,2%) y la TNA promedio ponderada de la curva ascendió a la zona de 10,65%. Así las cosas, el riesgo país pasó de 580 a 589 puntos básicos (+9 puntos básicos).

Evolución de la TNA promedio ponderada de Globales



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La tendencia local se acopló a la de **los mercados de deuda riesgosa, que también tuvieron una performance a la baja: el ETF EMB descendió 0,2% por segunda rueda consecutiva.** Los mercados emergentes/frontera fueron golpeados a partir de que se conoció el sólido reporte de empleo del gigante americano. De esta manera, nuestros Globales se tomaron una pausa en el fuerte rally que exhibían. Cabe mencionar que la última performance bajista de la deuda en dólares argentina dista de la del viernes en magnitud, donde su precio promedio ponderado había caído 1,4%.

Más allá de los últimos días donde el clima no fue favorable para nuestros bonos, es crucial monitorear de cerca la evolución de nuestra deuda denominada en dólares y la estrategia de reinversión de cupones. Tal como desarrollamos en nuestro [Perspectivas PPI 2025: tiempo de consolidar el rumbo](#) (página 26), consideramos que, en un entorno de expectativas favorables, una parte importante de las reinversiones podría dirigirse hacia los tramos de mayor duración en la curva de rendimientos (ver el informe para mayor detalle).

¿Cómo quedaron las reservas netas y líquidas tras el pago del 09/01?

Ayer por la tarde el BCRA publicó los datos monetarios que nos permiten hacer una estimación más precisa acerca de las reservas netas y líquidas tras el pago de Globales y Bonares del 09/01. Al jueves pasado, las **reservas netas bajo la metodología FMI**, que es la medida más “ácida” de reservas y el método que sigue el BCRA para informar en su publicación mensual de “Reservas Internacionales/Liquidez en Moneda Extranjera”, **se encontraban en un estimado de -US\$9.528 millones.** Esto es un subproducto de reservas brutas por US\$30.904 millones y pasivos exigibles

a 12 meses vista por US\$40.432 millones. Esta última cifra contempla como pasivo de corto plazo los depósitos en dólares del Tesoro en el BCRA por US\$2.654 millones luego del pago de Globales y Bonares y los pagos de Bopreal por US\$2.077 millones a 12 meses vista.

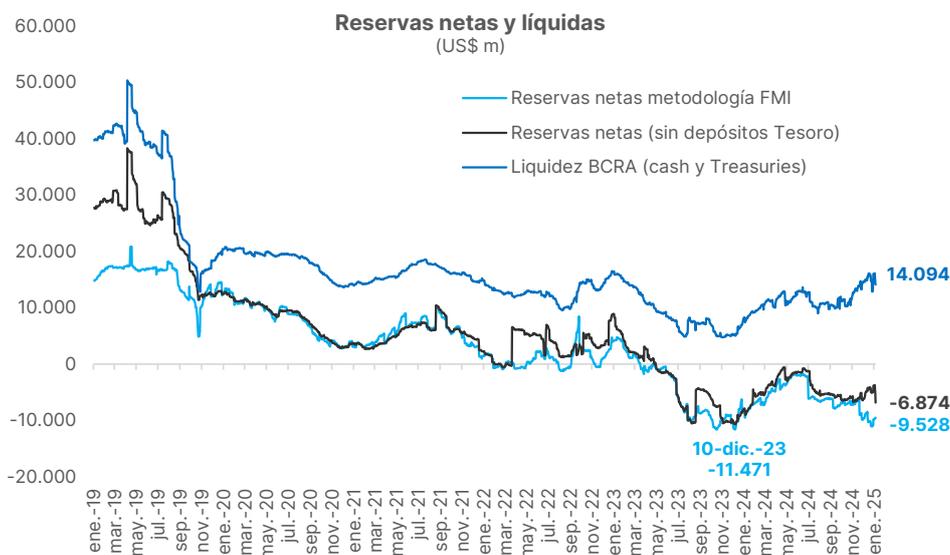
Reservas del BCRA

Activos (1)	30.904	Pasivos a 12 meses (2)	40.432
Valores (3)	3.241	Swap chino	17.672
Divisas y depósitos (US\$) (4)	10.853	Encajes	15.534
Oro	5.281	Instituciones financieras	0
Divisas y depósitos (Yuan)	11.490	Repo SEDESA	1.966
DEGs	42	Cheques en divisas	20
Otros	-2	Depósitos gobierno	2.654
		Otras obligaciones en US\$	30
		BOPREAL S1	48
		BOPREAL S2	1.000
		BOPREAL S3	1.010
		Resto	498
		Reservas netas (1) - (2)	-9.528
		Reservas netas + Depo. Gob.	-6.874
		Reservas líquidas (3) + (4)	14.094

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Esta medida de reservas netas mejoró desde -US\$9.689 millones el 07/01, lo que se explicó principalmente por las compras del BCRA por US\$371 millones entre el miércoles y jueves pasado. Es decir, **no se vieron afectadas por el pago de la deuda soberana justamente porque se considera como un pasivo de corto plazo los depósitos en dólares del Tesoro en el BCRA.** Precisamente, se deterioraron cuando el Tesoro compró las divisas para afrontar estas obligaciones. En cambio, **el pago sí impactó en las reservas netas que suman los depósitos en dólares del Tesoro en el BCRA.** Esta medida menos "ácida" pasó de un estimado de -US\$3.747 millones el 07/01 a -US\$6.874 millones 09/01.

La medida más "ácida" de netas no se vio afectada por el pago



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Por último, y no menos importante, **las reservas líquidas**, que son las que definen la capacidad de intervención del BCRA tanto en el MULC como en los dólares financieros, **cayeron US\$1.992 millones de US\$16.086 millones el 07/01 a US\$14.094 millones el 09/01**. La razón por la que no recortaron alrededor de US\$3.300 millones (pago que restaba hacer de la amortización de Globales y Bonares) fue que la suba de encajes de US\$1.185 millones entre el 07/01 y el 09/01 mitigó la caída de las reservas brutas. Esto último se debió principalmente a un salto en los depósitos del sector privado de US\$526 millones y del público de US\$321 millones el 09/01 producto del pago de la deuda soberana. Vale decir que esta medida de liquidez no incluye las compras del BCRA por US\$575 millones de las últimas tres ruedas.

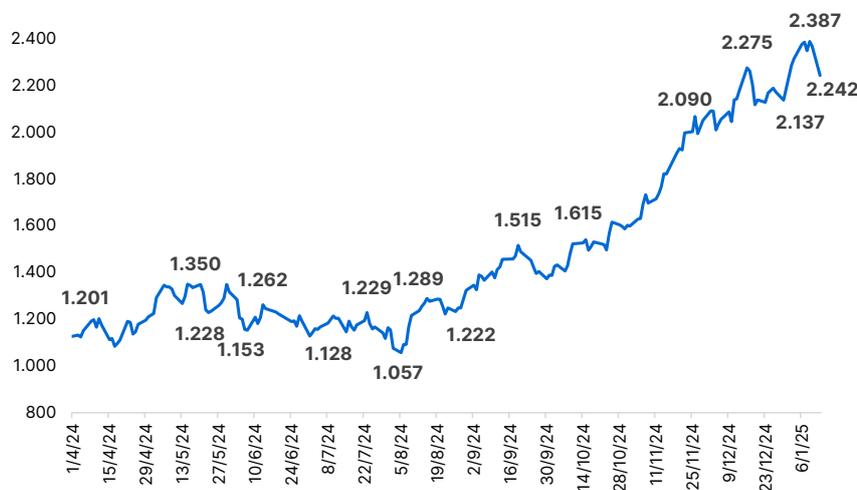
El Merval inició la semana con una fuerte corrección

Luego del impresionante rally de los últimos meses, nos desacostumbramos a ver los retrocesos a los que el Merval nos tenía acostumbrados. **Tras haberse mantenido en torno al último máximo de US\$2.387, ayer se desplomó 5,3% hasta US\$2.242**. Aun así, el comienzo del 2025 fue tan bueno para el índice que todavía se encuentra 4,9% por encima del nivel al que cerró el 2024 (US\$2.137).

Lógicamente, el panel líder de la bolsa local estuvo teñido de rojo, con todos los papeles en terreno negativo. **EDN (-9,4%)** encabezó las pérdidas, seguido de cerca por **COME (-9,3%)** y **LOMA (-8,2%)**. En el exterior, el clima también fue marcadamente negativo. Al igual que en la plaza local, el mayor retroceso estuvo en **EDN (-8,5%)**, seguido por **LOMA (-8,2%)** y se sumó **BBAR (-8,2%)**, pues COME no tiene un ADR cotizando en Wall Street.

¿Llegó la corrección al Merval? Es una pregunta que nos hicimos algunas veces a lo largo del rally de 2024. No obstante, el índice siempre redobló la apuesta y fue por más, sobrepasando sus propios máximos de 2018. Cabe destacar que hay diferencias considerables entre aquel máximo y el actual: el Merval pasó de tener 31 papeles a los 22 actuales, con una mayor ponderación del sector energético que puede ser uno de los grandes *drivers* durante el 2025. Además, si bien algunos ratios eran más holgados en aquel entonces, en la actualidad las perspectivas de crecimiento futuro son muy diferentes. De aquí en adelante, la selectividad será la clave para seguir surfeando la ola. Para un mayor detalle de la composición del Merval y nuestras acciones favoritas de cara al desafiante 2025, sugerimos ver [Perspectivas PPI 2025: "Tiempo de consolidar el rumbo"](#).

El Merval se desplomó 5,3%



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

¿Trump saca el pie del acelerador con su política comercial?

El equipo económico de Trump evalúa implementar los aranceles de manera progresiva, mes a mes. El objetivo de esta estrategia es dar margen a negociaciones, lo que sugiere que el presidente electo no avanzaría de manera agresiva con su política comercial proteccionista, sino que buscaría utilizarla como herramienta para alcanzar diferentes acuerdos. Por esta razón, el dólar (DXY) retrocede un 0,3% al inicio de la rueda. **Una de las opciones incluye un cronograma de aranceles escalonados que aumentarían entre un 2% y un 5% mensual**, amparándose en las facultades ejecutivas otorgadas por la Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional. Además, otra razón para avanzar en esta dirección está relacionada con la inflación, ya que buscarían evaluar cómo estos aranceles se trasladan gradualmente a los precios.

Por otro lado, **China evalúa un plan de contingencia para TikTok que implicaría la adquisición de su operación en Estados Unidos por parte de Elon Musk**. No obstante, las autoridades chinas prefieren que la aplicación permanezca bajo la propiedad de su matriz, ByteDance. La propia compañía apeló ante la Corte Suprema de los Estados Unidos la ley que obliga a vender su participación en el mercado estadounidense para evitar ser bloqueada de las tiendas de aplicaciones y servicios web del país norteamericano. Sin embargo, durante las audiencias del viernes pasado, los jueces dejaron entrever que probablemente respaldarán la ley. Por su parte, Trump intentó retrasar la prohibición —que entra en vigor el 19 de enero, un día antes de que asuma su mandato— para utilizarla como otro elemento en las negociaciones comerciales con el país asiático.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini

Strategy Team Leader
pmorini@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Damián Lucas Vlassich

Equity Analyst
dvllassich@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

www.portfoliopersonal.com

✉ consultas@portfoliopersonal.com

☎ 0800 345 7599

El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV. |