

11 de febrero de 2025

Daily Mercados

ppi

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

Licitación del Tesoro: nuestro view

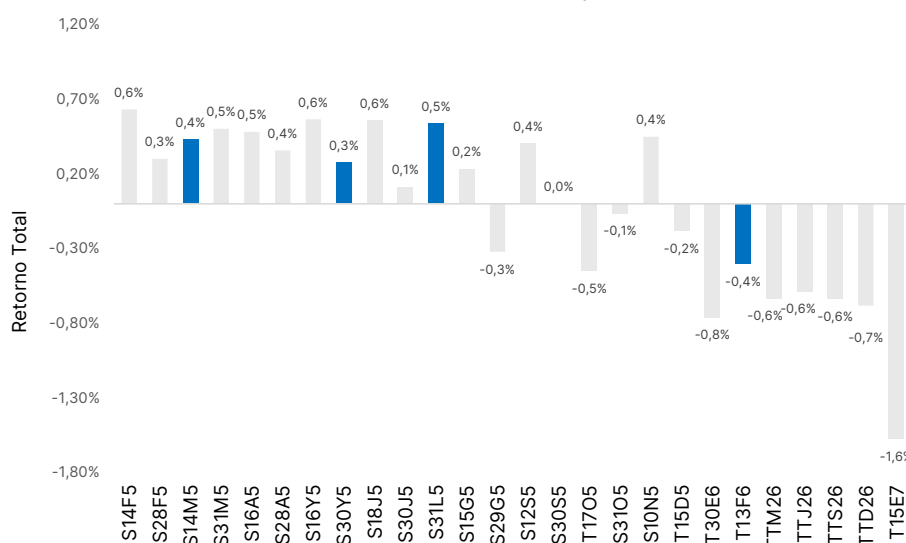
El MECON anunció las condiciones para la primera subasta de febrero, que se llevará a cabo el miércoles 12. En esta ocasión, vencen aproximadamente \$6,6 billones, correspondientes al pago de la LECAP al 14 de febrero (S14F5) y al remanente no canjeado del BONCER (T2X5). El menú de instrumentos incluye la reapertura de tres LECAPs con vencimientos el 14 de marzo (S14M5), el 30 de mayo (S30Y5) y el 31 de julio (S31L5). Asimismo, se reabrirá el BONCAP con vencimiento el 13 de febrero de 2026 (T13F6) y el BONCER cero cupón con vencimiento el 31 de marzo de 2027 (TZXM7). En cuanto a nuevas emisiones, se incorpora una LECAP con vencimiento el 28 de noviembre de 2025 (S28N5) y **el regreso de las LELINKs** (letras ajustadas al dólar linked) **con un nuevo instrumento que vencerá el 16 de enero de 2026** (D16E6). El menú puede verse en el comunicado [aquí](#).

¿Cuáles son nuestras primeras observaciones?

1.- El menú incluyó instrumentos en la ventana del perfil de pagos que había limpiado en el canje por las BONTAM (mayo/noviembre). A simple vista, la selección de la deuda elegible para el canje de enero no fue una pista gravitante. A pesar de que despejar los vencimientos entre mayo y noviembre (justo después de la fecha eventual de acuerdo con el FMI) era muy llamativo, el menú de esta licitación entierra cualquier especulación. La explicación más probable detrás de no incluir los títulos de febrero/marzo/abril en el canje de las BONTAM quizás se basó en no limitar la liquidez de los instrumentos de corto plazo.

2.- Evitó alargar *duration* en instrumentos tasa fija para no sobrecargar la curva. El abanico de alternativas no incluye ningún título tasa fija con vencimiento más allá de febrero de 2026. Vale resaltar que el tramo largo de la curva obtuvo un desempeño bastante pobre desde la última licitación. A modo de referencia, la BONCAP a enero 2027 (T15E7) está operando incluso tímidamente por debajo del precio de colocación ajustado. Recordemos que esta BONCAP se emitió a una TEM del 2,05% respecto al 2,08% que presenta en el mercado secundario. Desde nuestro punto de vista, el equipo de Finanzas espera suavizar el malestar del tramo largo al no reabrir ninguno de los instrumentos de esta parte de la curva. En el mercado secundario, los títulos que se reabren están rindiendo un rango de 2,20/2,27% TEM -curva muy aplanada-, a excepción de la letra más corta (S14M5) que se encuentra en torno a 2,4% TEM.

Debilidad en el tramo largo de la curva tasa fija desde la última licitación (retorno directo en \$ desde el 31/1/2025; en azul títulos a licitar)



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

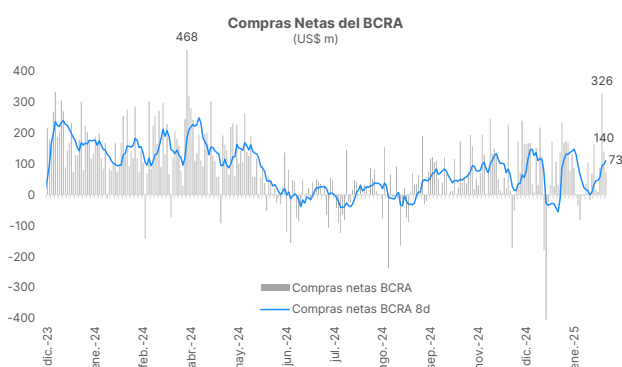
3.- ¿Doble o nada? Curiosa vuelta de las LELINK. Tras los dichos de Milei sobre la potencial normalización cambiaria, Finanzas vuelve a emitir un instrumento *dollar linked* con vencimiento el 16 de enero de 2026. Las referencias de tasa para esta clase de ajuste son muy pobres ante la falta de liquidez y el bajo *carry* que ofrecen estos instrumentos. A modo de ilustración, el TZV26 (30 de junio 2026) ayer operaba en devaluación + 6,9% y observamos algunas obligaciones negociables DL por encima de ese nivel en el rango entre 7,5% y 10%. Desde nuestro punto de vista, si asumimos un escenario sin brecha para enero 2026 (siguiendo las palabras del presidente), podría ser una herramienta interesante para algún jugador que no priorice ni la liquidez ni el *mark to market*. En otras palabras, una forma de jugar el *trade* de compresión de brecha.

4.- Otro canje para despejar vencimientos de corto plazo. Al igual que a fin de enero (en el T2X5), Finanzas presentó una conversión para reducir las necesidades de financiamiento de muy corto plazo. Esta vez se canjeará la LECAP con vencimiento al 31 de marzo 2025 (S31M5) por la LECAP al 10 de noviembre 2025 (S10N5). La LECAP elegible para la operación cuenta con un valor técnico de \$6,8 billones y estimamos que el 42% está en manos del sector público. De hecho, esta letra representa el 66,9% del pago total de marzo. Estaremos atentos a la publicación del precio de canje de la S31M5 que se publicará el día de la licitación previo a la apertura del mercado. En la última conversión, creemos que se otorgó un premio en la S10N5.

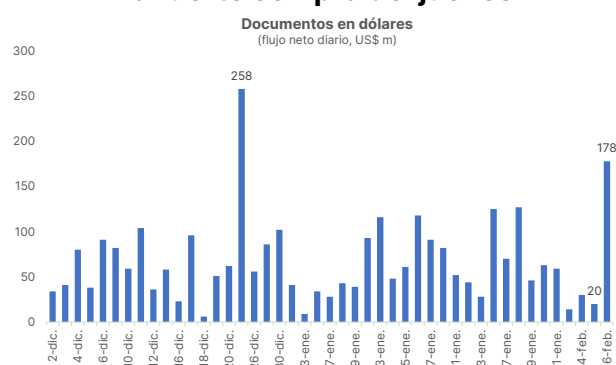
El BCRA extiende su racha compradora en el MULC

El **BCRA adquirió US\$73 millones ayer** en el mercado oficial de cambios. Así, hilvanó su octava jornada consecutiva de compras, en las que sumó un total de US\$883 millones (+US\$652 millones en febrero). Si bien el BCRA continúa adquiriendo divisas en el MULC, notamos que su ritmo de compras desaceleró respecto al jueves y viernes pasado, cuando se hizo con US\$326 millones y US\$140 millones, respectivamente. Recordamos que la buena performance del jueves fue producto de una aceleración de la oferta financiera. En este sentido, ayer el BCRA publicó que **los préstamos en dólares treparon US\$203 millones aquel día, de los cuales US\$178 millones fueron explicados por documentos** (préstamos que toman empresas). En tanto, la compra del viernes estuvo vinculada a una mayor oferta del agro, dado que la liquidación del sector escaló de US\$50 millones a US\$121 millones.

El BCRA compró US\$883 millones en las últimas ocho ruedas



El salto de los préstamos en dólares explicó la fuerte compra del jueves

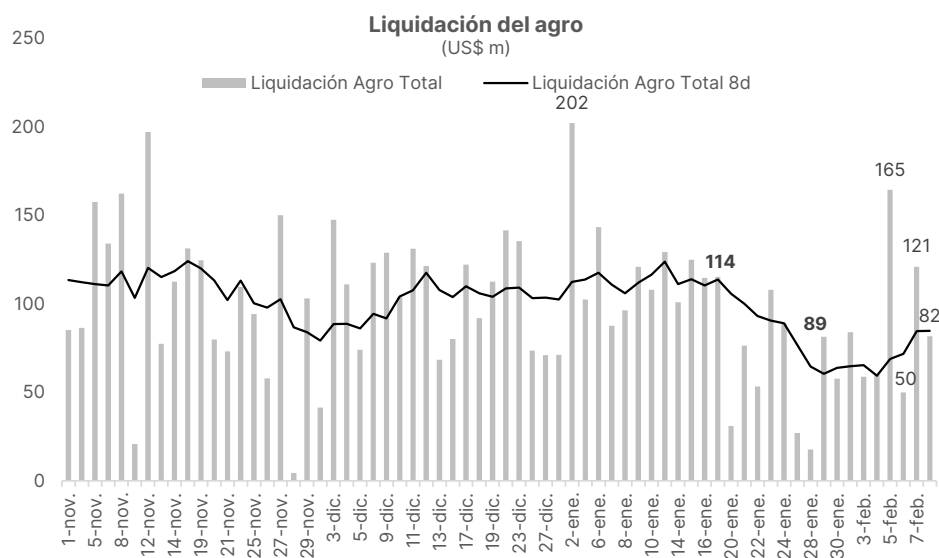


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Retomando la última rueda, notamos que el volumen operado en MAE T+1, que es el plazo en el que opera el BCRA, desaceleró de US\$352 millones el jueves y US\$194 millones el viernes a US\$157 millones ayer. Detrás de esta merma en el volumen, **hubo una menor liquidación del agro. Recortó de US\$121 a US\$82 millones**, pero al menos sigue por encima de la media de US\$55

millones de las primeras siete ruedas tras implementarse la baja de retenciones. Como venimos mencionando en los últimos informes, consideramos que la liquidación del agro no termina de levantar por la reducción del plazo de liquidación de 365 a 15 días para beneficiarse de las menores alícuotas. Esto evita que los exportadores puedan liquidar por adelantado la cosecha gruesa. No obstante, la suba de los precios en el mercado interno incentiva a los productores a vender lo acopiado de la campaña previa, lo que hace que los exportadores tengan más stock para liquidar.

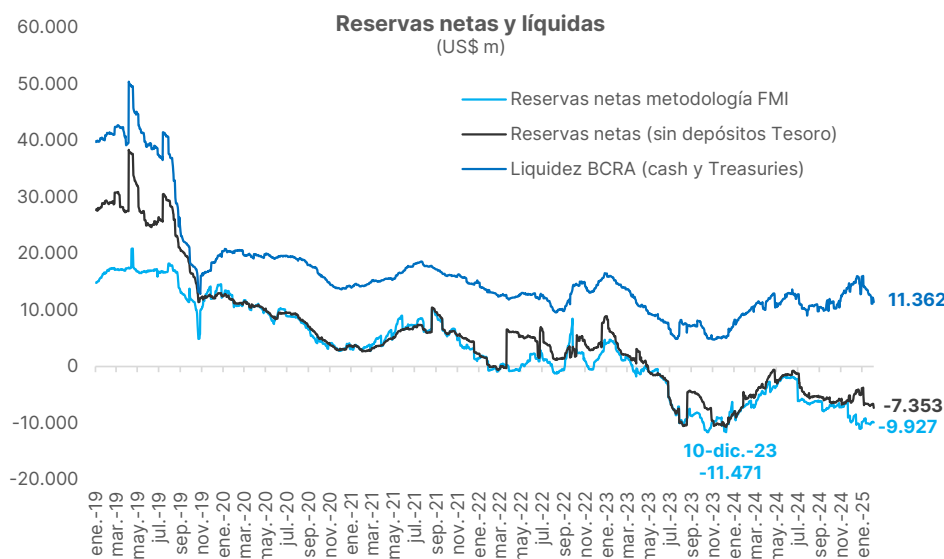
La liquidación del agro desaceleró tras el buen dato del viernes



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

Pese a las fuertes compras, la posición de reservas netas pasó de -US\$9.887 millones a fines de enero a -US\$9.927 millones al 06/02 (última información disponible). No obstante, este número **no contempla las compras del BCRA por US\$539 millones de las últimas tres ruedas (impactan T+1 en reservas), por lo que las netas podrían haber mejorado en lo que va de febrero.** Aclaramos que aquí los depósitos del Tesoro en dólares en el BCRA se consideran como un pasivo de corto plazo al igual que los pagos de BOPREAL a 12 meses vista. En consecuencia, el pago de intereses al FMI por alrededor de US\$610 millones el 06/02 no impactó en nuestra métrica de reservas netas. El Tesoro ya tenía depositados los dólares para afrontar este compromiso, por lo que ya se encontraba deducido como un pasivo de corto plazo. En cambio, sí afectó nuestra medida de reservas líquidas. Por esta razón, la liquidez del BCRA cayó de US\$11.941 millones el 05/02 a US\$11.362 millones el 06/02 (día del pago al FMI), aunque mejora desde US\$11.096 millones a fin de enero.

¿Cómo quedaron las reservas netas y líquidas post pago al FMI?



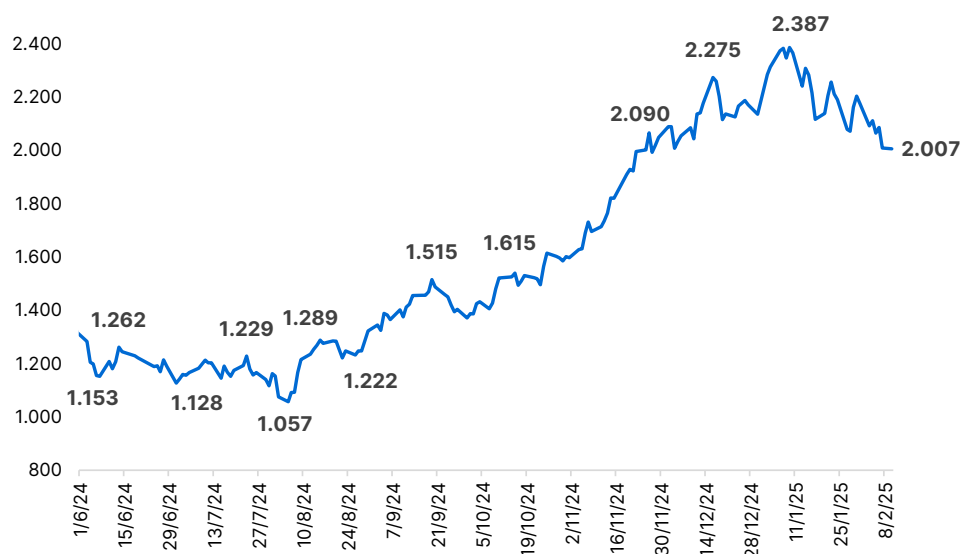
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El Merval moderó las pérdidas

El principal índice de acciones retrocedió 0,2% hasta US\$2.007, manteniéndose por encima de los US\$2.000, en un contexto marcado por un fuerte recorte desde su último máximo (US\$2.387 el 9 de enero). El mérito de la rueda fue del CCL que, al retroceder 0,9%, contuvo las pérdidas de un índice que en pesos cayó 1,0%. No obstante, debemos mencionar que la magra performance del Merval se produjo en lo que fue una buena rueda para la renta variable de países emergentes (ETF EEM: +1,2%; ETF EWW: +0,2% y ETF EWW: +1,4%), mostrando que el índice local mantiene cierta dinámica propia.

En este contexto, la mayor parte de los papeles que componen el panel líder del Merval cerraron a la baja. Los rojos fueron encabezados por **TRAN (-3,5%)**, **COME (-3,2%)** y **PAMP (-3,0%)**. Del otro lado, **ALUA (+5,2%)**, **EDN (+2,0%)**, **TXAR (+0,9%)** y **BYMA (+0,3%)** fueron las únicas que terminaron en terreno positivo. Lo de ALUA y TXAR resulta llamativo, ya que podríamos esperar que sus precios se vean afectados luego del anuncio de la intención de imponer tarifas adicionales a la importación de acero y aluminio por parte de Estados Unidos. Más aún cuando ALUA exporta a EEUU (representa en conjunto con México aproximadamente el 60% de sus exportaciones totales) y TXAR tiene una participación importante en Ternium México, la cual también envía parte su producción al mencionado país norteamericano. Por su parte, en el exterior, los ADRs argentinos registraron variaciones mixtas. El podio ganador estuvo conformado por **EDN (+2,6%)**, **BIOX (+2,5%)** y **MELI (+2,1%)**, en cambio, **BBAR (-1,5%)**, **SUPV (-1,1%)** y **CRESY (-1,0%)** fueron quienes registraron la peor performance de la rueda. Esta última presentó su balance del IIFQ25 luego del cierre del mercado. Para un breve pantallazo de sus principales números ver: "*Cresud (CRES) – El campo se mantiene optimista*".

El Merval moderó las pérdidas



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

Cresud (CRES) – El campo se mantiene optimista

En el segundo trimestre del ejercicio fiscal 2025 (2FQ25), Cresud totalizó ingresos por AR\$204.472 millones, lo que implicó una desaceleración del 7,3% respecto del mismo período del año pasado. Los costos, por su parte, registraron un incremento del 17,9% yoy explicados por mayores gastos de insumos, consignaciones y alquileres y servicios. Esto llevó a que el resultado bruto de la compañía se ubique en AR\$82.183 millones y refleje una caída del 33,8% interanual. No obstante, unos resultados financieros menos negativos (-AR\$9.941 en 2FQ25 vs -AR\$150.869 millones en 2FQ24) contribuyeron a que el resultado neto de Cresud finalice en positivo. De esta manera, **la compañía alcanzó una ganancia de AR\$13.790 millones en el período analizado y logró multiplicar casi por 5 veces el beneficio que había obtenido en el mismo trimestre de 2024 (AR\$2.511 millones).** Por último, consideramos relevante destacar los dichos de la propia empresa con relación a la campaña 2025, la cual se está desarrollando con una mayor superficie sembrada, buenas perspectivas climáticas, precios de commodities levemente al alza (especialmente en este último trimestre) y costos de insumos que fueron ajustándose en línea con la baja que experimentaron los precios el último año. En conjunto, los factores mencionados podrían contribuir a que se logren alcanzar mejores resultados en comparación con la campaña del año pasado. Adicionalmente, desde Cresud mostraron cierta preocupación por la falta de lluvias durante enero, y que, de mantenerse esta situación en febrero, podría impactar negativamente en los períodos críticos de los principales cultivos. Sin embargo, **se mantienen optimistas con la evolución de la campaña a futuro y el impacto positivo que generará el reciente anuncio del gobierno de la baja de retenciones a la soja, trigo, maíz y la eliminación para las economías regionales.** En nuestro próximo informe de resultados profundizaremos sobre los balances de CRES y otras compañías que iniciaron la temporada de *earnings* de la bolsa local.

Guerra comercial al rojo vivo: la Unión Europea también anunciará represalias

La Unión Europea (UE) no se quedará de brazos cruzados: prometió responder a los aranceles del 25% que anunció Trump sobre las importaciones de acero y aluminio. **Ursula von der Leyen, presidenta de la Comisión Europea, declaró que lamenta profundamente la decisión de Estados Unidos y que los aranceles injustificados sobre la UE no quedarán sin respuesta,** por lo que se tomarán represalias firmes y proporcionales.

Está claro que **el objetivo de Trump es fortalecer la producción nacional de acero y aluminio**. Sin embargo, esto ya lo intentó en 2018 y no fue todo un éxito. Haciendo memoria, en su primer mandato, impuso aranceles del 25% al acero y 10% al aluminio con el mismo propósito. Pese a las medidas proteccionistas, en 2024 la producción de acero fue 1% menor que en 2017, mientras que la de aluminio cayó casi 10%.

En este contexto, **ayer fue una buena jornada para el dólar y el oro**. El DXY avanzó 0,3% y la onza de oro al contado (XAU) trepó 1,6%. Por su parte, los índices bursátiles que ayer tuvieron una buena jornada hoy abren a la baja en el *pre-market*, a la espera del testimonio de Powell en su audiencia en Capitol Hill. En este evento, tanto demócratas como republicano, preguntarán sobre las recientes políticas de Trump. En cuanto a los números, ayer el Nasdaq, el S&P 500 y el Dow Jones subieron 1%, 0,7% y 0,4%, respectivamente; pero hoy bajan 0,4%, 0,3% y 0,2% en el *pre-market*.

Temporada de balances internacional 4Q24: “burbujeantes resultados de Coca-Cola”

Coca-Cola (KO)

Previo a la apertura de la rueda de hoy, el gigante de las “bebidas azucaradas” dio a conocer los resultados correspondientes al cuarto trimestre de su año fiscal. Tanto las ventas como los beneficios lograron superar sin problemas las estimaciones de los analistas. **Los ingresos totalizaron US\$11.540 millones y reflejaron una sorpresa de 8,1% sobre las proyecciones de mercado (US\$10.680 millones). Por su parte, el beneficio por acción hizo lo propio y también se ubicó por encima del consenso (US\$0,55 vs US\$0,52 estimado)**. De esta manera, y más parecido a lo que esperaríamos en una *big tech*, el resultado de Coca-Cola en el último trimestre del año fue de US\$2.200 millones y mostró un crecimiento interanual de 11,7% (vs US\$1.970 en 4Q23). La buena *performance* se explica en parte por los mayores precios de Coca-Cola, los cuales aumentaron 9% en el trimestre. A pesar de ello, la demanda se mantuvo sólida y convalidó los costos más altos, algo que, por ejemplo, no se observó en otras compañías del sector. Ampliando sobre este punto, el segmento de bebidas con gas (del que forma parte la Coca-Cola clásica) tuvo un incremento en los volúmenes vendidos del 2% interanual, donde destacó especialmente la Coca-Cola Zero cuyas cantidades treparon aproximadamente 13%. **De cara a 2025, la compañía de gaseosas favorita de Warren Buffet, prevé que los ingresos crezcan entre un 5% y un 6%. La empresa también estima que las ganancias por acción aumenten entre un 2% y un 3% interanual**, contemplando dentro de la proyección el impacto negativo de la apreciación del dólar y un ligero factor adverso por adquisiciones, desinversiones y cambios estructurales. **Las acciones de KO suben alrededor de 3% en el *pre-market*.**

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psibaserrate@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
dvlassich@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.