19 de marzo de 2025

Daily
Mercados

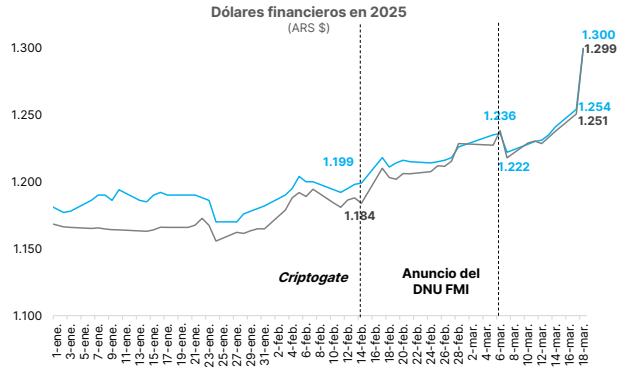
ppi

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

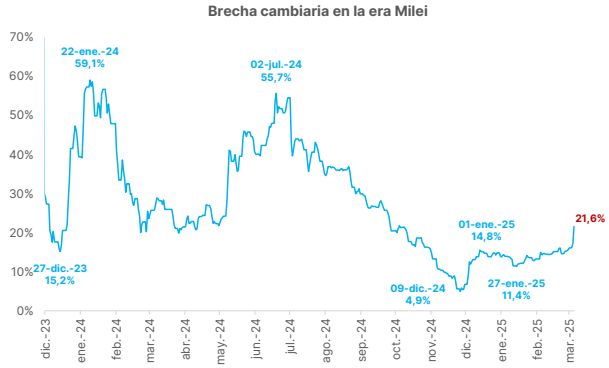
Se extiende la volatilidad en futuros y los dólares financieros

Ante la falta de definiciones acerca del nuevo programa con el FMI y dudas de si traerá aparejado una modificación en el esquema cambiario, **los dólares financieros profundizaron su alza**. Ayer fue una jornada de alta volatilidad en la que el **CCL trepó 3,7% de $1.254 a $1.300 y el MEP 3,9% de $1.251 a $1.299, las mayores subas diarias desde el 01/07**. Así, en apenas dos ruedas, saltaron 5% y 4,8%, respectivamente. Producto de este fuerte repunte, **la brecha cambiaria entre el CCL y el dólar oficial rebotó hasta 21,6%, el nivel más alto desde el 17/10** (21,8%). Esta ampliación de la brecha se dio en un contexto en el que, ***a priori*, no se habría advertido intervención significativa del BCRA en los dólares financieros**. Aún a pesar de que el volumen operado en GD30 y AL30 T+1 aumentó de US$69 millones en promedio en las siete jornadas anteriores a US$95 millones ayer. De todas maneras, la baja liquidación de los exportadores (el agro en el MULC desaceleró a US$58 millones desde US$99 millones el lunes) podría haber forzado al BCRA a reemplazar esa oferta "automática".

El CCL y el MEP extendieron su alza



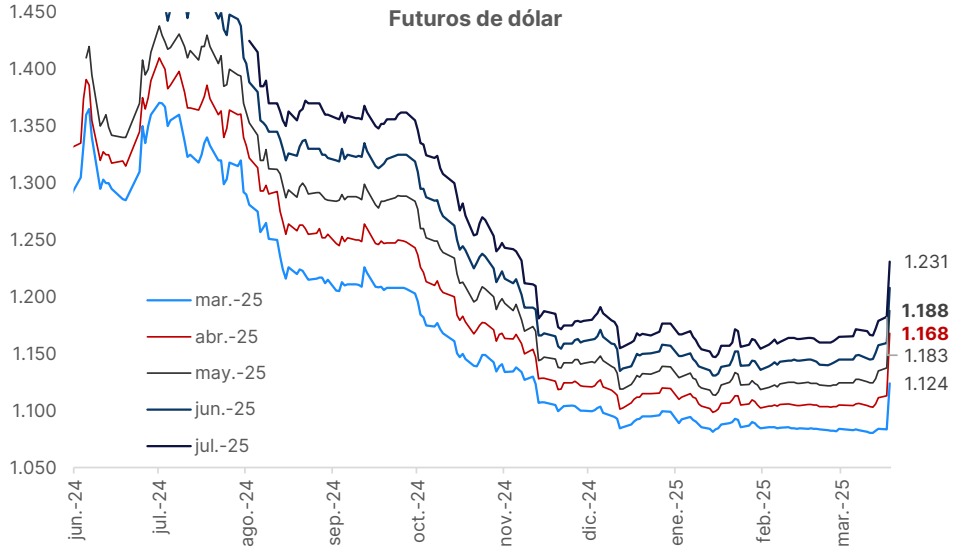
La brecha cambiaria superó el umbral de 20% por primera vez desde octubre



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

En este marco, **el mercado también optó por tomar cobertura cambiaria contra el dólar oficial. Los futuros de dólares se dispararon ayer** y extendieron las subas de los últimos días. En detalle, los tres primeros contratos, que son los que mayor volumen operado acaparan, saltaron 3,7% de $1.084 a $1.124 (marzo), 4,9% de $1.113 a $1.168 (abril) y 4,4% de $1.138 a $1.188 (mayo). Con estos fuertes avances, **el mercado está pagando un dólar a fines de marzo 5,1% por encima del cierre de ayer**, bastante por encima de la suba de 0,55% que debería presentar para que aumente 1% en el mes (+0,45% hasta ayer). Lo llamativo de este movimiento es que supone una modificación en el esquema cambiario en lo inmediato, sin considerar que el acuerdo recién llegaría en abril. Por su parte, el contrato de abril quedó 9,2% por arriba del cierre de ayer del dólar oficial y el de mayo 11,1%. Esto denota que el mercado comenzó a descontar la posibilidad de un salto discreto contenido del tipo de cambio, más que una aceleración del *crawling peg* bajo el marco del nuevo acuerdo.

Fuerte suba de los futuros de dólar

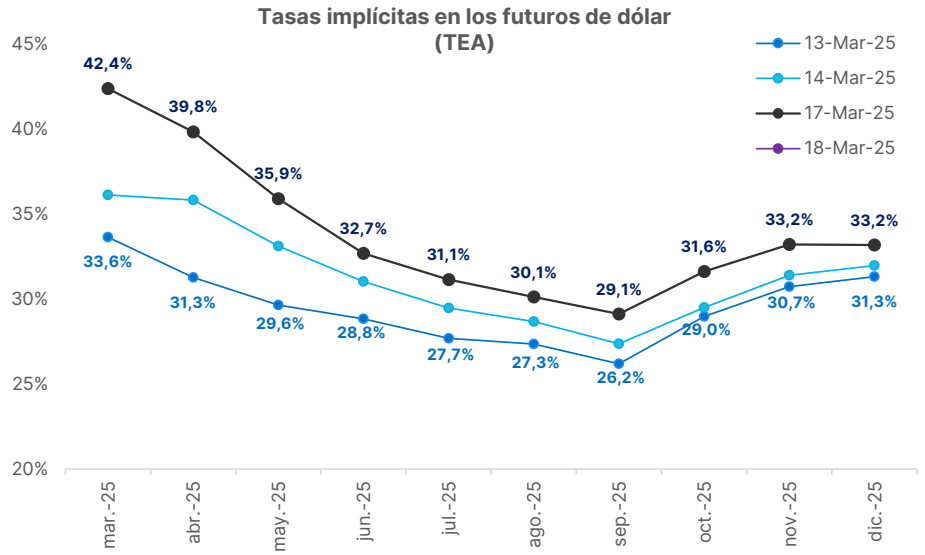


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Volviendo al *price action* de ayer en la curva de futuros, la posición de junio escaló 4,2% de $1.160 a $1.208, la de julio 4,1% de $1.183 a $1.231, la de agosto 3,8% de $1.204 a $1.250, la de septiembre 4,7% de $1.227 a $1.285, la de octubre 4,8% de $1.269 a $1.330 y la de noviembre 4% de $1.307 a $1.359. Cabe destacar que estas subas se dieron con un **salto significativo en el volumen operado en el mercado de futuros de dólar**. El volumen más que se duplicó desde US$543 millones el lunes a US$1.819 millones ayer, por lo que se ubicó apenas por debajo del récord del viernes de US$1.982 millones, el mayor volumen operado desde el ballotage de noviembre 2023 al excluir los cierres de mes.

Considerando estos repuntes, **las tasas implícitas en el tramo corto de la curva de futuros se dispararon de 42,4% TEA a 307,6% (marzo), de 39,8% a 111,9% (abril) y de 35,9% a 69,4% (mayo)**. En tanto, en el tramo medio, treparon del rango 29,1%/33,2% a 40,8%/53,5%, quedando muy por encima de las tasas en pesos. Para tener de referencia, las LECAPs y BONCAPs de abril a noviembre cerraron con TIR en torno a 36,9%/41,9%. Sin embargo, **esta mañana los futuros abren con fuertes bajas en los contratos**, a saber: marzo -2,58%, abril -1,97% y mayo -1,68%. Con estos retrocesos, las tasas implícitas quedarían en TEAs de 116,8%, 84,4% y 56,3%, respectivamente. **Habiendo quedado las tasas implícitas de los futuros muy por arriba de las tasas en pesos, hay incentivos para que se desarme la dinámica virtuosa que habíamos visto en los últimos meses en el MULC, la cual le había permitido al BCRA comprar una abultada suma de divisas**. Tanto los exportadores como los importadores tienen incentivos a desarmar su *carry* contra el oficial, lo que podría trabar la liquidación a la par que aumentaría la demanda de dólares habiéndose ya garantizado el acceso al MULC a los importadores. Desde la perspectiva de los flujos financieros, desaparecen los incentivos para la toma de préstamos en dólares y, en consecuencia, se tornan más atractivos los de pesos ante la incertidumbre de qué sucederá con el esquema cambiario. Es decir, **la cuenta financiera pasaría de ofrecer dólares en el MULC a demandarlos bajo este set de tasas**.

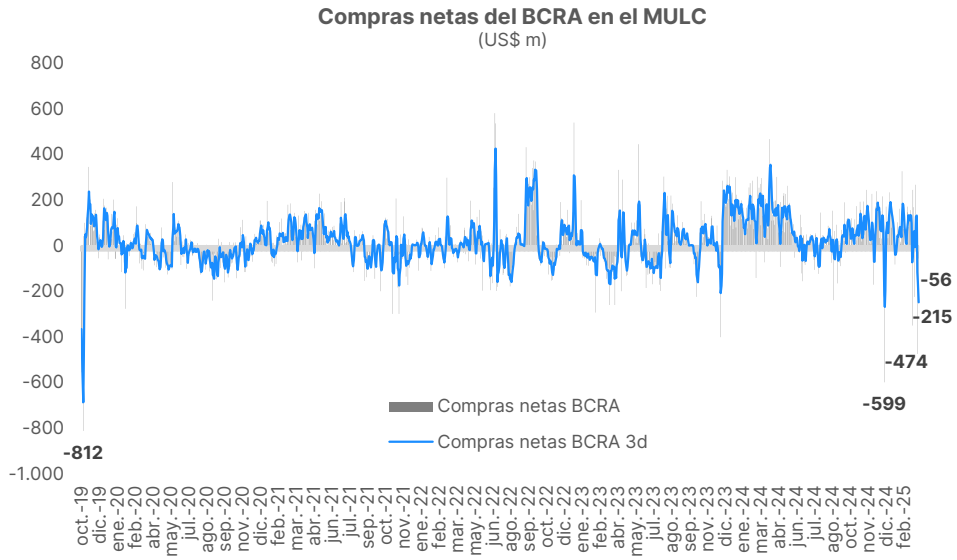
Las tasas implícitas de los futuros se volaron ayer



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

En este sentido, **ayer el BCRA vendió US$215 millones, por lo que se deshizo de US$745 millones en las últimas tres ruedas**, el mayor rojo para tres ruedas desde fines de diciembre. Cabe recordar que, en aquel entonces, se cumplió el plazo de 30 días para que accedan a las divisas aquellos importadores que esperado a la eliminación del pago por adelantado del impuesto PAÍS. Consideramos que **el BCRA podría extender su racha vendedora en el MULC hasta que las tasas en dólares (en pesos efectiva) y pesos vuelvan a alinearse, con la primera por debajo de la segunda**. Será clave ver si en los próximos días el Gobierno anuncia alguna medida para que esto suceda o si esclarece cómo será el esquema cambiario bajo el acuerdo con el FMI.

El BCRA vendió US$745 millones en los últimos tres días



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

La volatilidad local impactó en los activos argentinos

Mas allá del buen comienzo que la deuda *hard dollar* está teniendo en las primeras horas de la mañana (+1/+1,3%), los Globales cayeron ayer 1,3% y 2%. **Las especulaciones y rumores sobre**

el acuerdo con el FMI en torno a la falta de detalles en las negociaciones azotaron las cotizaciones de la deuda. Luis Caputo dijo que no está definido el monto del desembolso del nuevo programa con la entidad. Además de los detalles del acuerdo, **la incertidumbre en el frente cambiario local, con el CCL apuntando al alza casi 4% ayer** (ver: "*Se extiende la volatilidad en futuros y los dólares financieros*"), **contribuyó al sentimiento *bearish***. En este sentido, las dudas arrojadas sobre el futuro esquema cambiario incrementaron la búsqueda de cobertura, lo que elevó la volatilidad en el mercado argentino.

En paralelo, la imprevisibilidad sobre qué resultaría del dictamen en la Comisión Bicameral también colaboró al clima inestable que persistió en toda la jornada, ayer. Finalmente, **el oficialismo obtuvo el dictamen, por lo que hoy tratará en la Cámara Baja la validación del DNU sobre el acuerdo con el FMI** en el marco del nuevo programa de Facilidades Extendidas (EFF, por sus siglas en inglés). Estaremos atentos a la evolución de la sesión legislativa que se perfila a ser extensa. El oficialismo necesita al menos 129 diputados para garantizar el quórum y aprobar el DNU. Según los números del Gobierno podrían superarse las 130 bancas. Los votos están ajustados y nada está escrito en piedra. Si la Cámara de Diputados aprueba el DNU, quedará ratificado sin que la decisión del Senado tenga incidencia.

¿Qué impacto tuvo el clima local adverso en el universo de pesos? El apetito por cobertura cambiaria primó y los instrumentos soberanos *dollar linked* avanzaron entre 1,4% y 3,6% ayer. En la industria de fondos, pudimos observar un flujo positivo neto de $5.780 millones en DL. Si bien no resulta un monto llamativo, estaremos atentos a la evolución de estos flujos en las próximas ruedas.

Flujo diario neto en la industria de Fondos Comunes de Inversión

Flujo Diario (neto, en $M)

	Industria	T+0	RF T+0	RF CP	DL	CER	Otros
Feb-17	-616.552	-601.838	3.630	-12.571	-13.070	2.300	4.997
Feb-18	436.649	443.779	11.909	11.872	195	-21.679	-9.427
Feb-19	407.555	448.938	-3.729	6.683	-11.744	190	-32.785
Feb-20	-21.770	-57.418	-9.903	25.156	4.732	6.720	8.943
Feb-21	525.246	367.820	-10.266	35.068	-5.310	133	137.800
Feb-24	-216.631	-218.310	10.352	17.464	-4.462	-11.728	-9.948
Feb-25	379.929	449.113	-6.461	-22.824	-2.909	-16.868	-20.122
Feb-26	-149.933	94.549	-7.759	-57.747	-6.470	-12.556	-159.949
Feb-27	-114.960	-119.318	2.009	-74.197	-13.791	-22.981	113.317
Feb-28	92.248	128.404	-9.874	7.886	-10.636	5.101	-28.633
Mar-05	-552.616	-374.439	-18.556	-19.728	-5.428	-10.914	-123.551
Mar-06	80.475	163.944	2.623	-54.847	2.067	-20.311	-13.002
Mar-07	170.347	269.707	-13.549	-25.650	1.665	-19.905	-41.920
Mar-10	-851.721	-942.269	-14.421	-62.122	-571	-24.628	192.290
Mar-11	193.161	362.276	-14.783	-83.553	-13.592	-20.397	-36.790
Mar-12	-9.012	37.067	5.579	-36.588	-2.594	-38.436	25.959
Mar-13	104.051	159.576	2.633	-65.427	-1.705	-19.889	28.863
Mar-14	441.393	387.929	8.022	15.934	9.717	14.513	5.279
Mar-17	-462.398	-453.742	6.646	-17.784	-7.008	-4.232	13.721
Mar-18	310.266	331.392	5.361	-53.031	5.780	-10.087	30.852

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

Por otro lado, **los instrumentos en pesos se acoplaron a los activos en dólares y profundizaron los descensos**. Las LECAPs cayeron 1,3% promedio y las TEMs ya se ubican en la zona de

2,9%/3%. En tanto, los BONCAPs retrocedieron 2,6% promedio, mientras que las BONTAMs se desplomaron hasta 4,6% en el tramo más largo (3,9% promedio). Así, las TEMs finalizaron en la zona de 2,9% para las BONCAPs y de 2,7% en los BONTAMs.

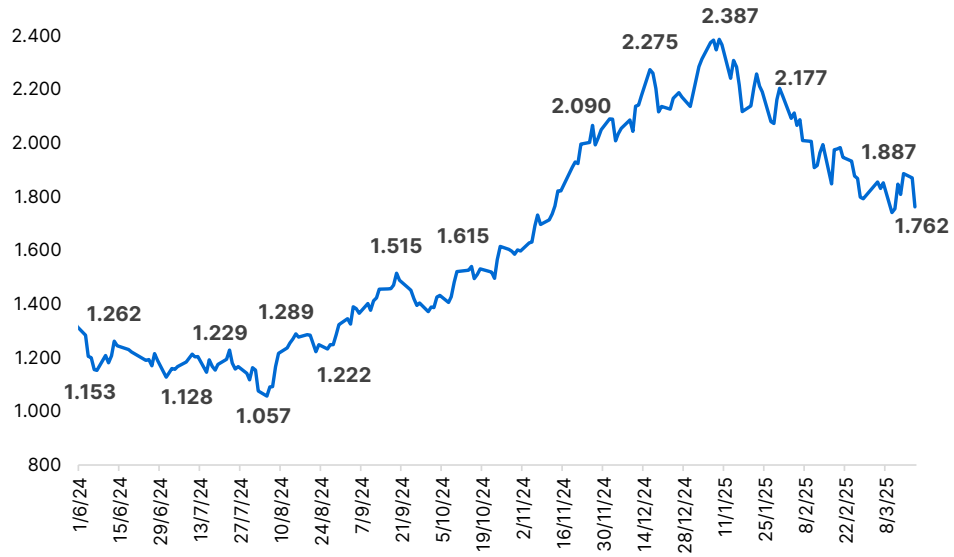
El Merval se desplomó

Esta vez fueron los factores locales. En las últimas ruedas, parte importante de la caída del Merval estuvo motivada por factores del exterior. La guerra comercial había despertado temores de una recesión en Estados Unidos lo que explicó en buena medida la volatilidad en los mercados durante el último mes. Sin embargo, **la fuerte baja de ayer del 5,8%, que llevó el índice hasta US$1.762, estuvo impulsada por factores idiosincráticos.** El mercado reaccionó frente a la incertidumbre por los cambios en materia cambiaria que podrían surgir a raíz del nuevo acuerdo con el FMI. Recordemos que el DNU tuvo dictamen en la comisión bicameral ayer, mientras que hoy se tratará en la Cámara Baja.

Si bien el panel líder del Merval de la bolsa de Buenos Aires se tiñó de rojo, las bajas se explicaron en una mayor proporción por la suba del dólar. De hecho, el índice retrocedió 2,5% en pesos y el tipo de cambio saltó 3,5% en la rueda, lo que llevó a profundizar la baja en moneda dura. En cuanto a los papeles, **METR (-5,7%), TGNO4 (-4,5%)** y **TRAN (-4,2%)** fueron los que sufrieron las caídas de mayor magnitud. Del otro lado, **ALUA (+3,9%), CRES (+0,4%)** y **TXAR (+0,3%)** fueron las únicas que cerraron en terreno positivo. Nuevamente, la primera y la última fueron las más resilientes en una jornada donde, como mencionamos, aumentó el tipo de cambio. Esto fue más evidente en ALUA que, en nuestra opinión, cuenta con mejores *fundamentals.* Para más detalles, consultar nuestro último informe de resultados.

Ahora bien, ¿qué pasó en el exterior? La rueda de los ADRs argentinos fue una sangría: todos terminaron en terreno negativo. En detalle, **BIOX (-8,6%), EDN (-8,1%)** y **TEO (-7,0%)**, fueron los más afectados. Del otro lado, entre los que mostraron caídas más moderadas encontramos a **GLOB (-0,2%), CAAP (-0,4%)** y **CRSY (-2,6%).**

El Merval se desplomó 5,8%



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

En cuanto a las noticias relevantes de la renta variable, no podemos dejar de mencionar el reciente anuncio que realizó **la consultora S&P, en el que informó nuevos cambios en los componentes**

del índice. Durante el 2024, habían incorporado a IRSA, primero, y Metrogas luego, en línea con la mayor actividad en el mercado de capitales local. Sin embargo, **esta vez se comunicó la salida de Mirgor, la cual será efectiva desde el próximo martes 25 de marzo.** MIRG es una compañía del sector industrial, uno de los menos favorecidos en el rally experimentado durante el 2024. Así, la acción seguirá cotizando, pero pasará a formar parte del panel general.

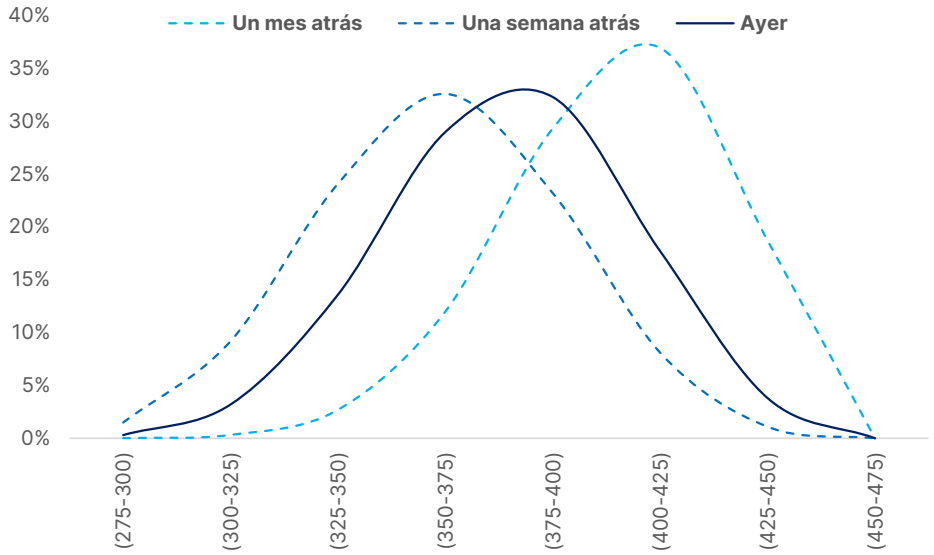
De Ucrania a la Fed: recorrido por los mercados internacionales

Ayer, durante más de 90 minutos, **Trump y Putin hablaron sobre la guerra en Ucrania. Aunque acordaron una tregua limitada a "infraestructura y energía", no lograron pactar un alto el fuego de 30 días.** Tras el llamado, Trump dio una entrevista en Fox News en la que advirtió sobre una mayor cercanía entre China y Rusia. **El presidente puso en tela de juicio la relación bilateral entre Moscú y Pekín al decir que "no es natural"**, mientras que el secretario de Estado, Marco Rubio, afirmó que Rusia se está convirtiendo en un "socio menor permanente" de China.

En paralelo, **el foco del mercado estará en la reunión de política monetaria de la Reserva Federal, que comenzó ayer y concluye hoy a las 15:00 (hora de Argentina).** El mercado prácticamente da por hecho que el organismo mantendrá la tasa en su rango actual, del 4,25% al 4,5%. Las dudas están sobre las proyecciones del organismo y lo que pueda decir su presidente, Jerome Powell. Hace dos semanas, cuando un periodista le preguntó por la economía, Powell respondió que la veía bien. ¿Mantendrá su mensaje en un contexto en el que la Fed de Atlanta, con su enfoque basado en datos de alta frecuencia, ahora proyecta que la economía caerá un 2,1% trimestral anualizado en el 1Q25? A principios de febrero, esa misma estimación esperaba un crecimiento superior al 2%. A su vez, la Fed de Nueva York, con un enfoque más apoyado en modelos econométricos, redujo su previsión de 3,1% al 2,7%.

De esta forma, **la atención no estará solo en el *dot plot*, sino también en las proyecciones de actividad y mercado laboral.** En diciembre de 2024, la Fed estimaba que el PBI en términos reales crecería un 2,1% anual en 2025 y que la tasa de desempleo cerraría en 4,3%. En cuanto al nivel de la tasa para 2025, **el mercado está alineado con la última proyección de la Fed de dos recortes (50 pbs) en lo que resta del año.** Esto se refleja tanto en los futuros de renta fija como en la mediana de las proyecciones de los analistas encuestados por Bloomberg. Recordemos que, en la última reunión, Powell puso el foco en una inflación que parecía volver a mostrar cierta inercia, un mercado laboral sólido y una mayor incertidumbre generada por la política. Además, remarcó que los miembros del FOMC necesitaban tener claridad del plan económico antes de tomar decisiones. Por esta razón, tan solo un mes atrás, los futuros descontaban que el organismo recortaría la tasa de referencia apenas 25 pbs este año. Sin embargo, a medida que se dejaron entrever los efectos no de la política comercial en sí, sino de las simples amenazas como herramienta de negociación sobre las expectativas de los agentes económicos, el mercado llegó a descontar tres recortes (75 pbs) como escenario base para este año.

Probabilidad de recortes de tasa por parte de la Fed
(implícito en el mercado de renta fija)



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

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate
Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini
Strategy Team Leader
pmorini@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi
Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA
Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi
Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin
Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Melina Eidner
Economist
meidner@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass
Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Damián Lucas Vlassich
Equity Analyst
dvlassich@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola
Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans
Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera
Analyst
lherrera@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.