

28 de marzo de 2025

Daily Mercados

ppi

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

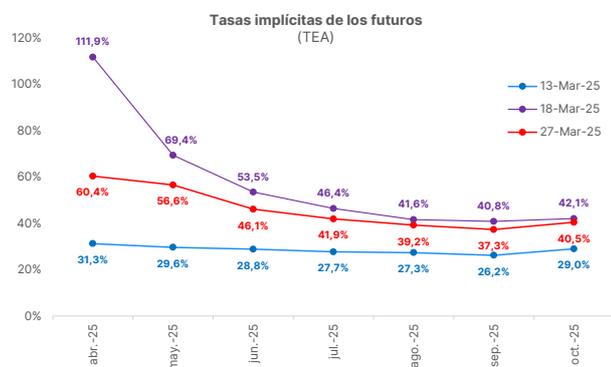
¿Cómo reaccionaron los activos al anuncio del acuerdo con el FMI?

Ayer fue un día plagado de novedades sobre el nuevo programa con el FMI. Como mencionamos en nuestro [último Daily](#), por la mañana Luis Caputo afirmó en una conferencia de prensa que **el nuevo acuerdo de facilidades extendidas con el FMI es por US\$20.000 millones**. Dado los vencimientos por US\$14.400 millones de aquí a abril 2029, el financiamiento neto estaría en torno a los US\$5.600 millones. Como era de esperarse, no se dieron precisiones acerca del cronograma de desembolsos. En paralelo, desde Washington, Julie Kozack, la portavoz del FMI, evitó dar cifras exactas, pero destacó que se tratará de **“un paquete financiero considerable”**, cuyo “tamaño será determinado en última instancia por el *Board*”. Adicionalmente, mencionó que los desembolsos “llegarán en tramos durante la vida del programa”, aunque las cuotas siguen en discusión y también deberán ser aprobadas por el directorio del organismo.

¿Cómo reaccionaron los activos argentinos a las noticias? Los Globales tuvieron una performance positiva que fue de mayor a menor. En este sentido, habían iniciado la mañana trepando hasta 0,9% producto de la confirmación del monto del programa con el FMI, pero, con el correr de las horas, terminaron con subas más moderadas. **El precio promedio por outstanding incrementó 0,2% a US\$66,54**. Cabe destacar que fue una mala jornada para los bonos de países emergentes/frontera, dado que el ETF EMB recortó 0,2%. Viendo en detalle la performance de ayer, el GD46 exhibió los mayores avances, al escalar 0,4%. Por detrás, se ubicó la parte corta de la curva con el GD29 y el GD30 aumentando 0,3% cada uno. El resto quedaron más relegados, con subas de apenas 0,1%.

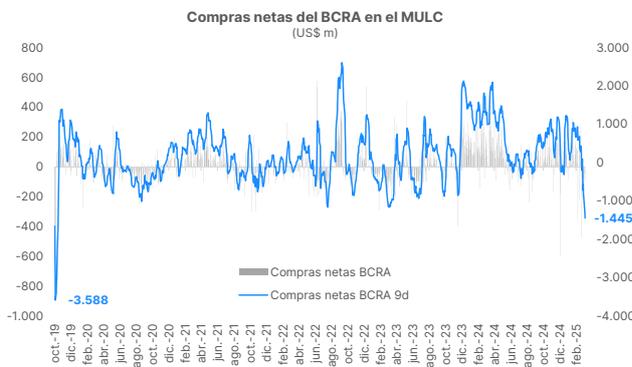
Por su parte, **los futuros de dólar habían arrancado a la baja tras las declaraciones de Caputo, extendiendo la caída del miércoles, pero revirtieron su performance durante la jornada**. La posición de abril, que había abierto 0,5% abajo, cerró sin cambios en \$1.121, mientras que la de mayo, que había arrancado 0,7% abajo, subió 0,2% a \$1.160. El único contrato que terminó en rojo fue el de junio, que cedió 0,2% a \$1.184, recortando la baja de 0,7% de inicio del día. Así las cosas, **las tasas implícitas de los futuros se ubican en 60,3% TEA (abril), 56,6% (mayo), 46,1% (junio) y 41,9% (julio), aún por encima de las tasas en pesos** al haber cerrado las LECAPs en torno a 37/39% TIR a los mismos plazos. Esto explica que el BCRA haya extendido su racha vendedora a nueve ruedas con la venta de ayer de US\$84 millones, por lo que se deshizo de US\$1.445 millones desde el 14/03.

Las tasas implícitas cortas permanecen por encima de las tasas en pesos



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

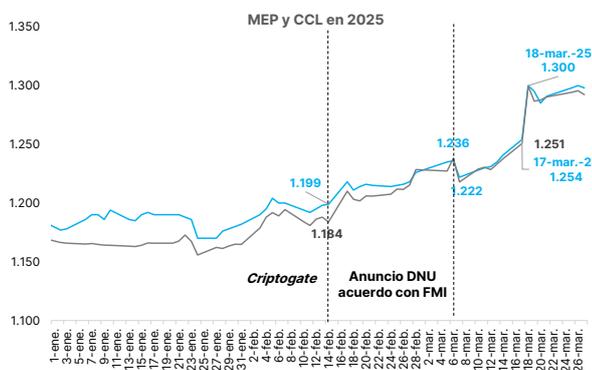
El BCRA vendió US\$1.445 millones en las últimas nueve ruedas



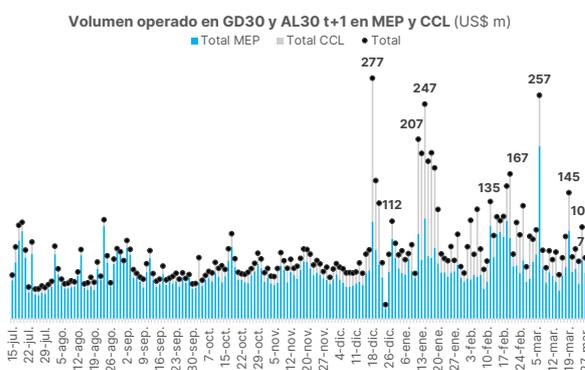
A contramano de los futuros, **el dólar MEP mermó 0,3% a \$1.292 y el CCL 0,2% a \$1.298 en una jornada en la que el volumen operado en GD30 y AL30 T+1 fue considerablemente menor**. Específicamente, disminuyó de US\$106 millones el miércoles a US\$70 millones ayer, lo que

indicaría *a priori* una menor presencia del BCRA en el mercado financiero. La liquidación del agro por US\$135 millones ayer desde US\$60 millones el miércoles habría resultado en una mayor liquidación por el mercado financiero vía el *blend* (20%). Con el recorte de ayer, la brecha cambiaria cedió de 21,3% a 21%, por lo que aún oscila en los niveles más altos desde octubre.

El CCL y el MEP recortaron tras las novedades del acuerdo con el FMI



El volumen en GD30 y AL30 t+1 cedió ayer

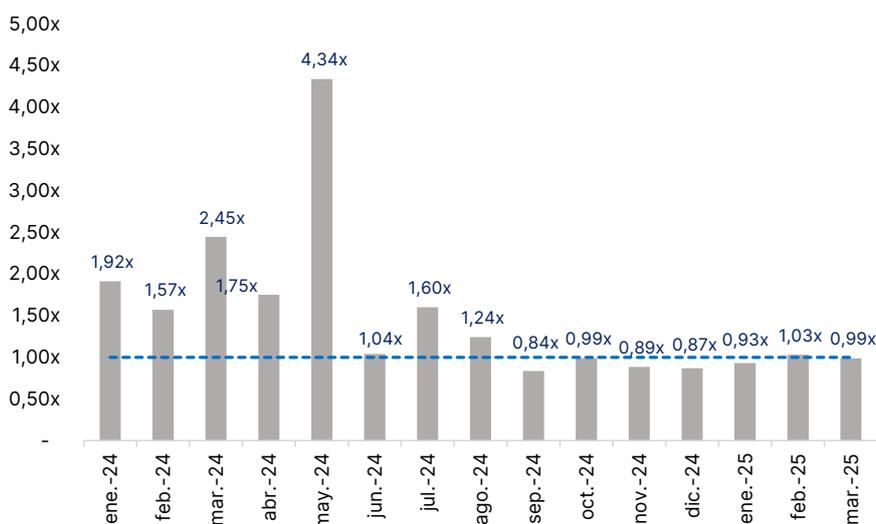


Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

Nuestro *view* sobre el resultado de la licitación del Tesoro

El MECON recibió ofertas por \$8,27 billones, de los cuales adjudicó \$6,28 billones, dejando fuera aproximadamente \$2 billones en posturas. En este contexto, el Tesoro logró financiar la totalidad de los vencimientos ayer (la tenencia del sector público se había canjeado), resultando en un *rollover* de 0,99x al cierre de marzo. **Cabe destacar que el mayor interés en la subasta se concentró en los instrumentos más cortos.** En particular, la LECAP S28A5, con vencimiento el 28 de abril de este año, representó el 42,3% del monto adjudicado, seguida por la S30Y5, con vencimiento el 30 de mayo, que captó el 33,6%.

Evolución del *rollover*



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

¿Cómo salieron las tasas de la licitación? En términos generales, los rendimientos se mantuvieron en línea con el mercado secundario. Las LECAPs adjudicadas se emitieron a TEMS de 2,79% para la S28A5, con vencimiento en abril, y de 2,80% para la S30Y5, con vencimiento en

mayo. Por su parte, la S31L5, con vencimiento en julio, también se emitió al 2,80% de TEM. En cuanto a los bonos CER, el TZXO5, con vencimiento en octubre, se adjudicó a CER +7,8% de TIR, mientras que el TZXM7, con vencimiento en marzo de 2027, obtuvo una TIR de CER +10,98%.

Por último, los instrumentos *dollar linked*, que solo representaron el 17,1% de la subasta, se emitieron a DL -1,98% el TZV25 (30 de junio de 2025) y a DL + 0% la LELINK (16 de enero de 2026). Estos rendimientos se ubicaron ligeramente por debajo de las referencias del mercado secundario. En este sentido, **esperábamos que el Tesoro ofreciera una tasa algo más elevada en este asset class**, especialmente en un contexto donde la demanda de cobertura cambiaría por parte del mercado fue mayor. Se puede ver el comunicado oficial [aquí](#).

Resultado de la última licitación de marzo

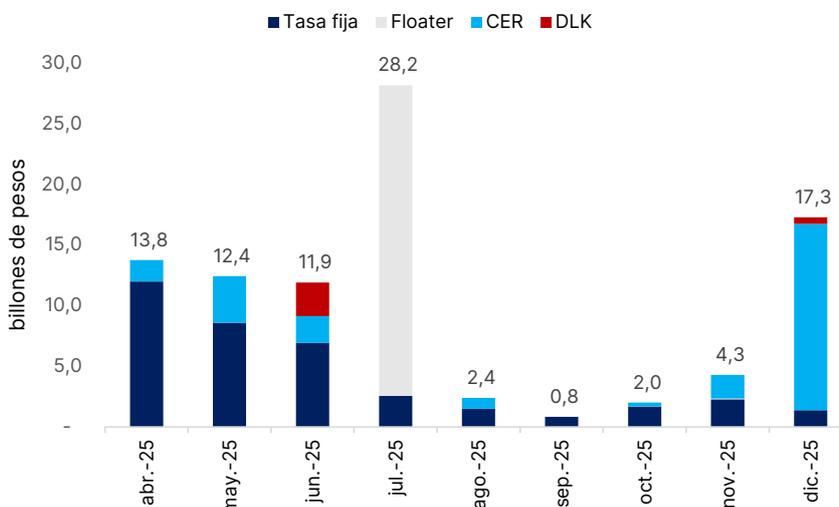
Instrumento	Fecha	Emitido (Mill.)	Valor Efectivo (P\$ Mill)	Tasa
LECAP (S28A5)	28/04/25	2.087.699	2.661.816	2,79% (2)
LECAP (S30Y5)	30/05/25	1.637.232	2.112.029	2,80% (2)
LECAP (S31L5)	31/07/25	148.490	196.437	2,80% (2)
BONCER (TZXO5)	31/10/25	94.477	102.980	7,83% (1)
BONCER (TZXM7)	31/03/27	82.497	101.389	10,98% (1)
BOLI (TZV25) (4)	30/06/25	830	894.017	-1,98% (3)
LELINK (D16E6) (4)	16/01/26	202	216.824	0% (3)
		Total Licitación (P\$ Mill.)	6.285.492	
		Vencimientos (P\$ Mill.)	6.258.618	
		Resultado (+/- AR\$ Mill.)	26.875	
		Rollover ratio x	1,00	

- (1) Spread sobre CER
- (2) Tasa efectiva mensual
- (3) Spread sobre Devaluación del Tipo de Cambio oficial.
- (4) Nominales en US\$

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

La próxima licitación se llevará a cabo el 14 de abril y vencen alrededor de \$6,5 billones. Las condiciones serán difundidas el 10 de abril según el cronograma oficial. Cabe mencionar que será la licitación menos desafiante del mes ya que en la siguiente subasta de abril (24 de abril) el Tesoro enfrentará pagos en pesos por aproximadamente \$7,3 billones (el total de los vencimientos del mes estimamos que alcanzan los \$13,8 billones).

Perfil de vencimientos de la deuda en pesos



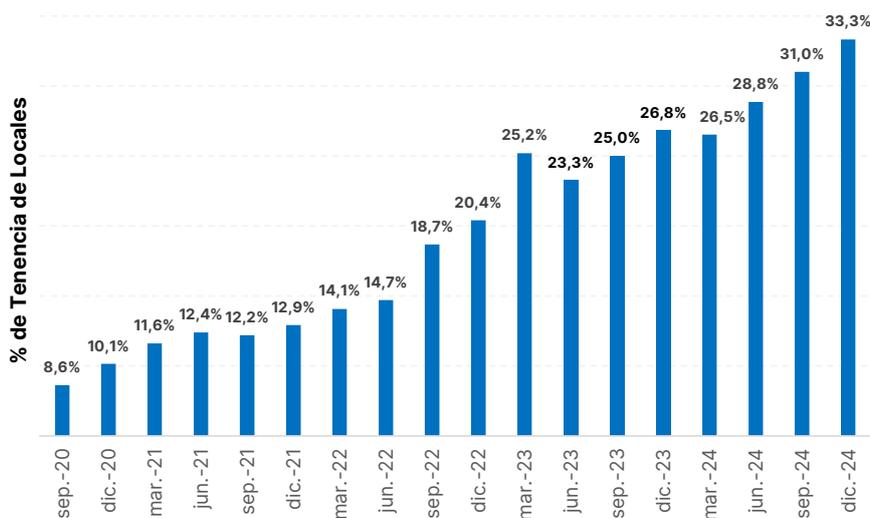
Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

¡Locales por todas partes! Análisis de las tenencias de bonos soberanos a fin de 2024

A diciembre de 2024, el 33,3% de la deuda bajo la Ley de Nueva York estaba en manos de residentes, lo cual representa un incremento considerable en comparación con el 8,6% registrado en septiembre de 2020 (justo después de la restructuración). Los flujos impulsados por el blanqueo incentivaron a los inversores locales a ampliar sus posiciones desde el 31% del tercer trimestre del año pasado. Sin embargo, **creemos que los residentes redujeron parcialmente esa participación** desde fines de 2024. Cabe recordar que los flujos derivados del blanqueo cesaron en enero y el “nuevo” *crawling peg* del 1% resultó ser un desafío para los balances de muchos actores locales, quienes mantenían bonos en moneda dura (perdiendo frente a su referencia en ARS) antes de la reciente turbulencia. Teniendo en cuenta que los inversores locales poseían el 83,9% de la deuda **bajo la Ley Local**, estimamos que **el 53,5% del total está en manos de residentes**, mientras que el 46,5% restante está en poder de inversores no residentes.

A simple vista, los inversores locales son más propensos a reinvertir los pagos en la misma curva. Sin embargo, es importante tener en cuenta que muchos de los actores corporativos adquirieron estos instrumentos como parte de una estrategia de cobertura durante 2022/2023. Con esto en mente, consideramos que la demanda *offshore* podría contrarrestar esta “posición técnica”, aunque no estamos seguros de cómo se desarrollará esta secuencia. Cabe destacar que el GD30 es el bono bajo Ley de Nueva York que muestra el mayor porcentaje de tenencia local (35,9%).

Tenedores locales de deuda soberana (hasta Q4 2024/ solo Ley NY)



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

El Merval volvió a retroceder este jueves

El principal índice de acciones argentinas no logró consolidar la tendencia alcista y volvió a caer. **Ayer recortó 1,1%, hasta ubicarse en US\$1.860 y acumula un retroceso del 1,4% en la semana, pero con ganancias del 3,8% en lo que va de marzo.** Cabe destacar que este jueves hubo viento de frente del exterior: el Nasdaq Composite, el S&P 500 y el Dow Jones cayeron 0,5%, 0,4% y 0,3%, respectivamente. No obstante, los emergentes tuvieron una mejor rueda, con el ETF EEM avanzando 0,5%, al tiempo que el EWZ y el EWW hicieron lo propio en 0,1% y 0,3%.

En este contexto, el panel líder del Merval terminó con la mayor parte de los papeles en rojo. Los más afectados fueron **SUPV (-4,1%), EDN (-3,7%) y BMA (-3,5%)**. Del otro lado, entre los verdes, **METR (+3,1%), BYMA (+2,9%) y CRES (+1,4%)** registraron las subas más importantes. En el

exterior, el ADR de **BIOX** tuvo una performance destacada al saltar **10,5%**, seguido más atrás por **CRESY (+1,9%)** y **MELI (+1,0%)**. No obstante, la mayoría de los papeles terminaron a la baja, con caídas de magnitud en **SUPV (-3,4%), BMA (-3,2%)** y **GGAL (-2,4%)**.

El Merval volvió a retroceder este jueves

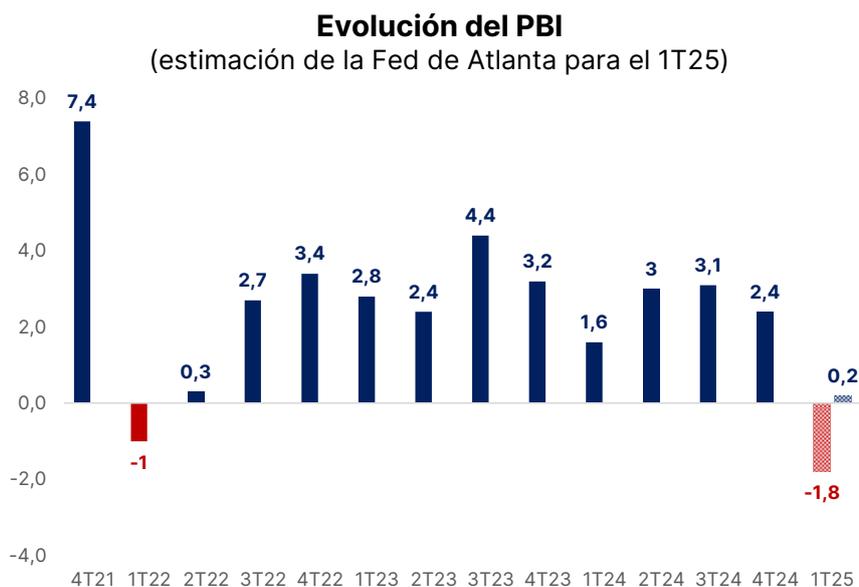


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Pocos días atrás mencionamos el interés que había mostrado **Tether Holdings**, la empresa emisora de la *stablecoin* de mayor *market cap* en el mundo cripto, en adquirir una porción mayoritaria de **Adcoagro**. **Realizarán una oferta por 49,6 millones de acciones a un precio de US\$12,41 dólares por acción para quedarse con hasta el 70% de la compañía**. Tether ya es dueña de un 19% de la compañía y para perfeccionar la operación quiere obtener al menos el 51% del total. **Así, la transacción podría superar los US\$600 millones**. El CEO de la compañía agropecuaria que opera en Argentina, Uruguay y Brasil, Mariano Bosch, mencionó estar muy entusiasmado con la transacción y que no venderá sus acciones, a menos que sea necesario para alcanzar el nivel mínimo del 51% exigido por la compradora y concretar la transacción. Otra compañía argentina con oferta pública en el exterior en la que el gigante cripto había mostrado interés es Bioceres (BIOX), pero en este caso aún no hay novedades.

Los riesgos de una recesión no se disipan

El miércoles que viene, Donald Trump hará su gran anuncio sobre los aranceles recíprocos y el mercado está atento. El impacto que puedan llegar a tener los aranceles sobre la actividad económica y la inflación es la principal preocupación. Por lo pronto, **ayer se conoció la tercera revisión del PBI del 4T24, que se ajustó de 2,3% a 2,4% trimestral anualizado**. En definitiva, la herencia que deja Biden. Mientras tanto, el *nowcast* de la Reserva Federal de Atlanta estima que la economía podría caer 1,8% trimestral anualizado en el 1T25. Aunque, si se utiliza su nuevo modelo —que excluye las importaciones y exportaciones de oro—, el resultado es un leve crecimiento del 0,2%. De igual manera, implicaría una evidente desaceleración respecto al año pasado.



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

Otra discusión es el impacto que pueda llegar a tener sobre la inflación. En general, los libros académicos, el mercado e incluso los miembros de la Fed coinciden en que habrá un efecto sobre los precios en el corto plazo. **La verdadera discusión pasa por si ese impacto será transitorio o no.** La semana pasada, **Powell intentó calmar las aguas en la conferencia de prensa posterior a la decisión de política monetaria al plantear que su escenario base es que el efecto podría ser transitorio.** Sin embargo, otros miembros de la Fed se mostraron más escépticos. **El presidente de la Fed de St. Louis, Alberto Musalem, afirmó el miércoles que sería cauteloso con asumir que el impacto de los aumentos arancelarios sobre la inflación será completamente transitorio.** Por su parte, el presidente de la Fed de Atlanta, Raphael Bostic, evitó pronunciarse: cuando le preguntaron sobre este tema, dijo que no iba a hacer comentarios al respecto.

En este sentido, hoy tuvimos novedades de la Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos (BEA, por sus siglas en inglés). En el informe, **el consumo en términos reales se ubicó por debajo de lo esperado, mientras que la inflación núcleo PCE —la favorita de la Fed— se aceleró y superó las estimaciones del mercado.** En concreto, el gasto personal real creció 0,1% en febrero, frente al 0,3% que proyectaba la mediana de los analistas de Bloomberg. Más allá de esto, mostró una recuperación respecto a enero, cuando había caído 0,6%. Por su parte, los ingresos personales avanzaron 0,8%, el doble de lo previsto, y se aceleraron frente al 0,7% registrado el mes anterior. En cuanto a la inflación, la núcleo pasó de 0,3% mensual en enero a 0,4% en febrero, por encima del 0,3% previsto. Así, la variación interanual subió de 2,7% a 2,8% (vs 2,7% esperado). En paralelo, la inflación general se mantuvo estable en 0,3% mensual, en línea con las proyecciones, y acumula una suba de 2,5% en los últimos doce meses, igualando tanto el dato anterior como las estimaciones.

Más allá del dato de inflación, el foco está puesto en la postura más defensiva que vienen adoptando los consumidores. A pesar del crecimiento en los ingresos nominales, se observa una preferencia por mantener una tasa de ahorro elevada. En otras palabras, ese mayor ingreso no se está trasladando plenamente al gasto. En este contexto, bajan los rendimientos de los Treasuries: la tasa a 10 años cae 5 pbs y la de 2 años, 2 pbs. Por su parte, los futuros de los principales índices bursátiles operan en terreno negativo. El Nasdaq, el S&P 500 y el Dow Jones retroceden 0,5%, 0,4% y 0,3%, respectivamente.

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. |