

11 de abril de 2025

# Daily Mercados

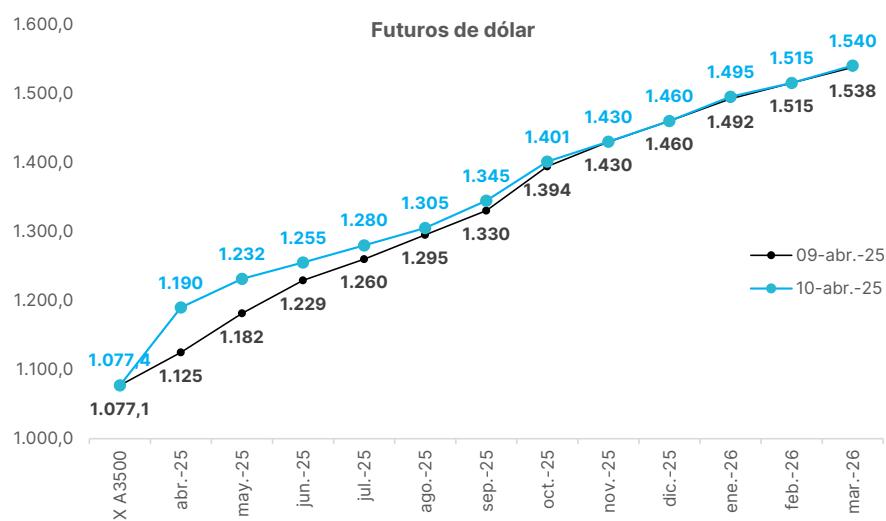
ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina  
0800 345 7599 | +5411 5252 7599  
[consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

### El mercado está expectante a la letra chica del programa con el FMI

El mercado descuenta que el nuevo acuerdo con el FMI, que lo aprobaría el *Board* esta tarde, traería **aparejado una pronta modificación al esquema cambiario**. Así lo demuestra las fuertes subas exhibidas ayer en el tramo corto de la curva de futuros de dólar. **El contrato de abril saltó 5,8% directo o \$65 a \$1.190, por lo que quedó 10,5% o \$112,6 por encima del valor actual del dólar oficial**. En tanto, el de mayo trepó 4,2% o \$50 a \$1.232, ubicándose 14,3% o \$154 por arriba del dólar oficial. Esto llevó a las tasas implícitas a ambos plazos a dispararse a 513,8% y 165,4% TEA cada una. Por su parte, el resto de la curva cerró mayormente al alza, pero presentó subas mucho más moderadas, excepto por los contratos de noviembre, diciembre y febrero que finalizaron sin cambios. En este sentido, la posición de junio escaló 2,1% y la de julio 1,6%, mientras que las restantes avanzaron entre 0,2% y 1,1%.

### Fuerte suba de los contratos de abril y mayo



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

**Sin novedades oficiales acerca de la letra chica del acuerdo, hoy esperamos que sea otra jornada de volatilidad con demanda por cobertura cambiaria contra el dólar oficial.** Ayer por la noche, Florencia Donovan publicó una [nueva nota en La Nación](#), en la cual mencionó que **la semana que viene llegaría el primer desembolso bajo el flamante programa del FMI por US\$12.000 millones** o 60% del monto total prestado. Como mencionamos en nuestro [Daily del miércoles](#), este monto sería bastante superior al típico desembolso inicial que suele hacer el Fondo en el rango 10/20% del total del programa. **Esto llevaría a las reservas netas a terreno levemente positivo desde un estimado de -US\$11.765 millones al 08/04**, considerando como pasivos de corto plazo los depósitos del Tesoro en el BCRA por US\$1.912 millones y obligaciones de BOPREAL por US\$2.661 millones pagaderos a doce meses vista. Según Donovan, para que esto ocurra, Argentina se **comprometería a eliminar el dólar blend** (80% de las exportaciones se liquidan por el dólar oficial y 20% por el financiero) **y a adoptar bandas de flotación para el tipo de cambio oficial**. En una nota anterior, la periodista había mencionado que se desconoce si el techo y piso de la banda se harán públicas.

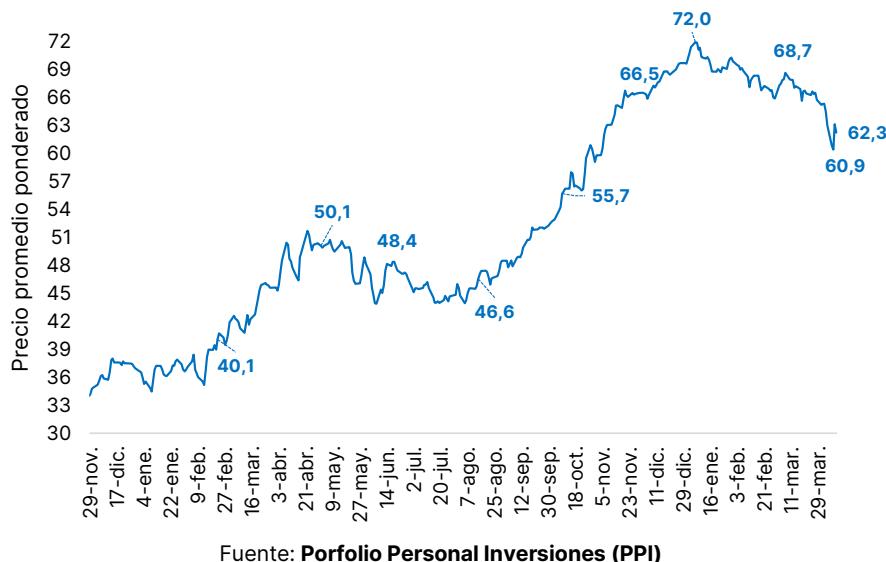
A las inquietudes que ya existían acerca de la letra chica del acuerdo, se le sumó un nuevo interrogante: **¿por qué Scott Bessent, el secretario del Tesoro de los Estados Unidos, viajará a la Argentina el próximo lunes sin una agenda clara?** Sin lugar a duda, el viaje es una gran noticia para el gobierno argentino en medio de un escenario internacional complejo, en el que los Estados Unidos está envuelto en una guerra comercial con China. Ante sorpresiva visita en un contexto

desafiante para la principal economía del mundo, **surgieron rumores acerca de la posibilidad de que Estados Unidos le otorgue una línea de financiamiento directo a la Argentina**. Si bien la última vez que se hizo uso del *Exchange Stabilization Fund* fue en 2002, cuando se le dio un préstamo a Uruguay, no sería raro ver que Argentina tenga un tratamiento especial. No sólo producto de la estrecha relación entre Trump y Milei, sino también por los intereses geopolíticos que tiene Estados Unidos en América Latina. Más aún considerando que Argentina tiene cierta influencia china por el swap de monedas vigente por 130.000 millones de yuanes o alrededor de US\$17.800 millones (pasivo del BCRA), de las cuales estimamos que conserva US\$11.600 millones sin utilizar en las reservas (activo del BCRA). Respecto a este tema, **ayer el BCRA anunció que renovó con el Banco Central de la República Popular de China el tramo activado por US\$5.000 millones por un plazo adicional de 12 meses** (junio 2026). Cabe recordar que había que comenzar a reducirlo gradualmente a partir de junio, lo que habría deteriorado las reservas del BCRA. La autoridad monetaria festejó la medida diciendo que le permitirá "reducir los riesgos en su transición hacia un régimen monetaria y cambiario consistente y sostenible, en un contexto internacional desafiante para los flujos de capitales externos".

### La renta fija en dólares no logró extender el impulso del miércoles

Tras el fuerte rebote del miércoles, **los Globales argentinos retrocedieron ayer hasta 2%**. Esto **movió su precio promedio ponderado por outstanding desde US\$63,2 hacia US\$62,3**. La corrección logró moderarse brevemente, tras conocerse la noticia de que Scott Bessent visitará Buenos Aires la próxima semana (ver "El mercado está expectante a la letra chica del programa con el FMI"). Sin embargo, los bonos retomaron el comportamiento general de los activos de riesgo. En línea con este movimiento, el ETF EMB —que reúne deuda de países emergentes y de frontera— también registró una caída de 2% en la jornada. Más allá del comportamiento previo de los Globales argentinos, en el cual el factor internacional influyó más que el local, será clave estar atento a las novedades sobre el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), que tendrán un correlato en las cotizaciones de nuestros activos.

### Evolución precio promedio ponderado de los Globales

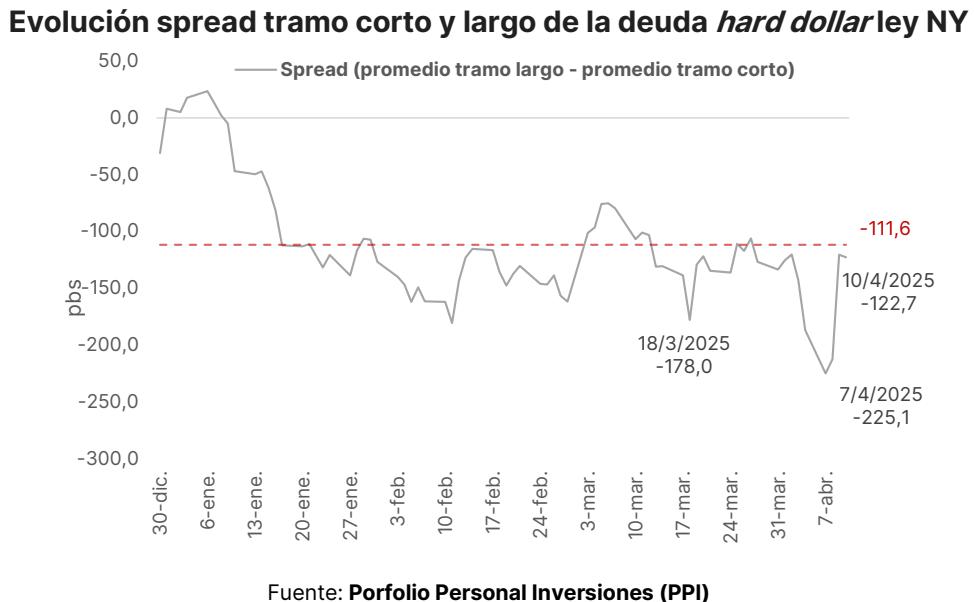


Fuente: **Porfolio Personal Inversiones (PPI)**

En un contexto marcado por la volatilidad de los mercados internacionales, surge la pregunta: **¿cómo se perfilan a cerrar la semana los Globales argentinos?** A un día de finalizar la segunda semana de abril, muestran un comportamiento mixto. Por un lado, los Globales de menor *duration*

—como el GD29 y el GD30— exhiben retornos positivos, con subas de entre 0,3% y 1,1%. Por otro lado, el tramo medio y largo de la curva exhibe caídas de entre 1,6% y 2,1%.

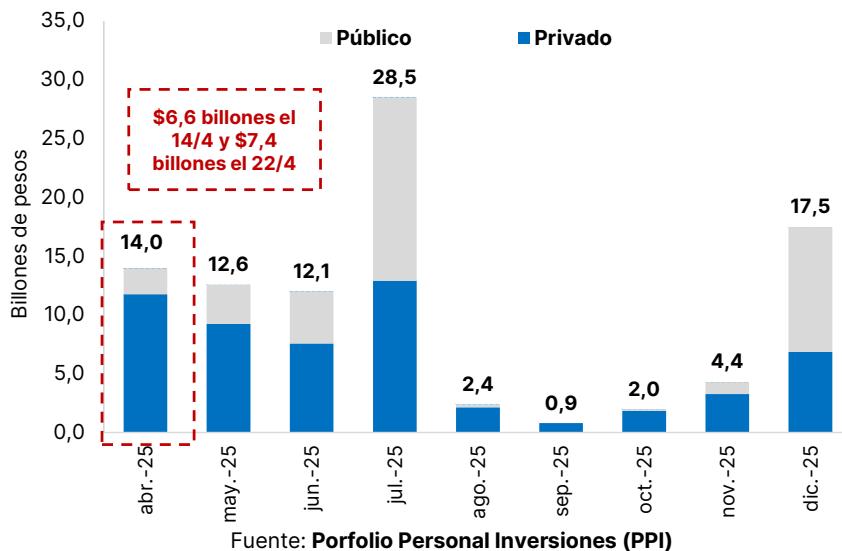
**Esta divergencia responde principalmente al efecto *duration*:** en escenarios de alta volatilidad y movimientos en las tasas, los bonos más largos sufren un mayor impacto debido a su mayor sensibilidad. En contraste, los títulos más cortos, con menor *duration*, logran absorber mejor esas fluctuaciones, actuando como una opción más defensiva. Esta dinámica también se refleja en la evolución del *spread* entre el tramo corto y largo de los Globales, el cual desciende en momentos de mayor volatilidad.



## Licitación del Tesoro: nuestro *view*

Ayer, el MECON dio a conocer las condiciones para la licitación que se realizará este lunes 14. En esta oportunidad, la entidad buscará afrontar vencimientos por \$6,6 billones. Como destacamos en oportunidades anteriores, **la particularidad de esta subasta es que se desarrollará en un clima influenciado por la creciente volatilidad internacional**. Si bien la deuda en pesos ya exhibía una debilidad significativa antes del *Liberation Day*, el contexto externo, que empujó a que las monedas emergentes/frontera se deprecian, no colaboró con las curvas en moneda local.

### Perfil de vencimiento de la deuda en pesos



Yendo a los pormenores, el menú comienza con la reapertura de instrumentos Dollar Linked con vencimientos al 30 de junio de 2025 (TZV25) y la LELINK que caduca el 16 de enero de 2026 (D16E6). Cabe resaltar que este *asset class* concentró gran parte de la demanda en las últimas ruedas, impulsado por la incertidumbre relativa al esquema cambiario, en un contexto internacional adverso (el CCL Senebi rebotó 3,4% en lo que va de abril). Desde nuestra perspectiva, **la inclusión de este tipo de instrumentos en la licitación apunta sumar instrumentos que mostraron alta demanda y disipar la incertidumbre en torno al tipo de cambio**. Estaremos atentos al nivel de demanda que reciba esta propuesta dentro del menú.

Por otro lado, el 14/04 también se licitarán reaperturas de LECPAs con vencimientos el 16 de mayo (S16Y5), 18 de junio (S18J5) y 31 de julio de 2025 (S31L5). Como hemos resaltado, el tramo largo de la curva de tasa fija fue el más golpeado en este contexto internacional, por lo que no nos llama la atención de que el menú se concentre en alternativas relativamente cortas. Es por ello que el Tesoro debería convalidar tasas muy elevadas. Además, el menú incluirá Boncer cero cupón con vencimiento el 31 de octubre de 2025 (TZXO5) y 2026 (TZXO6). Ambos instrumentos podrían resultar particularmente atractivos en el actual contexto inflacionario, en el que tanto el REM de marzo como el dato de IPC de CABA ajustaron al alza. De cualquier manera, **hoy tendremos un print definitivo con la publicación del IPC nacional del INDEC a las 16hs**.

Por último, **las únicas nuevas emisiones son de BONTAMs con fechas al 31 de julio de 2025 y 30 de abril de 2026**. Lo más llamativo es la corta *duration* del nuevo instrumento TAMAR con vencimiento este año. También haremos foco en las demandas alocadas para este instrumento ya que, no exhiben una buena performance en lo que va del mes.

#### El rebote duró poco

El Merval borró gran parte de la escalada. Recordemos que el índice accionario local venía de varias ruedas consecutivas con pérdidas considerables y, el miércoles, tras el anuncio de Trump en el que postergó parte de los aranceles, su cotización pegó un salto. **Sin embargo, lo bueno duró poco y, ayer, cayó 4,3% hasta US\$1.549**. Cabe destacar que esta tendencia estuvo alineada con los principales índices de Wall Street: el Nasdaq Composite se desplomó 4,3%, seguido por el S&P 500 y el Dow Jones, que retrocedieron 3,5% y 2,5%, respectivamente. Esta misma sintonía se mantuvo en emergentes, con el ETF EEM recortando 1,7%, el EWW 3,0% y el EWZ 2,1%.

En cuanto al panel líder en la bolsa de Buenos Aires, la mayoría de las acciones terminaron teñidas de rojo. Las más afectadas fueron **TGSU2 (-9,0%)**, **METR (-5,3%)** y **BMA (-5,2%)**. No obstante, las únicas que lograron mantenerse al margen de las pérdidas fueron **TXAR (+3,8%)**, **COME (3,5%)** y **TGNO4 (0,4%)**. En el exterior, el panorama fue similar. **VIST (-8,1%)**, **GLOB (-7,0%)** e **YPF (-6,8%)** resultaron las más golpeadas. Por otro lado, **TEO (+0,4%)** fue la única que terminó con variaciones positivas.



En este contexto de alta volatilidad, donde los activos de riesgo como los papeles argentinos sufrieron una fuerte sangría, surgen las oportunidades. **Dos empresas propusieron a sus respectivas asambleas de accionistas destinar fondos para la recompra de acciones propias**. No solo es una señal que puede contener las pérdidas, sino que resalta que aquellos con mayor conocimiento del negocio tienen instrumentos para adquirir acciones en caso de que consideren que el mercado está subvaluando la compañía. Por un lado, sujeto a la aprobación de los accionistas, **YPF** destinará \$34.205 millones para constituir una reserva para la compra de acciones propias, dando al directorio la posibilidad de adquirirlas cuando lo considere oportuno. Por otro, los accionistas de **Vista Energy** ya aprobaron destinar US\$50 millones para la recompra de acciones propias durante el ejercicio 2025.

Por último, en el plano de la deuda corporativa, en las últimas semanas resurgió el interés en el mercado de instrumentos que ajustan por el tipo de cambio oficial (*dollar linked*). Esto tiene sentido, ya que se desconoce si el acuerdo con el FMI incluye algún tipo de modificación en el esquema cambiario, por lo que los agentes buscan cobertura. La semana pasada, YPF emitió US\$204 millones en YMCWO al 4%, pero recibió ofertas por más de US\$300 millones. Por su parte, **ayer Pan American Energy salió a buscar hasta US\$200 con su nueva ON Clase 40 con vencimiento a 18 meses. Recibió ofertas por US\$317,1 millones, de las que tomó el monto total que buscaba, es decir, US\$200 millones, a una tasa del 2,0%**. Así, dos empresas del sector petrolero aprovecharon la incipiente demanda en este mercado para tomar nuevos fondos a un costo considerablemente bajo.

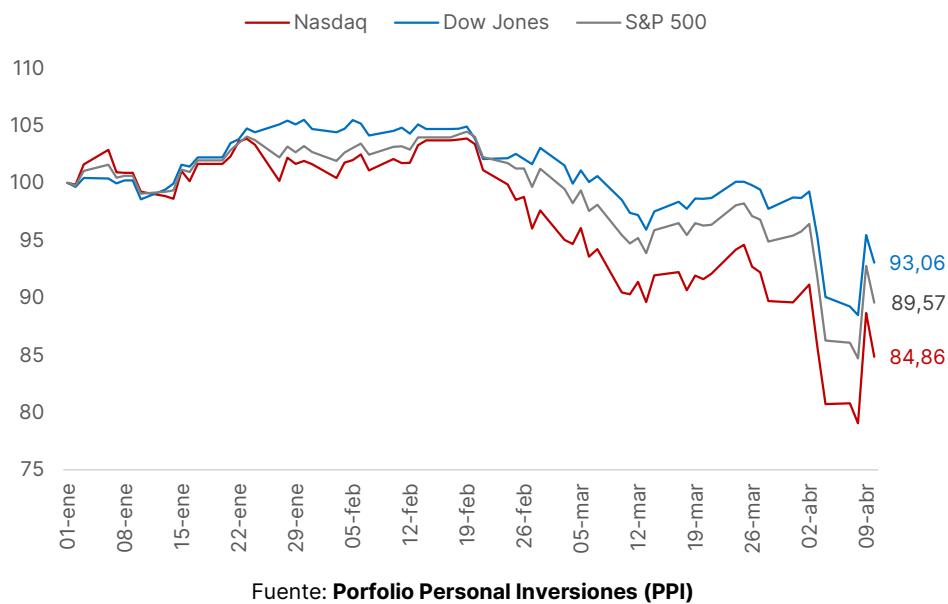
### La guerra comercial no tiene fin

La guerra comercial entre EE.UU. y China perdió sentido. Ayer, **China anunció que, a partir del 12 de abril, subirá los aranceles a todos los productos estadounidenses de 84% a 125%, luego de**

que Trump elevara los suyos a 145%. Quizás con algo de raciocinio, Beijing aclaró que no responderá a futuras represalias desde Washington, porque los porcentajes ya se volvieron irrisorios. Por otro lado, Trump avanza con su plan fiscal. La Cámara de Representantes aprobó por un margen muy ajustado (216-214) el presupuesto que habilita un recorte de impuestos de hasta US\$5,3 billones y un aumento del techo de deuda por US\$5 billones. A cambio, se prometen recortes de gasto por apenas US\$4 mil millones.

Lo bueno duró poco. **Tras la suba del miércoles, los principales índices de Wall Street volvieron a caer ayer.** El más golpeado fue el Nasdaq Composite, que se desplomó 4,3%. Detrás quedaron el S&P 500 (-3,5%) y el Dow Jones (-2,5%), también en rojo. En paralelo, el VIX —que mide la volatilidad de la renta variable— rebotó 21% y cerró en 41 puntos. En tanto, los rendimientos de los *Treasuries* terminaron con movimientos mixtos. La tasa a 10 años subió 8 puntos básicos hasta 4,41%, mientras que la de 2 años bajó 6 pbs y quedó en 3,84%. Así, el *spread* entre ambos tramos finalizó en 57 pbs. Por su parte, el dólar (DXY) volvió a ceder y cayó 1,9% hasta 101 puntos.

### Evolución de los principales índices bursátiles



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

**El clásico refugio en los *Treasuries* o en el dólar, habitual en épocas de crisis, no está apareciendo esta vez.** En parte, por la ofensiva que viene impulsando Trump. **En los últimos días, los rendimientos** —especialmente en la deuda de largo plazo— **se dispararon, mientras el dólar se debilitó.** Lo más llamativo no es solo el nivel de las tasas, sino el patrón de los movimientos: muchos inversores vendieron bonos a 10 y 30 años al mismo tiempo que liquidaban acciones, criptomonedas y otros activos de riesgo. También se dio lo inverso: los *Treasuries* subieron en paralelo con esos mismos activos el día que se anunció la pausa de 90 días en los aranceles. En otras palabras, los bonos del Tesoro están empezando a comportarse como si fueran activos riesgosos, algo que podría tener consecuencias profundas para el sistema financiero global. En el mercado circula una hipótesis —sin evidencia concreta— que sugiere que China estaría detrás del reciente salto en los rendimientos de largo plazo. **En el fondo, tanto el valor de los *Treasuries* como del dólar están influenciados por la credibilidad de EE.UU. como emisor. Esa percepción global sobre su manejo fiscal, monetario e institucional es lo que históricamente les dio respaldo. Pero tal vez, después de todo lo que viene pasando, el mundo podría estar empezando a dudar.**

**Comienza una nueva temporada de balances en medio de un turbulento contexto internacional****JP Morgan Chase (JPM)**

Esta mañana, antes del inicio de la rueda, **JP Morgan Chase (NYSE: JPM)** reportó los resultados del primer trimestre de 2025, que superaron ampliamente las expectativas del mercado. Estuvieron impulsados por un fuerte desempeño en el negocio de *trading* de renta variable, como así también por mayores ingresos en gestión de activos y banca de inversión. **Los ingresos totales ascendieron a US\$46.010 millones, por encima de los US\$44.110 millones estimados por el consenso de analistas, lo que representa un crecimiento del 8% interanual.** Por su parte, **la entidad informó una ganancia neta de US\$14.640 millones, lo que implica un incremento del 9% respecto al mismo período del año anterior.** Esto se traduce en un beneficio por acción de US\$5,07., cifra que incluye un aporte extraordinario de 16 centavos por acción vinculado a la adquisición del First Republic Bank.

A pesar de los resultados positivos, **el CEO de JPMorgan, Jamie Dimon, adoptó un tono cauto respecto al panorama económico. Si bien destacó la resiliencia del banco y su capacidad para generar valor en distintos entornos, advirtió sobre un contexto macroeconómico desafiante:** "La economía está atravesando una considerable turbulencia —incluyendo factores geopolíticos—, con potenciales aspectos positivos derivados de la reforma fiscal y la desregulación, pero también riesgos latentes como los aranceles, la guerra comercial, una inflación persistentemente elevada, alto déficit fiscal y niveles aún elevados de precios de activos y volatilidad", señaló. Dimon concluyó subrayando que, como es habitual, la firma se prepara para un amplio rango de escenarios ante un entorno que sigue siendo incierto. **Las acciones de la entidad registraban una suba cercana al 2% previo a la apertura del mercado,** lo que refleja el optimismo de los inversores frente a la solidez de los números presentados.

**Morgan Stanley (MS)**

Morgan Stanley (NYSE: MS) se sumó a las entidades financieras que presentaron los resultados del primer trimestre del año esta mañana. **Los ingresos totales ascendieron a US\$17.740 millones de dólares, un 17% más que en el mismo trimestre del año anterior, situación que marcó un récord histórico para la firma.** Esto fue motivado especialmente por un 45% de crecimiento en los ingresos de renta variable, los cuales totalizaron US\$4.130 millones en 1Q25 (US\$840 millones por encima de lo estimado por el consenso de analistas). El buen rendimiento del segmento fue posibilitado por un notable repunte en el negocio de *trading* sumado a que consiguió capitalizar una mayor actividad de sus clientes, especialmente en Asia, como así también una buena *performance* del segmento orientado a *hedge funds*. En otras líneas de negocio, los resultados se mantuvieron en línea con lo anticipado por el mercado. El área de renta fija reportó ingresos por US\$2.600 millones, con un crecimiento del 5% interanual y en línea con las estimaciones. Por su parte, el segmento de banca de inversión creció un 8% hasta alcanzar los US\$1.560 millones, apenas por debajo de los US\$1.610 millones esperados. **Las ganancias del período se ubicaron en US\$4.320 millones, equivalentes a un beneficio por acción de US\$2,60, frente a los US\$2,20 proyectados.**

Debemos recordar que, las acciones de Morgan Stanley han mostrado cierta volatilidad en los últimos días, en sintonía con el mercado en general, en medio de crecientes temores de recesión vinculados a la política comercial del presidente Donald Trump. Esto parecería mantenerse a pesar de la buena performance del trimestre, ya que **MS se encuentra cayendo aproximadamente 1,8% en el pre market.**

## NUESTRO EQUIPO

### **Pedro Siaba Serrate**

Head of Research & Strategy

[psiabaserrate@portfoliopersonal.com](mailto:psiabaserrate@portfoliopersonal.com)

### **Pedro Morini**

Strategy Team Leader

[pmorini@portfoliopersonal.com](mailto:pmorini@portfoliopersonal.com)

### **Emiliano Anselmi**

Chief Economist

[eanselmi@portfoliopersonal.com](mailto:eanselmi@portfoliopersonal.com)

### **Diego Ilan Méndez, CFA**

Corporate Credit Team Leader

[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Caldi**

Research Asset Management

[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@portfoliopersonal.com)

### **Natalia Denise Martín**

Analyst

[nmartin@portfoliopersonal.com](mailto:nmartin@portfoliopersonal.com)

### **Melina Eidner**

Economist

[meidner@portfoliopersonal.com](mailto:meidner@portfoliopersonal.com)

### **Gerardo Stvass**

Analyst

[gstvass@portfoliopersonal.com](mailto:gstvass@portfoliopersonal.com)

### **Damián Lucas Vlassich**

Equity Analyst

[dvlassich@portfoliopersonal.com](mailto:dvlassich@portfoliopersonal.com)

### **Martín Cordeviola**

Analyst

[mcordeviola@portfoliopersonal.com](mailto:mcordeviola@portfoliopersonal.com)

### **María Solana Cucher Fajans**

Economist

[mcucher@portfoliopersonal.com](mailto:mcucher@portfoliopersonal.com)

### **Lautaro Casasco Herrera**

Analyst

[lherrera@portfoliopersonal.com](mailto:lherrera@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Delaney**

Intern

[lodelaney@portfoliopersonal.com](mailto:lodelaney@portfoliopersonal.com)

[www.portfoliopersonal.com](http://www.portfoliopersonal.com)

✉ [consultas@portfoliopersonal.com](mailto: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. |