

15 de abril de 2025

Daily Mercados

ppi

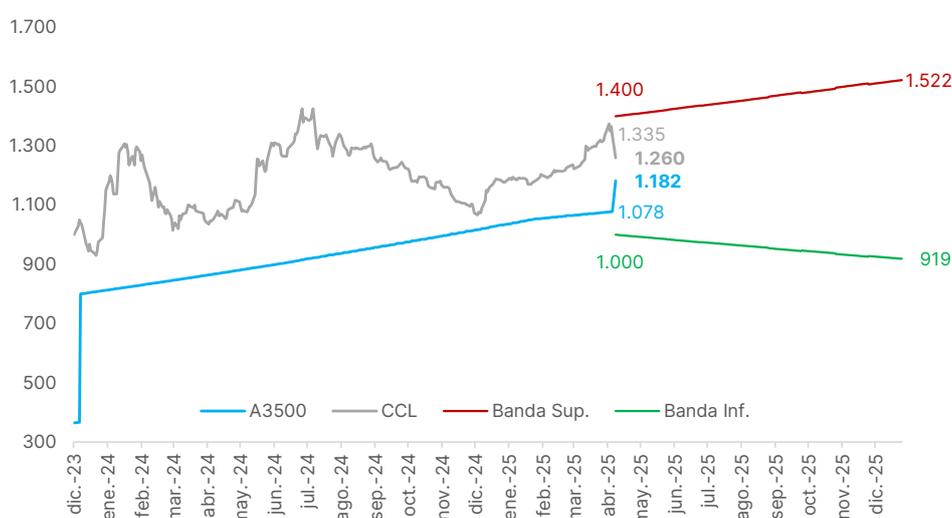
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

¿Cómo reaccionaron los dólares en el primer día de flotación en bandas?

Ayer fue el primer día en que el mercado operó bajo el nuevo esquema cambiario. Como anticipamos en nuestro informe "[Un pequeño paso para el FX, un gran paso para Argentina](#)", **no esperábamos que hubiese un salto significativo del dólar oficial**, sino más bien un aumento acotado, producto de que los exportadores tienen altos incentivos para liquidar. En línea con nuestro *view*, **el A3500 trepó 9,6% de \$1.078,4 a \$1.182,4**, aunque destacamos que llegó a tocar un mínimo de alrededor de \$1.160 en la rueda. A la par, el dólar *spot* cerró algo por encima del A3500 en \$1.195. **Será clave ver en qué nivel se estabiliza el oficial en las próximas ruedas, lo que permitirá dimensionar el *passthrough* a precios. Si se mantiene en niveles similares a los de ayer, consideramos que la aceleración inflacionaria será acotada y transitoria.**

Dólar oficial al alza y CCL a la baja

Dólar oficial y financiero en la era Milei

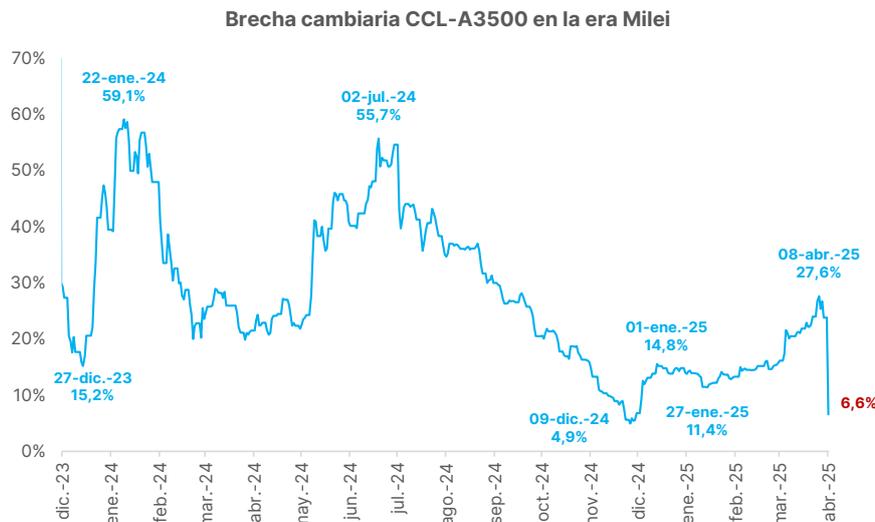


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Un detalle adicional respecto a la operatoria en el mercado oficial de cambios es que **el BCRA informó que no intervino**. Es decir, no compró ni vendió divisas en el MULC. Cabe recordar que puede intervenir dentro de la banda para acumular reservas o atenuar episodios de volatilidad, por fuera de las compras/ventas requeridas para defender el piso/techo de la banda si es testeado. En nuestro informe especial, mencionamos que es razonable **el BCRA compre divisas en el corto plazo (de aquí a junio), dado que el FMI puso como meta que las reservas netas suban US\$4.400 millones en el segundo trimestre**. Sin embargo, prefirió correrse del mercado en una primera instancia para que el *price discovery* sea genuino.

Por su parte, si bien los dólares financieros presentaron volatilidad en la jornada, predominó la tendencia vendedora y finalizaron a la baja. **El dólar MEP recortó 6% de \$1.333 a \$1.253, mientras que el CCL cayó 5,6% de \$1.335 a \$1.260**. De esta forma, pareciera que los dólares financieros y el oficial se van a encontrar a medio camino. **La brecha entre el CCL y el A3500 disminuyó de 23,8% a 6,6%**, el menor nivel desde mediados de diciembre (mínimos de la era Milei), y la del MEP y el A3500 de 23,6% a 6%. Así, **quedó una brecha similar al *spread* que cobran los bancos a los inversores minoristas** (alrededor de 5%), que son los únicos que pueden arbitrar entre ambos mercados. Habíamos adelantado en nuestro informe especial que esperábamos que la brecha comprimiera cerca de cero, debido a los incentivos que tienen los minoristas para arbitrar. No obstante, pensábamos que el canje CCL-MEP seguiría existiendo (pasó de 0,1% a 0,5%), producto de las dificultades que estos inversores enfrentan para operar CCL.

Comprensión de la brecha a mínimos de la era Milei



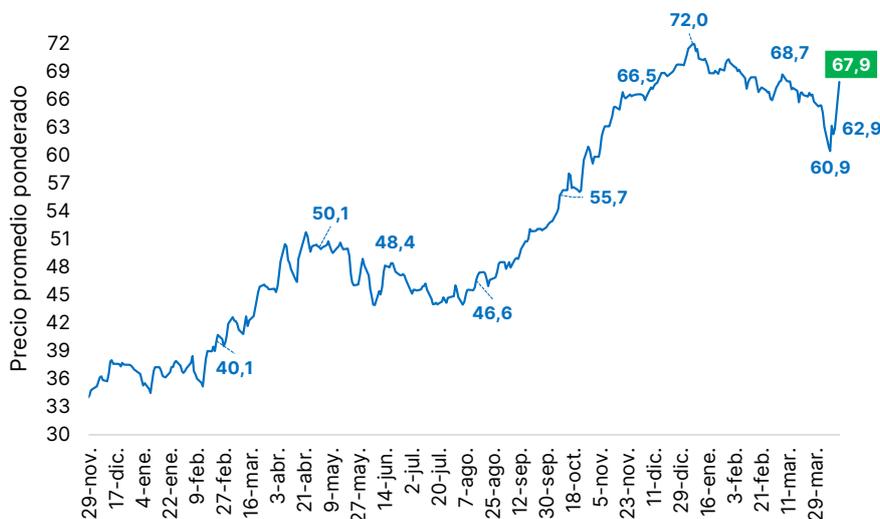
Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

Por último, **los futuros de dólar cerraron mixtos, con el tramo corto al alza y el largo a la baja.** Al respecto, el contrato de abril escaló 1,6% de \$1.191 a \$1.210, el de mayo 0,7% de \$1.236 a \$1.244 y el de junio 0,6% de \$1.265 a \$1.273. En consecuencia, las tasas implícitas a estos plazos comprimieron a 69,2%, 49,6% y 41,9% TEA.

¡Los Globales se lucieron en Wall Street!

La deuda soberana en dólares reaccionó con fuerza a los anuncios del acuerdo con el FMI y el nuevo esquema cambiario. En este sentido, los Globales registraron saltos de casi dos dígitos. Los ganadores de la rueda fueron el GD35 y el GD41, avanzando ambos 9,4%, seguidos por el GD46 (+8,9%) y el GD38 (+8,7%). Más atrás, el GD30 trepó 4,9% y el GD29 4,7%. De esta manera, su precio promedio ponderado por *outstanding* se disparó 8%, desde US\$62,9 hacia US\$67,9. En línea, **el rendimiento promedio ponderado se ubicó en 11,6%**. Como si las noticias locales fueran poco, el clima internacional acompañó: el ETF EMB, compuesto por bonos de países emergentes/frontera, subió 1,0%.

Los Globales se dispararon ayer



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

Como destacamos en nuestro informe especial [Un pequeño paso para el FX, un gran paso para Argentina](#), uno de los principales *drivers* de la deuda soberana *hard dollar* era un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional que favoreciera al país. El ingreso de divisas frescas, combinado con la estrategia cambiaria audaz del equipo económico, actuaron como un catalizador clave para desencadenar una marcada compresión del riesgo país. Cabe destacar que este punto favorece principalmente al tramo largo de la curva.

Luego del notable desempeño de ayer, nuestro modelo de retorno total a un mes vista para la curva soberana en dólares ofrece ganancias de hasta 9%. Para dimensionar la compresión, antes de la primera reacción al inicio de la Fase 3 del Programa Económico, el mismo ejercicio exhibía retornos de hasta 16% favoreciendo el tramo largo. Por otro lado, en nuestro escenario constructivo de largo plazo, que incluye una compresión de tasas hacia los mejores niveles del gobierno de Macri en 2017, ajustado por la curva de *Treasuries*, los retornos totales a 12 meses alcanzan el 41% en el GD41 y 39% en el caso del GD38. Asimismo, previo al furor de ayer, los retornos superaban el 54%.

Potencial *upside* de los Globales

Ticker	Actual			A 12 meses				A un mes			
	Precio	MD	TIR	Compresión de tasas a nivel del 2017 (ajustada por la curva de Treasuries)				Retorno al mejor momento de Milei (9 de enero 2025)			
				TIR	Precio Est.	Pagos intermedios	Retorno Total	TIR Est.	Precio Est.	Pagos intermedios	Retorno total
GD29	72,58	1,92	14,5%	5,3%	65,4	20,85	18,9%	11,2%	75,1	0,00	3,5%
GD30	67,52	2,30	14,4%	5,6%	65,9	16,63	22,2%	11,6%	69,9	0,00	3,6%
GD35	66,34	5,91	13,4%	7,4%	87,8	4,13	38,6%	11,2%	70,7	0,00	6,5%
GD38	69,46	5,05	14,0%	7,1%	91,7	5,00	39,2%	11,4%	74,7	0,00	7,5%
GD41	61,01	6,23	13,3%	7,5%	82,6	3,50	41,1%	10,9%	66,6	0,00	9,1%
GD46	63,50	5,84	13,1%	7,3%	79,3	8,53	38,3%	10,8%	69,2	0,00	8,9%

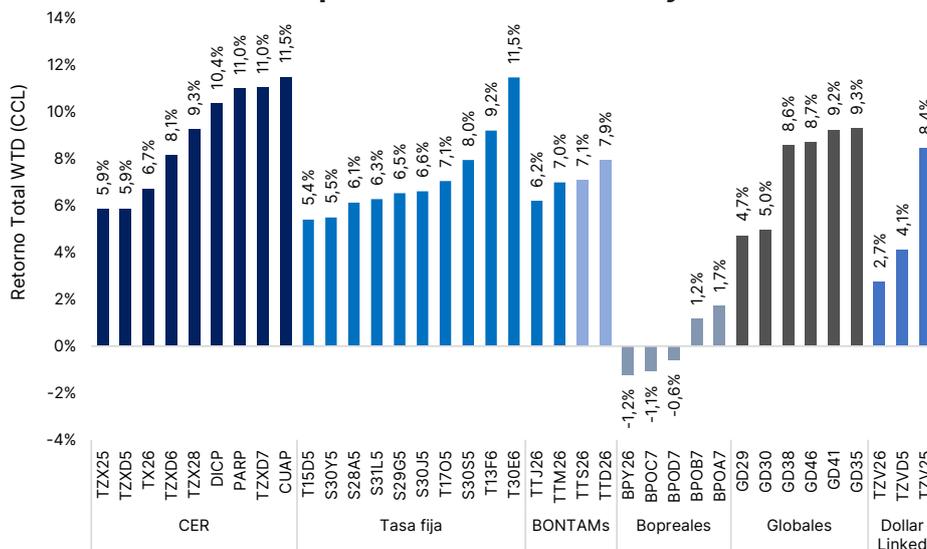
Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

¿Cómo reaccionaron las curvas en pesos?

El sentimiento *bullish* se extendió a las curvas de pesos tal cual como era previsto. En este sentido, los claros ganadores -además de los bonos *hard dollar*- fueron las estrategias en pesos, especialmente las vinculadas al CER y a tasa fija. Aunque al por detrás, la performance de los duales (BONTAMs) y de los vehículos de cobertura cambiaria también fue notable.

En cuanto a los dos primeros tipos de *asset class*, como mencionamos en “[Un pequeño paso para el FX, un gran paso para Argentina](#)”, el esquema de bandas cambiarias brindó un entorno propicio para estrategias de *carry trade*. Por su parte, los instrumentos atados al CER podrían verse favorecidos ante una inflación transitoriamente más elevada (ya sea por un eventual *pass-through* o por una compresión en las tasas reales de largo plazo). En ese marco, estos títulos llegaron a mostrar retornos de hasta 11,5%, con una mejor performance en el tramo largo de la curva. Por otro lado, la caída de 5,6% en el CCL Senebi (que cerró en \$1.260) impulsó rendimientos en dólares en la tasa fija. En este sentido, los retornos medidos al CCL también se catapultaron hasta 11,5%, con un claro premio a la *duration*.

Los pesos se sumaron al rally



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

Por otra parte, el MECON enfrentó su primer desafío bajo el nuevo esquema cambiario. En este sentido, **Finanzas informó que adjudicó \$5 billones en la licitación de hoy, tras recibir ofertas por un total de \$5,39 billones. Lo que resulta un rollover de 0.75x de las posiciones.** Como destacamos en distintas oportunidades, el Tesoro tiene una suma abultada de depósitos entre el Banco Central y Banco Nación por lo que no es alarmante un rollover inferior a uno.

Adentrándonos de lleno en el resultado, **la mayor parte de lo adjudicado fue para la LECAP más corta con vencimiento en mayo (S16Y5) con el 47,1%.** En este sentido, el MECON convalidó una TEM de 3,75% superior a la referencia del mercado secundario (aproximadamente +20pbs). Por su lado, las LECAPs a junio y julio salieron a una TEM de 3,61% y 3,17%, respectivamente, mientras que la nueva letra TAMAR (M31L5) se emitió a TAMAR +5% o una TEM equivalente de 3,17%. En paralelo, los CER se licitaron en tasas en línea con el secundario: CER +0,77% para octubre 2025 y CER +9,1% para octubre del año siguiente. En tanto, al bono TAMAR a abril del 2026 y a los instrumentos *dollar linked* se declararon desiertos. El comunicado puede leerse [aquí](#). La próxima subasta del Tesoro será el 24 de abril y vencen alrededor de \$7,4 billones.

Resultado de la primera prueba del Tesoro bajo el nuevo esquema

Instrumento	Fecha	Emitido (Mill.)	Valor Efectivo (P\$ Mill)	Tasa
LECAP (S16Y5)	16/05/25	1.790.323	2.361.794	3,75% (2)
LECAP (S18J5)	18/06/25	941.356	1.292.011	3,61% (2)
LECAP (S31L5)	31/07/25	180.250	238.743	3,17% (2)
TAMAR (M31L5)	31/07/25	600.342	600.342	5% (5)
BONCER (TZXO5)	31/10/25	209.602	241.042	0,77% (1)
TAMAR (TMA26)	30/04/26	Desierta		
BONCER (TZXO6)	30/10/26	279.024	281.814	9,1% (1)
BOLI (TZV25) (4)	30/06/27	Desierta		
LELINK (D16E6) (4)	16/01/26	Desierta		
		Total Licitación (P\$ Mill.)	5.015.745	
		Vencimientos (P\$ Mill.)	6.625.308	
		Resultado (+/- AR\$ Mill.)	-1.609.563	
		Ratio de rollover x	0,76	

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

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

El mercado celebró la fase 3 del programa económico

El viernes por la tarde se anunció una nueva fase en el programa económico, la cual constituye un importante avance en la liberación de las restricciones cambiarias. **El mercado local actuó en consonancia y festejó las medidas con fuertes subas. El Merval saltó 11,7% hasta US\$1.880, lo que representa una suba del 5,7% frente al nivel al que cerró marzo.** Sin embargo, cabe destacar que, la fuerte baja del tipo de cambio CCL (retrocedió 6,2%) explicó una parte importante de la suba de la jornada, puesto que, medido en pesos, el índice trepó solamente 4,7%.

El panel líder de la bolsa local terminó mayoritariamente en verde. Al frente de las subas (con avances de dos dígitos) se destacaron **METR (+19,5%), TRAN (+13,5%), TGNO4 (+10,6%) y SUPV (+10,4%)**. En la esquina contraria, **TECO2 (-6,7%), BYMA (-5,6%) y CEPU (-0,7%)** fueron las únicas acciones que concluyeron en terreno negativo. En el exterior, el sentimiento *bullish* por los anuncios se mantuvo, llevando a los ADRs a mostrar variaciones superiores a las locales dado que no incorporan el efecto de un tipo de cambio más bajo. Así, **SUPV (+17,8%), BMA (+15,4%) y BBAR (+14,5%)** estuvieron al frente de las subas, mientras que **DESP (-0,1%), GLOB (+0,2%) y TEO (+0,3%)** fueron quienes quedaron ajenas a la euforia de los demás activos argentinos.

El Merval recuperó la totalidad de la caída de abril



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

De esta manera, el Merval mostró una recuperación impresionante. Luego de haber sido fuertemente golpeado por el *sell off* desatado en los activos de riesgo como consecuencia de la guerra comercial, **en apenas cinco ruedas avanzó 29,8%, volviendo a los niveles en los que osciló durante el mes de marzo.** Como mencionamos en otras oportunidades, a partir de estos niveles, la selectividad comienza a ser clave. En el marco del nuevo esquema cambiario, aquellos sectores vinculados a las exportaciones posiblemente reflejen una mejor performance que aquellos relacionados a los servicios regulados. Para un desarrollo más detallado de nuestro *view*, pueden consultar el informe especial enviado ayer: ["Un pequeño paso para el FX, un gran paso para Argentina"](#).

Por otro lado, entre las noticias más relevantes del mundo corporativo, destacamos que **Pan American Energy (PAE) firmó un acuerdo para reconvertir uno de sus activos históricos, la concesión de Cerro Dragón, en una explotación no convencional de hidrocarburos.** La confirmación de la presencia de *shale gas* marca un hito para la cuenca del Golfo San Jorge, una

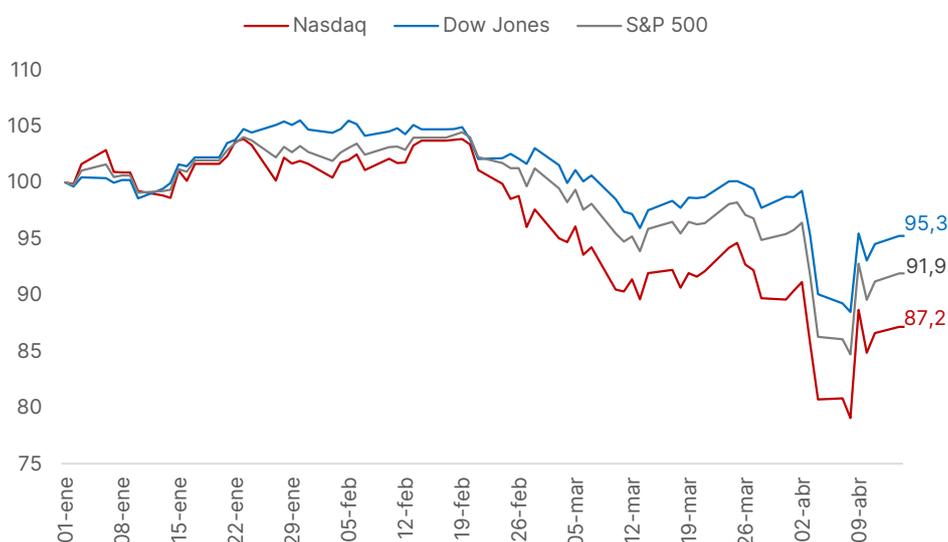
de las cuencas convencionales más importantes del país. El plan piloto incluye la perforación de cinco pozos de hasta 3.500 metros de profundidad en su eje vertical y otros 3.000 metros en su eje horizontal. Desde la compañía remarcaron que implementarán técnicas de recuperación terciaria en más de 50 pozos, lo que demandará una inversión cercana a los US\$250 millones.

Por último, en el plano de la deuda corporativa, **Pampa Energía decidió suspender la licitación de su Obligación Negociable Clase 24** por un valor nominal de hasta US\$100 millones con vencimiento a los 24 meses. Esta decisión resulta lógica ya que la licitación era este lunes y, luego del nuevo esquema cambiario presentado el viernes, las alternativas *dollar linked* (que ofrecen cobertura frente a los eventos similares a los experimentados el lunes) pierden el atractivo que muestran en otros contextos. Además, MSU S.A. licitó este lunes su ON *hard dollar* serie XV por un valor nominal de hasta US\$40 millones. Del total pretendido, recibió ofertas y tomó la totalidad de los US\$34,9 millones a una tasa del 8,5% con vencimiento en 2029.

¿Comienza a suavizarse la guerra comercial?

La administración de Trump avanzó con los planes para aplicar aranceles a las importaciones de semiconductores y productos farmacéuticos. En respuesta, **China ordenó a sus aerolíneas no recibir más entregas de aviones Boeing.** Más allá de esto, Trump sugirió una pausa en las cargas a los automóviles, sumando un nuevo gesto de distensión al ya positivo impacto generado por la exención arancelaria sobre determinados productos electrónicos de consumo. Ante este nuevo “tono” de la guerra comercial, **ayer subieron los principales índices bursátiles: el Dow Jones y el S&P 500 treparon 0,8% cada uno, mientras que el Nasdaq avanzó 0,6%.** En ese marco, la volatilidad del segmento se desplomó, con el VIX retrocediendo 18%, hasta los 30,9 puntos. Más allá de la buena jornada de ayer, hoy los futuros arrancan con bajas (-0,3%/-0,4%).

Evolución de los principales índices bursátiles



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

Como mencionamos la semana pasada, el rendimiento de los *Treasuries* viene correlacionando mejor con activos de riesgo. Es decir, durante las escaladas de la guerra comercial, los bonos del Tesoro Norteamericano no actúan como refugio de valor para el mercado, y cuando los temores se disipan, estos activos *rallean* junto con el *equity*. Algo de esta dinámica se observó ayer, con una compresión de rendimientos a lo largo de toda la curva. En concreto, **la tasa a 10 años cerró**

en **4,39% (-10 pbs)** y la tasa a 2 años en **3,85% (-11 pbs)**. Como resultado, el *spread* concluyó en 52 pbs.

Temporada de balances internacional: los bancos continúan superando las expectativas de mercado

Bank of America (BAC)

Bank of America se sumó a la lista de los bancos que presentaron resultados. **Los ingresos totales alcanzaron US\$27.510 millones, lo que significó un incremento del 5,9% respecto al mismo período del año anterior** y, al mismo tiempo, se situó por encima de los US\$26.990 millones proyectados por el consenso de mercado. Además, **la entidad reportó una ganancia de US\$7.400 millones, lo que representó un crecimiento del 11% interanual**. Esto equivale a US\$0,90 por acción y consigue superar en un 12,5% los US\$0,82 por acción estimados por los analistas.

El principal *driver* de este crecimiento fue el aumento del ingreso neto por intereses, que alcanzó los US\$14.600 millones. Según indicó la compañía, este resultado se vio favorecido por menores costos de depósitos y mayores rendimientos en inversiones, en comparación con el año anterior. El CEO, Brian Moynihan, destacó que los clientes corporativos han mostrado un sólido desempeño, mientras que los consumidores mantienen un comportamiento resiliente, continuando con un nivel de gasto saludable. Además, afirmó que, aunque el entorno económico podría experimentar cambios en el futuro, las inversiones de alta calidad, la diversificación del negocio y el enfoque constante en un crecimiento responsable seguirán siendo una fuente de fortaleza para la entidad. En cuanto al negocio de *trading*, los ingresos por operaciones con acciones aumentaron un 17% yoy hasta alcanzar los US\$2.200. Por su parte, los ingresos por operaciones con instrumentos de renta fija crecieron un 5% hasta los US\$3.500 millones.

Es claro que BAC, al igual que otras instituciones bancarias, tuvo un destacado primer trimestre de 2025, logrando superar las proyecciones no solo en *revenues* y beneficios, sino también en varios de los negocios de la compañía. En esta sintonía, **tras la publicación del informe, las acciones de la entidad muestran una suba de aproximadamente 2% en las operaciones previas a la apertura del mercado.**

Citigroup (C)

La entidad financiera presentó este martes, previo a la apertura del mercado, sus resultados correspondientes al primer trimestre del año. Citigroup, logró superar las estimaciones de los analistas al registrar **ingresos por US\$21.600 millones (1,5% por encima de las proyecciones del mercado)**. Por su parte, **el beneficio por acción fue de US\$1,96 frente al US\$1,85 del consenso (+5,9%)**. A nivel consolidado, los ingresos crecieron un 3% interanual impulsado por la buena performance de sus cinco divisiones principales.

La CEO, Jane Fraser, destacó que la entidad continúa ganando confianza entre los inversores, y reafirmó su compromiso con la ejecución de una estrategia centrada en una estructura de negocios diversificada, capaz de desempeñarse de manera sólida bajo distintos escenarios macroeconómicos. En respuesta a las recientes inquietudes sobre la economía estadounidense, surgidas en el contexto de las renegociaciones comerciales impulsadas por el presidente Donald Trump, Fraser **sostuvo: "Cuando los desequilibrios comerciales de largo plazo y otras transformaciones estructurales se resuelvan, Estados Unidos seguirá siendo la principal economía del mundo, y el dólar continuará siendo la moneda de reserva global."**

En línea con otras grandes entidades como JPMorgan Chase, Morgan Stanley y Goldman Sachs, Citigroup también logró superar las expectativas del mercado beneficiándose de un trimestre marcado por una alta volatilidad que favoreció los ingresos por *trading*. Las acciones del banco suben alrededor de 1,2% en el *pre market*.

Goldman Sachs (GS)

Ayer por la mañana, **Goldman Sachs (NYSE: GS)** reportó los resultados del primer trimestre del año. **La entidad totalizó ingresos por US\$15.060 millones, superando las proyecciones de los analistas en 1,7% (estimaban US\$14.810 millones de dólares)**, mientras que, informó una ganancia por acción de US\$14,1 en comparación con una estimación de mercado de US\$12,4. Así, **el resultado neto del banco creció un 15%, alcanzando los US\$4.740 millones.**

La buena performance del segmento de *Global banking*, que registró un incremento del 10% yoy en sus ingresos impulsado por la subdivisión de *trading* (tal como sucedió con JP Morgan y Morgan Stanley) fue uno de principales motores que contribuyen a explicar el crecimiento en los *revenues* de la compañía. Por su parte, el CEO, David Solomon, comentó sobre el entorno cambiante debido a las tensiones comerciales recientes provocadas por el presidente Donald Trump, pero expresó confianza en la capacidad del banco para continuar apoyando a sus clientes. No obstante, aclaró que el segundo trimestre será operativamente distinto producto de las mencionadas turbulencias. **Las acciones de GS subieron 1,9% durante la rueda de ayer.**

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. |