

25 de abril de 2025

# Daily Mercados

ppi

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

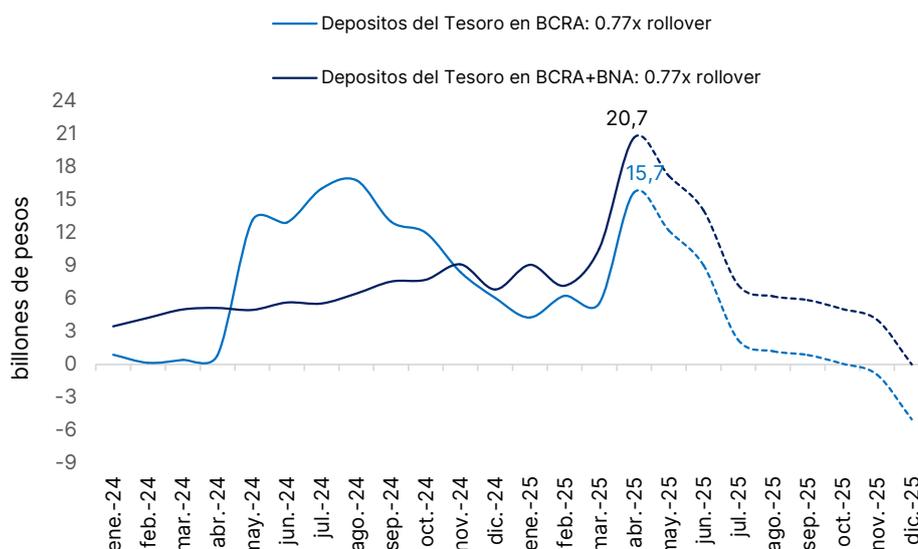
### Licitación del Tesoro: nuestro *view* del resultado

El MECON adjudicó \$5,23 billones, tras recibir ofertas por un total de \$5,65 billones. Considerando que en esta subasta vencían \$7,48 billones, las colocaciones representaron un *rollover* del 0,7x. De este *rollover*, estimamos que aproximadamente el 0,58x fue de los tenedores privados.

Lo más relevante de esta licitación **es que el ratio de *rollover* volvió a ubicarse en niveles relativamente bajos**. En este contexto, **consideramos importante la publicación realizada ayer por la mañana por Quirno en la red social X, en la que se informó que el BCRA obtuvo una ganancia de \$19,4 billones en lo que va de 2024, de los cuales \$11,7 billones serán transferidos al Tesoro**. Este monto le permitirá a Finanzas contar con una posición más holgada en un contexto de baja liquidez, especialmente en escenarios donde el ratio de *rollover* se ubique por debajo de 1x, ya que dichos fondos podrían destinarse a la cancelación de deuda del Tesoro.

De esta manera, incorporando estos nuevos recursos, los depósitos estimados del Tesoro en el BCRA y el BNA (considerando los datos al 21 de abril más los \$11,7 billones adicionales) ascienden a \$20 billones. **Con este nivel de liquidez, el *rollover breakeven* hasta diciembre de 2025 se ubica en 0,77x, por encima del 0,76x estimado previamente**.

### Depósitos del Tesoro y perspectiva de *rollover*



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

En cuanto a las tasas, observamos que se ubicaron levemente por encima de las del mercado secundario, con una diferencia de aproximadamente 10 puntos básicos en las TEM de las LECAPs. En detalle, los instrumentos colocados fueron los siguientes: se adjudicaron LECAP con vencimiento el 5 de agosto de 2025 (S15G5) a una TEM del 2,73%, y con vencimiento el 12 de septiembre de 2025 (S12S5) a una TEM del 2,65%. En cuanto a los BONCAP, se colocaron títulos con vencimiento el 17 de octubre de 2025 (T17O5) a una TEM del 2,71%, el 30 de enero de 2026 (T30E6) a una TEM del 2,66%, y el 15 de enero de 2027 (T15E7) a una TEM del 2,28%. También se colocaron BONCER cero cupón con vencimiento el 31 de octubre de 2025 (TZXO5) a una TIR del 3,79%, y con vencimiento el 31 de marzo de 2027 (TZXM7) a una TIR del 9,98%. Por último, se adjudicó Dólar Linked con vencimiento el 16 de enero de 2026 (D16E6) a una TIR del 9,83%. Puede leerse el comunicado completo del resultado [aquí](#). La próxima licitación será el 14 de mayo y vencen alrededor de \$7,57 billones.

## Resultado última subasta de abril

Instrumento	Fecha	Emitido (Mill.)	Valor Efectivo (P\$ Mill)	Tasa
LECAP (S15G5)	15/08/25	1.595.469	2.121.974	2,73% (2)
LECAP (S12S5)	12/09/25	450.633	637.420	2,65% (2)
BONCAP (T17O5)	17/10/25	774.645	1.058.552	2,71% (2)
BONCAP (T30E6)	30/01/26	807.778	905.495	2,66% (2)
BONCAP (T15E7)	15/01/27	4.307	4.361	2,28% (2)
BONCER (TZXO5)	31/10/25	140.642	160.473	3,79% (1)
BONCER (TZXM7)	31/03/27	87.083	112.041	9,98% (1)
LELINK (D16E6) (4)	16/01/26	222	232.598	9,83% (3)
Total Licitación (P\$ Mill.)			5.232.914	
Vencimientos (P\$ Mill.)			7.481.578	
<b>Resultado (+/- AR\$ Mill.)</b>			<b>-2.248.664</b>	
Rollover ratio x			0,70	

(1) Spread sobre CER

(2) Tasa efectiva mensual

(3) Spread sobre Devaluación del Tipo de Cambio oficial.

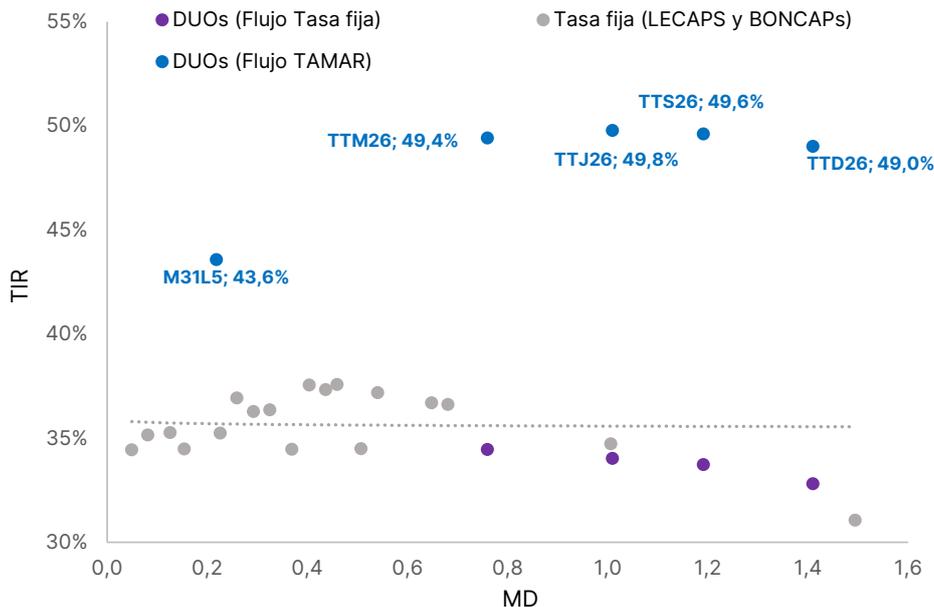
(4) Nominales en US\$

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)****¿Dónde estamos viendo valor en la deuda en pesos?**

Desde nuestro punto de vista, **el potencial *pass through* iba a ser menor que en episodios anteriores de la historia argentina.** La posición fiscal más robusta y la ausencia de monetización del déficit (dado que no existe) impulsaba nuestro optimismo. No obstante, el movimiento del tipo de cambio oficial fue incluso bastante menor a lo esperado (A3500 trepó +9,1% desde el anuncio), sugiriendo un impacto reducido en el sistema de precios. En el agregado, los diferentes relevamientos privados ya corrigieron a la baja sus estimaciones y el dato de abril debería ubicarse por debajo de marzo, cerca del 3%.

**El mercado ya anticipó esta situación y el *breakeven* (o inflación de indiferencia) del mercado para el bimestre ronda el 3%.** En el corto plazo, y ante el reajuste de precios entre las alternativas de muy corto plazo fijas/CER, hay poco margen para jugar. Si levantamos un poco la mirada y extendemos *duration* sobre la curva de pesos, creemos que quedaron atractivos los instrumentos duales (fija/tamar), en donde resaltamos que la opcionalidad en base a nuestras proyecciones no tiene su valor incorporado a los precios. Visto de otra forma, y tomando por ejemplo la TTM26 (vs la BONCAP fija T13F6), la *breakeven* de la TAMAR en este caso se ubica en 27,2%, lo que implicaría una caída de 9,5pp en el promedio de la TAMAR futura desde hoy hasta el 27 de febrero de 2026 (equivalente a 36,6% TIR Efectiva).

**Alternativa en pesos a tasa variable vs tasa fija**



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

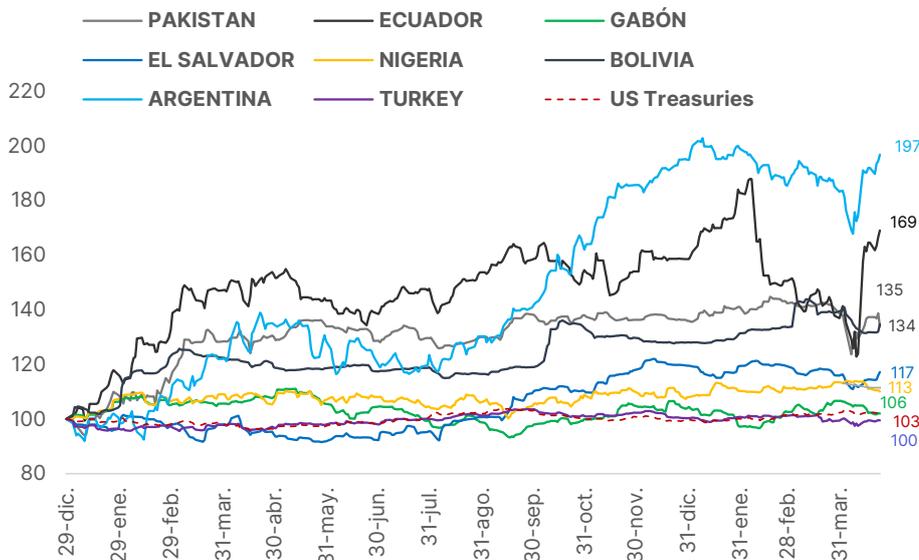
**¿Cómo se perfila la deuda en dólares a terminar la semana?**

En línea con el desempeño positivo de los bonos de mercados emergentes y de frontera (ETF EMB +0,3%), la curva de soberanos locales cerró con tono positivo ayer. El tramo corto registró subas moderadas, en el orden del 0,3% al 0,4%, mientras que los tramos medio y largo concentraron las mayores ganancias, con avances de entre 0,8% y 1,3%.

En esta perspectiva, **los Globales se arriman a terminar la semana con ganancias de hasta 3% en el tramo largo impulsadas por el efecto *duration* que favorece este tramo de la curva.** En esta línea, el riesgo país se redujo en 34 puntos básicos en el mismo periodo. En concreto, pasó de 726 a 692 pbs en la semana, quedando todavía una jornada para que finalice.

Cabe destacar que, **si bien el contexto internacional fue favorable, los bonos soberanos argentinos lograron destacarse por sobre el resto.** Nuestra selección de créditos soberanos con calificación similar a la de los Globales argentinos (como Pakistán, Nigeria, El Salvador y Gabón) registró un avance promedio del 0,6% en lo que va de la semana. En este sentido, si bien los Globales argentinos se beneficiaron de un entorno externo propicio y del carácter *high beta* de estos activos, el diferencial de rendimiento respondió principalmente a factores idiosincráticos. De hecho, desde la implementación del nuevo esquema monetario tras el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, el desempeño de los Globales argentinos se explica en mayor medida por variables locales, que representan el 53%.

**Performance títulos emergentes/frontera vs Argentina**



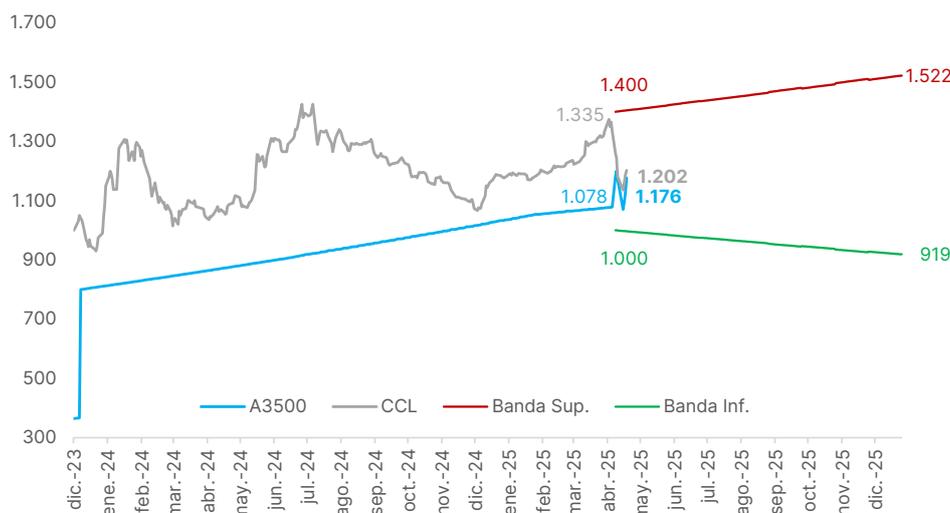
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**El BCRA sigue sin intervenir, ¿en qué nivel están las reservas netas y líquidas?**

**Ayer los dólares extendieron las subas de los últimos dos días, aunque moderaron su tendencia al alza en el medio de la rueda.** En esta línea, el dólar *spot* cerró 0,7% arriba en \$1.177, pero llegó a marcar un máximo intradiario de \$1.185. En tanto, el tipo de cambio A3500 trepó 4,8% de \$1.122,5 a \$1.176,4. Así, luego de que el lunes finalizara por debajo del nivel del viernes 11/04 previo al lanzamiento del nuevo esquema cambiario, el oficial volvió a acercarse al centro de la banda de \$1.201 (recordar que el piso de \$1.000 y el techo de \$1.400 se ajustan al 1% mensual). En tándem, el MEP aumentó 1,6% hasta \$1.187 y el CCL 1,4% a \$1.202, por lo que la brecha entre el CCL y el A3500 cedió a 2,2%.

**Los dólares extendieron la suba de las últimas ruedas**

Dólar oficial y financiero en la era Milei



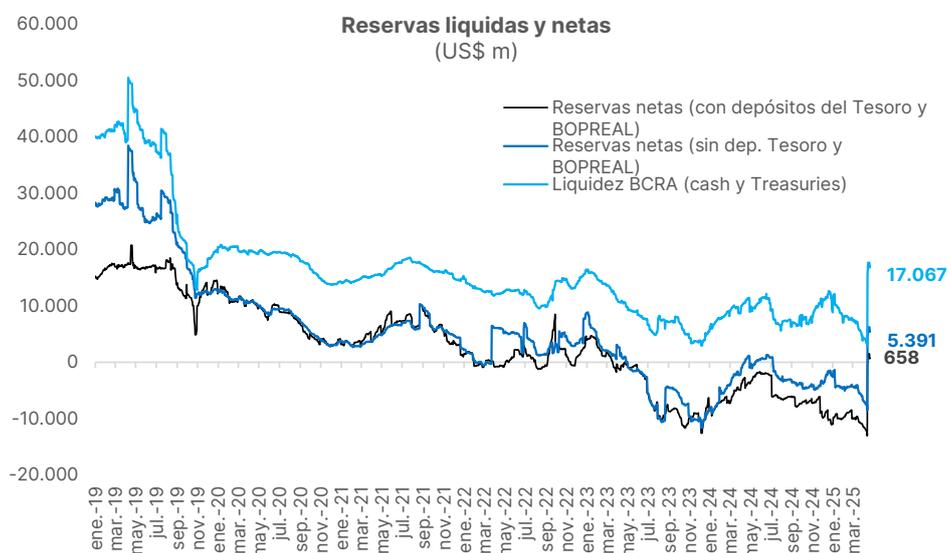
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Destacamos que **el BCRA sigue sin intervenir dentro de la banda** (no compra ni vende divisas), pese a estar habilitado a hacerlo. El equipo económico sigue remarcando la idea de que el BCRA

no intervendrá hasta que el dólar toque el piso o techo, dejando que dentro de la banda su valor resulte del equilibrio entre oferta y demanda. Esto no es un dato menor teniendo en cuenta la meta de acumulación de reservas neta que exige el FMI para el 13/06 era de una suba de US\$4.900 millones desde el 31/03. Según nuestros cálculos, al 22/04 (última información monetaria disponible), **el incremento necesario para alcanzar la meta estipulada era de alrededor de US\$5.150 millones.**

Para cerrar, **ayer las reservas brutas escalaron US\$445 millones de US\$38.631 millones a US\$39.076 millones.** Creemos que este aumento se explicaría mayormente por suba de encajes, producto del incremento de los depósitos en dólares impulsado por las compras de divisas del *retail*, ante ausencia de noticias por el lado de desembolsos de organismos internacionales. Por otro lado, mejoramos nuestra estimación de reservas netas y líquidas al 22/04 (última información monetaria disponible) con la publicación durante esta semana de la “Planilla de Reservas Internacionales y de Liquidez en Moneda Extranjera” al 31/03/25 y el balance anual de 2024 del BCRA. Así las cosas, estimamos que **las reservas netas valuadas a precios de mercado y sin considerar como pasivos de corto plazo los depósitos en dólares del Tesoro en el BCRA y los pagos de BOPREAL a 12 meses vista se encontraban en US\$5.391 millones.** En tanto, **nuestra métrica más ácida de reservas netas**, que sí contempla como pasivos los depósitos en dólares del Tesoro en el BCRA por US\$2.023 millones (excluyendo los US\$12.000 millones del FMI y US\$1.500 millones del Banco Mundial) y pagos de BOPREAL a 12 meses por US\$2.678 millones, **se ubicaba en un estimado de US\$658 millones.** Por último, **nuestra métrica de reservas líquidas se posicionaba en US\$17.067 millones al 22/04**, dado que el BCRA publicó en su balance anual que del swap chino sólo queda en uso 21.000 millones de yuanes, ya que 14.000 millones se pagaron en julio 2024. La holgada posición de liquidez del BCRA, la mayor desde septiembre 2021, es la que le aporta credibilidad a la banda superior en torno a \$1.400.

### ¿Cómo quedaron las reservas netas y líquidas tras los desembolsos de OO?II.?



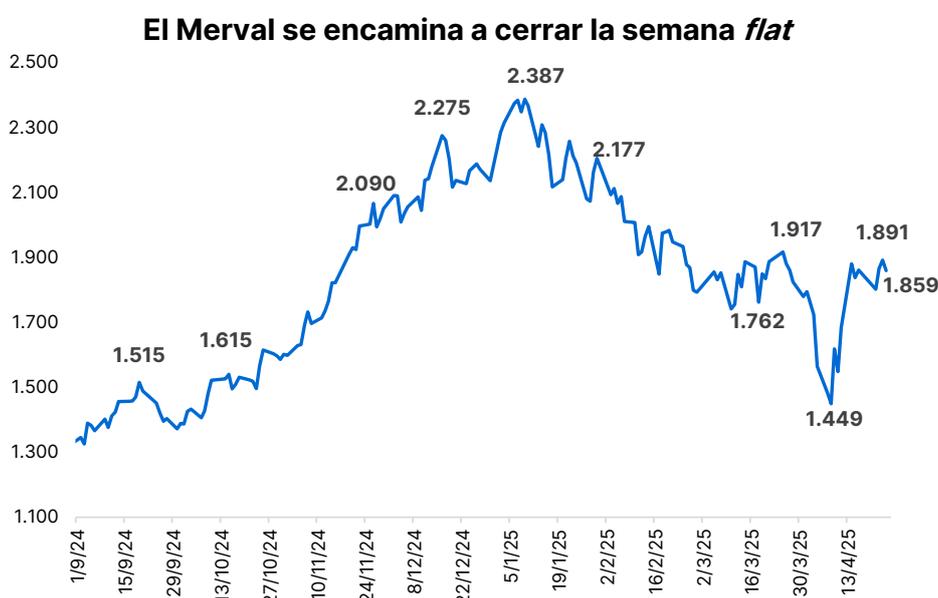
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

### El Merval intentó recuperarse, pero volvió a caer

El lunes el Merval cayó y el martes recuperó prácticamente la totalidad de la pérdida. **El miércoles y jueves invirtió el comportamiento: primero avanzó 1,4% para, al día siguiente, caer 1,7% hasta US\$1.859, levemente por debajo de los US\$1.866 del cierre del martes.** De esta manera, la rueda de hoy será clave para medir el desempeño de la semana, debido a que en los primeros

cuatro días terminó prácticamente *flat*, con una baja de apenas 0,1%. Cabe resaltar que ayer, el Merval terminó a contramano del panorama global. En EE.UU., el Nasdaq Composite trepó 2,7%, seguido por el S&P 500 (+2,0%) y el Dow Jones (+1,2%). Por su parte, los ETF que reúnen acciones de países emergentes también terminaron en verde: ETF EEM (+1,2%), ETF EWW (+1,5%) y ETF EWZ (+1,6%).

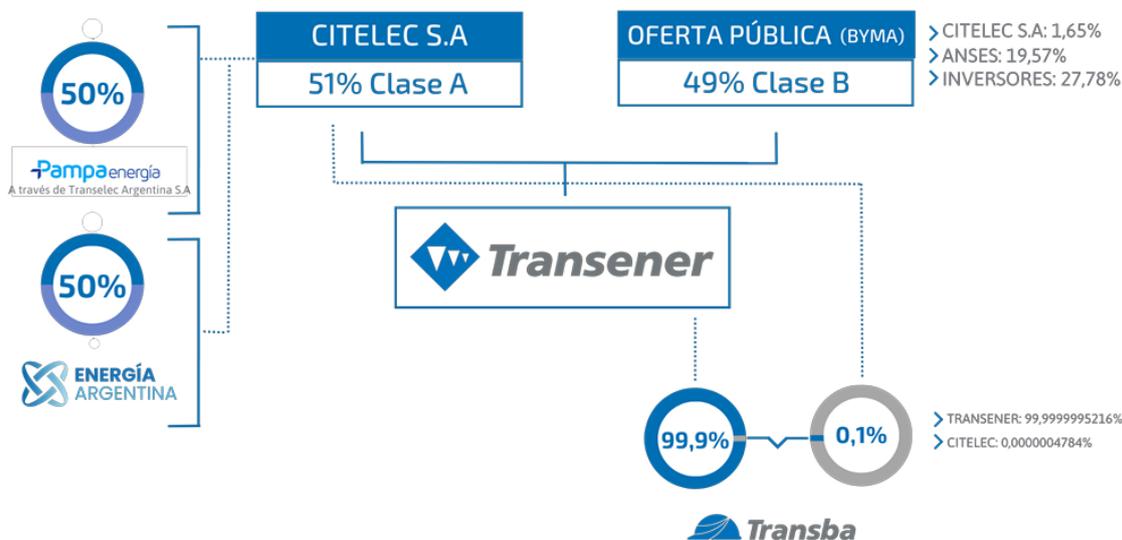
Volviendo al índice, con este retroceso, lógicamente la mayor parte de sus componentes finalizaron la rueda a la baja. **METR (-4,0%), EDN (-3,8%) y COME (-2,2%)** sufrieron las mayores pérdidas. Del otro lado, **LOMA (+3,3%), IRSA (+2,7%), TGSU2 (+1,6%), YPFD (+0,4%) y CRES (+0,4%)** fueron las únicas que registraron subas. En el exterior, alineados con el plano local, los ADRs argentinos mostraron en su mayoría variaciones negativas con **EDN (-5,9%), TEO (-3,3%) y SUPV (-3,0%)** al frente de las mismas, al tiempo que **GLOB (+5,4%), MELI (+3,0%) y BIOX (+2,8%)** encabezaron el podio ganador.



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

El martes, mencionamos en el [Daily Mercados](#) que nos llamó la atención que, en algunas jornadas negativas, la acción de Transener (BYMA: TRAN) iba por otro carril, mostrando subas importantes. **Uno de los factores que explicaba este comportamiento era la posibilidad de la venta de la participación de Enarsa en Citelec, la compañía controlante de TRAN.** Recordemos que Pampa Energía, junto con Energía Argentina (Enarsa), controlan Citelec, que a su vez cuenta con el 52,65% de las acciones de Transener. El porcentaje restante se encuentra bajo el régimen de oferta pública en manos de la ANSES (19,57%) y de Inversores (27,78%).

## Composición accionaria de TRAN



Fuente: presentación para inversores Transener

Finalmente, **hoy, a través del Decreto 286/2025, se autorizó el proceso para la privatización total de Enarsa.** Este incluirá la separación de las actividades y bienes de cada unidad de negocio, en el que se irán vendiendo por etapas los distintos activos, lo que permitiría garantizar la prestación de los servicios y ejecución de las obras en curso, según indica el decreto. **El primero de estos activos será las acciones que integran el capital social de Citelec, que se licitará mediante un concurso público de alcance nacional e internacional, sin el otorgamiento de preferencia alguna.** De esta manera, Pampa Energía o los trabajadores de Citelec no tendrían prioridad por sobre cualquier otra empresa que sea parte del concurso, tal como sucedió en otros procesos de privatización. Hacia adelante, estaremos atentos a mayores precisiones respecto del concurso y, en lo inmediato, a la reacción de la acción de TRAN.

### China podría retroceder en la aplicación de aranceles a productos específicos

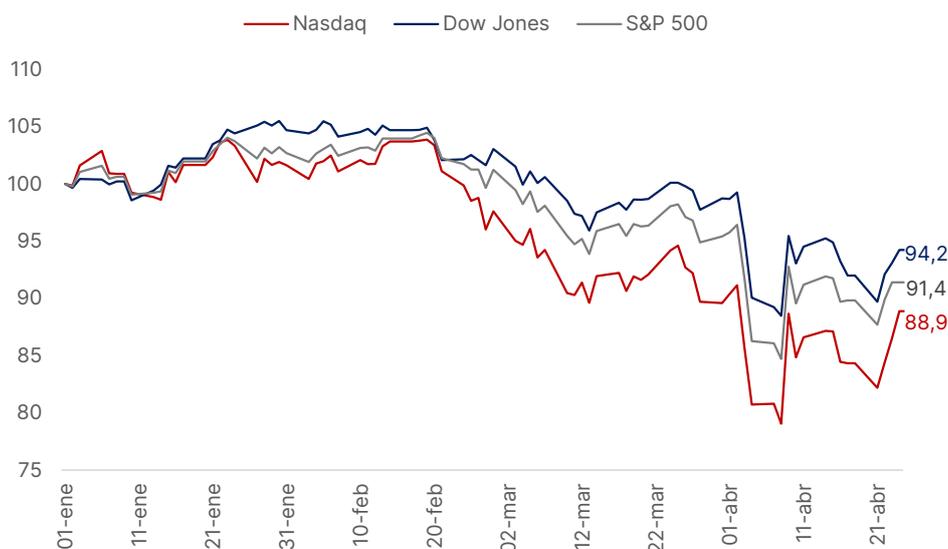
**El país asiático analiza eximir del arancel del 125% a algunos productos estadounidenses.** Entre los bienes que podrían quedar excluidos se encuentran equipamiento médico y algunos químicos industriales, como el etano, clave para la industria plástica local. También se discute la posibilidad de eximir del impuesto a los contratos de *leasing* de aeronaves. Sobre esto último, son varias las aerolíneas chinas que alquilan parte de su flota a terceros, por lo que la nueva política arancelaria volvía los cargos adicionales financieramente inviables. Las eventuales exenciones replican el giro de EE.UU. que, a comienzos de mes, excluyó a productos electrónicos de su arancel del 145% a importaciones chinas. De esta manera, ambos países parecen reconocer el nivel de interdependencia económica: algunos sectores prácticamente frenaron su actividad desde que se profundizó la guerra comercial.

En este contexto, **los principales índices asiáticos cerraron al alza en la rueda de hoy.** El *Hang Seng* de Hong Kong, que reúne a las grandes empresas chinas listadas en ese mercado, subió 0,3%. El *CSI 300*, que nuclea a las compañías más líquidas de las bolsas de Shanghai y Shenzhen, avanzó 0,1%. Por su parte, el *Nikkei 225* de Japón ganó 1,9%. No obstante, **los futuros de los**

**índices estadounidenses parecerían no ir en la misma dirección y abren ligeramente a la baja:** el Dow Jones, el Nasdaq y el S&P 500 retroceden 0,4%, 0,3% y 0,2%, respectivamente.

**Ayer los principales índices de Wall Street terminaron teñidos de verde.** El gran ganador de la jornada fue el Nasdaq Composite, que trepó 2,7%, seguido por el S&P 500 (+2,0%) y el Dow Jones (+1,2%). En paralelo, los rendimientos de los Treasuries bajaron a lo largo de la curva. La tasa a 10 años retrocedió 7 pbs hasta 4,31%, mientras que la tasa a 2 años se movió 8 pbs en la misma dirección hasta 3,79%.

### Evolución de los principales índices bursátiles (Base 100 = dic. 2024)



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

### Temporada de balances internacional: Alphabet superó todas las expectativas

Alphabet (Nasdaq: GOOGL) presentó sus resultados del primer trimestre con un desempeño que superó ampliamente las expectativas del mercado, impulsando un alza de más del 3% en sus acciones durante el *premarket*. **La compañía reportó ingresos por US\$90.230 millones (+15% yoy), superando la estimación promedio de los analistas que anticipaban US\$89.120 millones, mientras que la ganancia por acción alcanzó los US\$2,81, frente a los US\$2,01 esperados y represento un notable salto interanual del 62%.**

El crecimiento de los ingresos fue impulsado por una sólida expansión de sus principales líneas de negocio, especialmente el negocio de búsqueda y publicidad digital (*Search & Advertising*). **YouTube, uno de los pilares de monetización de la compañía, generó ingresos publicitarios por US\$8.930 millones, apenas por debajo de los US\$8.970 millones, pero un 21% por encima de lo alcanzado en el mismo período del año pasado, lo que aún representa un desempeño saludable en un entorno competitivo.** Además, **Google Cloud, segmento clave en la estrategia de diversificación de ingresos, reportó ventas por US\$12.260 millones, en línea con las expectativas y 28% superior a lo registrado en el primer trimestre de 2024.** Así, GOOGL muestra una consolidación en su posición frente a otros proveedores de servicios en la nube.

Dentro del rubro de "*Other Bets*", que agrupa iniciativas aún no superavitarias como la unidad de vehículos autónomos Waymo y la división de ciencias biológicas Verily, los ingresos totalizaron US\$450 millones, una caída del 9% interanual desde los US\$495 millones registrados un año

atrás. Las pérdidas operativas de esta unidad se ampliaron a US\$1.230 millones, desde los US\$1.020 millones del mismo período del año anterior. No obstante, **Waymo continúa expandiendo su escala, ya supera los 250.000 viajes pagos semanales completamente autónomos en ciudades como San Francisco y Los Ángeles.** Eso representa un aumento significativo frente a los 200.000 registrados en febrero.

Por otro lado, los costos también mostraron una evolución alineada con el crecimiento de los ingresos. De esta manera, los costos por adquisición de tráfico, TAC por sus siglas en inglés (*traffic acquisition costs*), uno de los principales gastos asociados a la distribución de sus anuncios, ascendieron a US\$13.750 millones de dólares (+12% yoy). La compañía reafirmó su compromiso de invertir aproximadamente US\$75.000 millones durante 2025 para impulsar múltiples proyectos, aunque advirtió que el nivel de desembolsos podría variar trimestre a trimestre debido a la dinámica de entregas y cronogramas de construcción.

Finalmente, **Alphabet anunció que su directorio autorizó un nuevo programa de recompra de acciones por US\$70.000 millones**, replicando el volumen aprobado hace exactamente un año. Esta decisión refuerza la señal de confianza en la generación de caja futura y en la solidez del modelo de negocio, al tiempo que continúa retornando valor a los accionistas.

## 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)

### **Natalia Denise Martin**

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

### **Martín Cordeviola**

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

### **Emiliano Anselmi**

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

### **Melina Eidner**

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

### **María Solana Cucher Fajans**

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

### **Diego Ilan Méndez, CFA**

Corporate Credit Team Leader  
[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

### **Gerardo Stvass**

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

### **Lautaro Casasco Herrera**

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

### **Lucas Caldi**

Research Asset Management  
[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@portfoliopersonal.com)

### **Damián Lucas Vlassich**

Equity Analyst  
[dvllassich@portfoliopersonal.com](mailto:dvllassich@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Delaney**

Intern  
[ldelaney@portfoliopersonal.com](mailto:ldelaney@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. |