

10 de junio de 2025

# Daily Mercados

ppi

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

### El mercado recibe con buenos ojos la renovación de la Fase 3

Ayer al cierre del mercado el BCRA anunció una [batería de medidas](#) con el objetivo de afianzar la fase 3 del programa económico, lanzada el 11 de abril con el nuevo esquema cambiario y el flamante programa con el FMI. Ante el éxito que tuvo el debut de esta etapa (desinflación, tipo de cambio contenido, fuerte compresión de la brecha y expectativas inflacionarias y devaluatorias ancladas), **el BCRA busca con las nuevas medidas fortalecer las reservas internacionales y consolidar el control de los agregados monetarios.**

- **Medidas para el refuerzo de las reservas:**

#### 1. Programa de licitación de títulos públicos con suscripción en dólares.

Enfocado en la inversión de portafolios de no residentes, el Tesoro incluirá en su cronograma de licitaciones de 2025 la modalidad de suscripción directa en dólares, que debutó en la licitación del 25 de junio con la emisión del BONTE 2030. La novedad es que esto **sólo estará disponible para colocaciones con plazos superiores a un año y limitará las emisiones a US\$1.000 millones mensuales.** En consecuencia, por la colocación de nuevos títulos que se suscriban directamente con dólares en el mercado primario, **las reservas netas se incrementarán por este factor como máximo US\$1.000 millones por mes.** Cabe recordar que estimamos que las reservas netas bajo la metodología del FMI deberían aumentar alrededor de US\$3.900 millones para alcanzar el *target* establecido para el segundo trimestre (hasta el 15/06). Por ende, si la revisión del acuerdo efectivamente se posterga de mediados de junio a fines de julio, sólo podrían mejorar en US\$2.000 millones por nuevas colocaciones de bonos suscriptos con dólares. A priori, deberían de acumularse US\$1.900 millones mediante otros factores. Sin embargo, el Tesoro enfrentará pagos por un poco más de US\$4.300 millones el 9 de julio en concepto de intereses y capital de Bonares y Globales, por lo que las reservas deberían de subir en principio US\$6.200 millones para cumplir la meta.

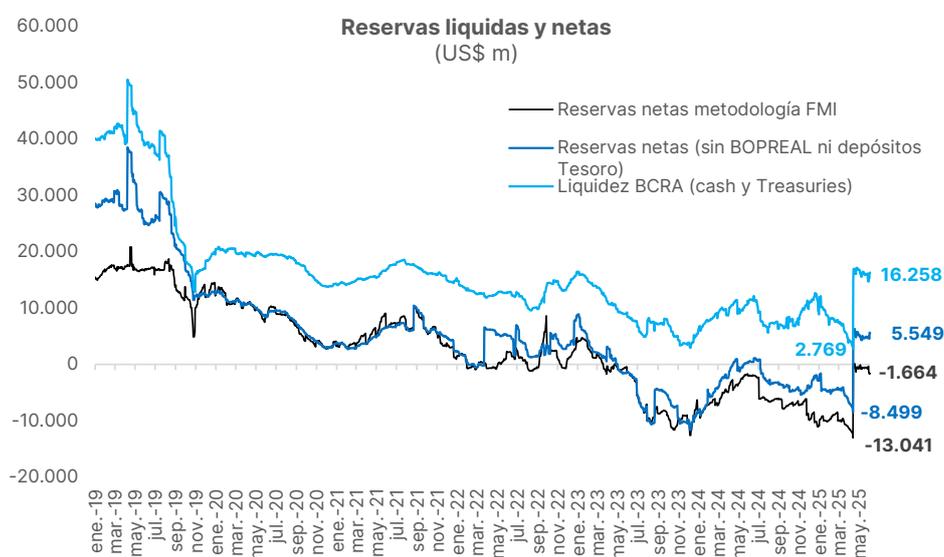
Por otra parte, **eliminarán los plazos mínimos para no residentes que inviertan tanto en colocaciones primarias del Tesoro como en el mercado secundario, siempre y cuando los instrumentos tengan un vencimiento superior a seis meses.** La segunda parte nos llamó la atención, ya que se dio marcha atrás con una [medida macroprudencial](#) lanzada el 15/04, en el segundo día de la implementación de la fase 3 del programa económico, que establecía una permanencia mínima de 180 días para inversiones de no residentes. En tanto, recordamos que aquellos inversores no residentes que participaron de la emisión primaria del BONTE 2030 ya estaban exentos de esta norma. Es decir, tenían acceso inmediato al mercado libre de cambios en vez de tener que esperar seis meses. **Consideramos que esta medida apunta a maximizar los flujos por la cuenta financiera en la segunda mitad del año,** cuando la estacionalidad negativa del comercio exterior y del turismo y la dolarización de carteras del *retail* en la víspera de la elección podrían presionar al alza al tipo de cambio (para más información ver nuestro [Perspectivas del 2 de junio](#)). Esta mañana, en *stream*, el equipo económico ratificó que el BCRA no va a comprar reservas dentro de la banda “porque así está pautado con el FMI” pero sí remarcaron que el Tesoro podría comprar “grandes bloques” de oferta en el mercado oficial de cambios, que provendrían de endeudamiento corporativo y de provincias, con el superávit fiscal (además, se mencionó licitaciones de hidroeléctricas y privatizaciones). De esta manera, **el equipo económico deja la posibilidad abierta de que la eventual entrada de capitales contenga la suba del tipo de cambio por factores estacionales de la cuenta corriente o, en su defecto, comprarlos y acumular reservas, aunque “poniéndole un piso” al FX.** Si el Tesoro optara por no comprar estos bloques de reservas, habría presión bajista por este lado en el tipo de cambio, lo que mantendría el atractivo en las estrategias de *carry trade*. Respecto al efecto monetario de las eventuales compras de dólares del Tesoro en lugar del BCRA, creemos que no hay diferencias,

ya que los pesos con los que llevaría a cabo la operación el Tesoro están “guardados” en el BCRA (\$16,9 billones al 05/06), equivalente a una expansión monetaria.

## 2. Colocación de REPOS en dólares con bancos internacionales.

Como era esperado en base al escenario base de desembolsos publicado por el equipo económico al momento del anuncio de la fase 3, **se confirmó que el REPO por entre US\$1.500 y US\$2.000 millones con bancos del exterior se concretará mañana**. Esto incrementará en US\$1.500/2.000 millones nuestra medida de liquidez (estimada en US\$16.258 millones al 05/06, últimos datos monetarios disponibles) y nuestras métricas de reservas netas “ácida” (estimada en -US\$1.664 millones) y menos “ácida” (estimada en US\$5.549 millones). En cuanto a la meta de reservas del EFF, recordamos que los primeros US\$1.500 millones de financiamiento privado en dólares no cuentan para las reservas. Por lo tanto, como máximo, sólo US\$500 millones mejorarán las reservas netas bajo la metodología del EFF. Dado que estaba en el escenario base del Gobierno, nosotros ya lo teníamos contemplado en nuestros cálculos, por lo que no mejora nuestra estimación de faltante de acumulación de US\$3.900 millones para mediados de este mes.

### Las reservas mejorarán por el REPO con bancos internacionales



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

- **Medidas para fortalecer el régimen monetario:**

### 1. Reducción de pasivos monetarios contingentes.

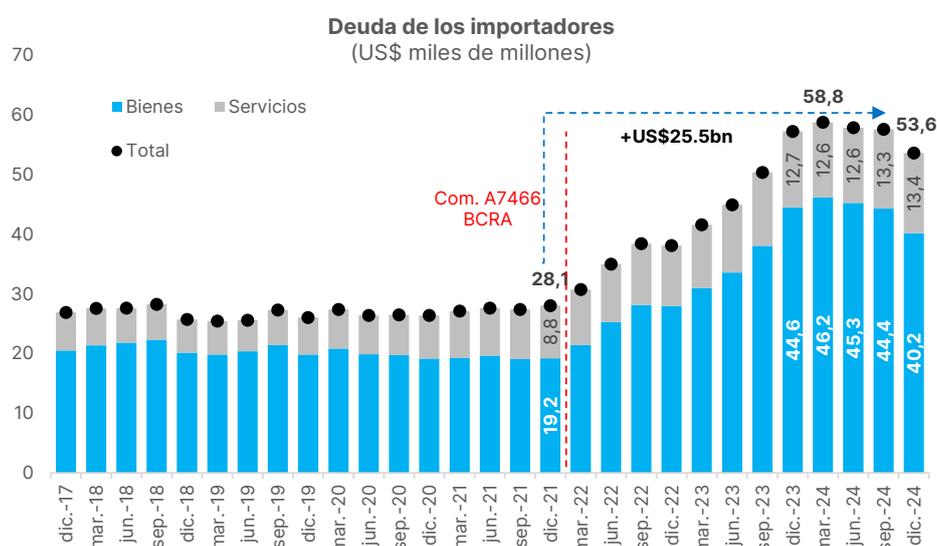
Para eliminar posibles fuentes de expansión monetaria, que derivarían en presiones inflacionarias, **el BCRA les recomprará hoy a los bancos locales el remanente de los puts de liquidez sobre títulos públicos emitidos en la gestión de Alberto Fernández**. Vale mencionar que el BCRA ya hizo una operación similar el 18 de julio de 2024, en la que el 78% aceptó el canje ofrecido. De esta forma, solo quedó un remanente de opciones de venta en manos de los bancos por un total de \$5,8 billones, de los cuales \$4,5 billones son puts americanos (pueden ser ejercidos en cualquier momento antes de la fecha de vencimiento) y \$1,3 billones son europeos.

### 2. Absorción adicional de pasivos monetarios mediante BOPREAL.

El Banco Central ratificó la emisión del **BOPREAL Serie 4**, esta vez con la novedad de haber fijado **la fecha de su primera licitación para el 18 de junio**. Al igual que las series anteriores, será destinado a entidades con deuda comercial previas al 12 de diciembre del 2023 y a firmas con

obligaciones externas relacionadas con deudas o dividendos previas a 2025. Siguiendo el esquema de este programa, se realizarán licitaciones sucesivas y según el comunicado oficial, la primera subasta se llevará a cabo a partir del próximo miércoles. Para tener de referencia, la deuda de los importadores cayó desde un récord de US\$58.800 millones a fines de marzo 2024, previo a que se emitieran todas las series de BOPREAL, a US\$53.648 millones a diciembre 2024 (último dato oficial disponible). Pese a este recorte, el stock de deuda comercial saltó alrededor de US\$25.500 millones desde diciembre 2021. Cabe mencionar que, según los detalles provistos por el Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario publicado mensualmente por el BCRA, la deuda importadora se habría reducido US\$3.315 millones entre enero y abril. Respecto a los dividendos retenidos, si bien no hay datos oficiales, se estima que llegan a US\$7.000 millones.

### El stock de deuda de los importadores trepó US\$25.500 millones desde diciembre 2021



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

Teniendo en cuenta los anuncios anteriores, sabemos que será un bono *bullet* a octubre 2028 con un cupón anual del 3% y pago semestral. A su vez, su suscripción será en pesos al tipo de cambio A3500 por adhesión. Por último, se podrá utilizar para cancelar impuestos como en los *strips* del Bopreal Serie 1. En tanto, aguardamos más novedades sobre la estructura de este título para evaluar de forma integral su atractivo. Recordemos que la emisión tendrá un efecto colateral contractivo sobre la base monetaria. El monto de emisión aprobado es de US\$3.000 millones. De colocarse el total a un FX de \$1.186 la contracción de la BM sería de \$3,6 billones.

### 3. Reordenamiento monetario tras el vencimiento de Letras Fiscales de Liquidez.

De cara al vencimiento de las Letras Fiscales de Liquidez (LEFI) previsto para el 17 de julio de 2025, instrumento que cumplió su función de facilitar la eliminación de los pasivos remunerados del Banco Central, el Ministerio de Economía y el Central **llevarán a cabo un canje del stock de LEFI que figura en el activo del BCRA, de \$17,26 billones al 6 de junio, por una canasta de LECAPs cotizantes en el mercado secundario** a partir del 10 de julio.

De este modo, el Banco Central volverá a tener presencia en las curvas en pesos, contribuyendo a la determinación endógena de las tasas de interés. En este punto nos preguntamos cómo podría impactar esto sobre las curvas de deuda soberana en pesos. Al momento de escribir estas líneas, Santiago Bausilli, indicó por *stream* que el BCRA no va a buscar determinar un nivel de tasa de

interés con las operaciones de mercado abierto sino garantizar la liquidez del sistema. A pesar de esto, sería esperable una compresión en los rendimientos tras esta medida, sobre todo en el tramo corto de la curva de tasa fija (de 1 a 3 meses), que es donde se concentraría la presencia del Central.

**El enfoque monetario pasará a ser uno de control de los agregados monetarios**, lo que reemplaza el límite autoimpuesto de \$47,7 billones de la base monetaria amplia. Cuando se anunció la fase 3 del programa, el BCRA hizo hincapié en el seguimiento del M2 privado transaccional. En caso de que se desvíe de lo estimado por la programación monetaria, el BCRA podría tomar acciones para reducir o incrementar la liquidez, contribuyendo así con el proceso de desinflación. A modo de referencia, el M2 privado transaccional promedió \$47,85 billones en mayo y \$50,74 billones en lo que va de junio, por debajo del estimado del BCRA de \$52,3 billones para junio.

#### **4. Ajustes en la política de encajes para reducir distorsiones y fortalecer el control monetario.**

El BCRA incrementará progresivamente el porcentaje de efectivo mínimo (encajes) para partidas que generan mayor volatilidad y encarecen el crédito al sector privado. En consecuencia, definirá el momento propicio para **unificar el porcentaje de efectivo mínimo aplicable a las cuentas remuneradas**, independientemente del tipo de entidad depositante (los fondos comunes de inversión gozan de una tasa de encaje de 20%, inferior a la del resto de los agentes de la economía). La medida busca disminuir el costo financiero del sistema, redundando en una baja de tasas activas.

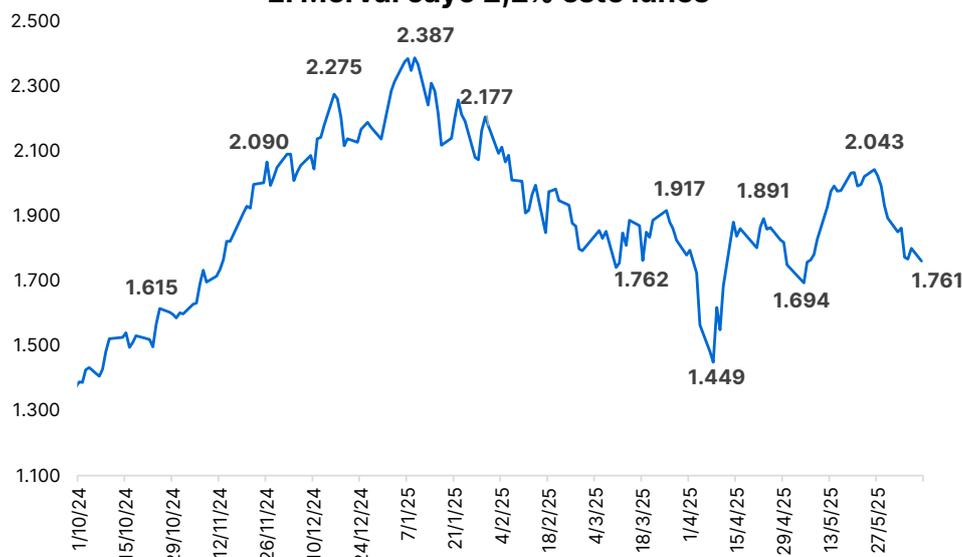
**De momento la reacción del mercado es positiva: los Globales abren la mañana del martes con avances de hasta 1,2%. Por otro lado, aguardamos la evolución de la rueda para observar el impacto en las curvas de pesos. A priori, esperamos un impulso en los instrumentos a tasa fija de corto plazo. El impacto en el tipo de cambio, por ahora, es acotado, con el spot abriendo prácticamente sin cambios y los futuros de dólar de ROFEX con bajas de 0,3% en las posiciones más corta.**

#### **El Merval devolvió la suba del viernes**

**La recuperación del viernes fue efímera.** El principal índice de acciones argentinas había avanzado 1,9% hasta US\$1.800, moderando las pérdidas de la semana. Sin embargo, **ayer volvió a caer otro 2,2% hasta ubicarse en US\$1.761, por debajo de los US\$1.767 del jueves pasado.** Cabe remarcar que fue una rueda relativamente positiva para los principales índices de EE.UU. con el Nasdaq y el S&P 500 subiendo 0,3% y 0,1%, mientras que el Dow Jones se mantuvo *flat*. Entre los emergentes, el ETF EEM avanzó 0,9%, pero los ETFs de los principales países latinoamericanos (EWZ para Brasil y EWW para México) retrocedieron 0,4% y 0,2%, respectivamente.

Volviendo a los papeles con cotización en la bolsa de Buenos Aires que integran el panel líder, estos terminaron teñidos de rojo. La única excepción fue **VALO** que avanzó apenas **0,1%**. Del otro lado, **ALUA (-4,1%), TECO2 (-4,0%)** y **BYMA (-3,5%)** sufrieron las mayores pérdidas. En Wall Street, la tónica fue similar, con la totalidad de los ADRs a la baja. **BIOX (-3,8%), EDN (-3,3%)** y **TEO (-3,3%)** registraron las caídas de mayor magnitud.

### El Merval cayó 2,2% este lunes



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

En cuanto a renta fija corporativa, en el Perspectivas de ayer mencionamos la particular situación que está atravesando este mercado. Por un lado, compañías de alta calidad crediticia y buen historial acceden al mercado sin mayores problemas, mientras que aquellas que son percibidas como menos seguras están atravesando un fuerte stress, con el mercado prácticamente cerrado. En el primer caso, es decir, aquellas con normal acceso al mercado, se destaca **el Banco Macro que volverá a testear los mercados internacionales con la emisión de una nueva obligación negociable**. La Clase G tendrá tasa de interés fija, con pagos semestrales y **vencimiento a cuatro o cinco años desde la fecha de emisión, por un valor nominal de entre US\$300 millones y US\$500 millones**. El proceso de licitación es el conocido como *book-building* y la fecha límite para manifestar interés en la oferta será el próximo jueves 12 de junio. Los fondos podrán ser utilizados para refinanciar deudas, inversiones en activos fijos en argentina, capital de trabajo, la adquisición de empresas y negocios en el país y necesidades generales del negocio. De esta manera, una de las posibilidades podría implicar utilizar los fondos para rescatar su obligación negociable con vencimiento en abril del año próximo (BACAO). **Los clientes de PPI podrán manifestar su interés en la oferta hasta el jueves a las 12:00hs por la plataforma.**

Por su parte, **CAPEX (BYMA: CAPX) vuelve al mercado local a buscar entre US\$40 millones y US\$80 millones con su ON Clase XI dólar MEP, con vencimiento a los 36 meses** desde la fecha de emisión. La licitación también será el próximo jueves 12 de junio y contará de un tramo no competitivo que no indicará tasa por montos no superiores a US\$50 mil y un tramo competitivo que podrá indicar la tasa. Los pagos de interés serán trimestrales y el capital será amortizado en un único pago al vencimiento.

### Las negociaciones con China continúan, los disturbios en LA también

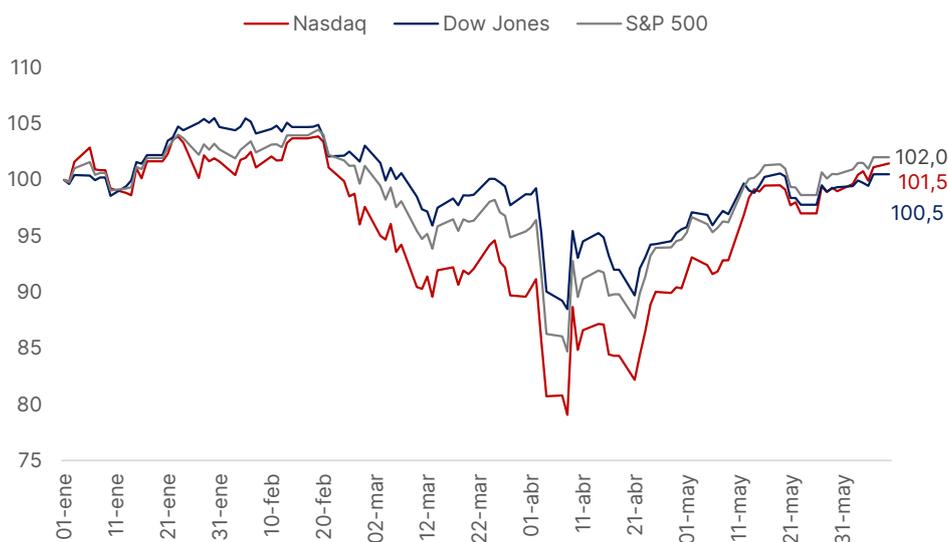
**A Trump le está yendo bien en las negociaciones con China. Al menos eso fue lo que declaró ante la prensa.** De todos modos, las conversaciones aún no están cerradas y continúan hoy. La delegación estadounidense estuvo encabezada por el secretario del Tesoro, Scott Bessent, acompañado por el secretario de Comercio, Howard Lutnick, y el representante comercial Jamieson Greer. La presencia de Lutnick, ex CEO de Cantor Fitzgerald, resalta el peso que están teniendo los controles a las exportaciones en esta ronda de conversaciones. **Bessent aseguró a los periodistas en Londres que tuvieron "una buena reunión"**, mientras que Lutnick calificó el

intercambio como “fructífero”. Por el lado chino, **la delegación fue liderada por el viceprimer ministro, He Lifeng, quien se retiró sin hacer declaraciones a la prensa.**

**A la par, escalan los disturbios en Los Ángeles.** La ciudad se transformó en el epicentro del malestar tras la política migratoria impulsada por Donald Trump. Las protestas contra las recientes redadas migratorias se extendieron por cuarto día consecutivo, con choques cada vez más violentos entre los manifestantes y las fuerzas de seguridad. Estos tomaron lugar especialmente durante la noche, mientras que durante el día predominaron las concentraciones pacíficas. En respuesta, **el presidente ordenó el despliegue de la Guardia Nacional en el área metropolitana y movilizó a 700 Marines, una medida que intensificó las tensiones con las autoridades de California.** El gobernador Gavin Newsom rechazó la decisión y el Estado presentó una demanda contra la administración federal.

En este contexto, **ayer los principales índices bursátiles cerraron en su mayor parte en terreno positivo.** El Nasdaq y el S&P 500 subieron 0,3% y 0,1%, mientras el Dow Jones se mantuvo *flat*. Por su lado, los rendimientos de los *Treasuries* comprimieron a lo largo de la curva. Tanto la tasa a 10 años como la de 2 años bajaron 3 pbs y cerraron en 4,48% y 4,00%, respectivamente.

### Evolución de los principales índices bursátiles



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

## NUESTRO EQUIPO

### **Pedro Siaba Serrate**

Head of Research & Strategy  
[psibaserrate@portfoliopersonal.com](mailto:psibaserrate@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)

### **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. |