

12 de junio de 2025

Daily Mercados

ppi

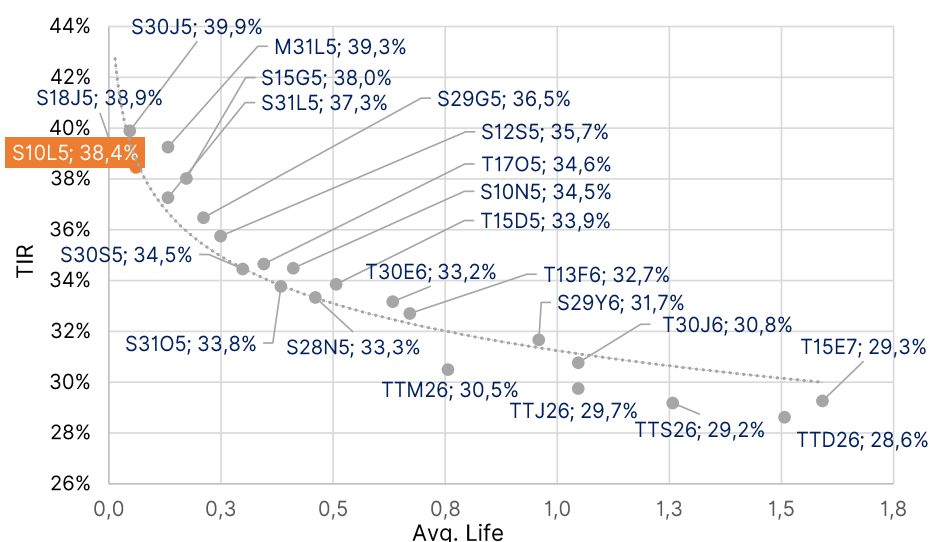
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

Tenemos las condiciones para la primera licitación de junio

El Ministerio de Economía dio a conocer las condiciones para la primera subasta tras la renovación de la Fase 3. Luego de que el Banco Central realizará un canje de las LECAPs con vencimiento en junio (S18J5 y S30J5) por la LECAP con vencimiento a fines de agosto (S29G5), el monto de vencimientos que Finanzas deberá enfrentar en esta licitación se redujo considerablemente. Pasó de \$5 billones a \$3,78 billones.

El menú de instrumentos incluye LECAPs, BONCAPs y el BONTE a 2030. La licitación comienza con una nueva emisión: la LECAP más corta del menú, con vencimiento el 10 de julio (S10L5; 22 días). **En función de la curva actual, estimamos que podría emitirse a una TEM del 2,7%.** No obstante, seguiremos de cerca las tasas que convalide el MECON, considerando el contexto de debilidad en la curva a tasa fija. En cuanto a las reaperturas, se incluyen LECAPs con vencimientos al 15 de agosto (S15G5), 12 de septiembre (S12S5) y 18 de noviembre (S28N5). Por el lado de los BONCAPs, se reabrirán los títulos con vencimiento el 30 de enero y 30 de junio de 2026 (T30E6 y T30J6).

Curva de tasa fija soberana en pesos



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

En cuanto al último instrumento, **vuelve a presentarse en el mercado primario el recientemente emitido BONTE 2030 (TY30P)**. Esta licitación será nuevamente en dólares, aunque la diferencia contra su primera subasta es que se suscribirá al tipo de cambio de referencia A3500 correspondiente al día de la licitación. A su vez, la liquidación de este instrumento será T+3 (no T+5) y el monto máximo a emitir será el equivalente en pesos a un valor efectivo de US\$500 millones, una reducción respecto a los US\$1.000 millones anunciados antes de la renovación de la Fase 3. Por último, también podrán participar inversores locales, ya que la licitación de este instrumento no está limitada exclusivamente a no residentes. Puede leerse el comunicado [aquí](#).

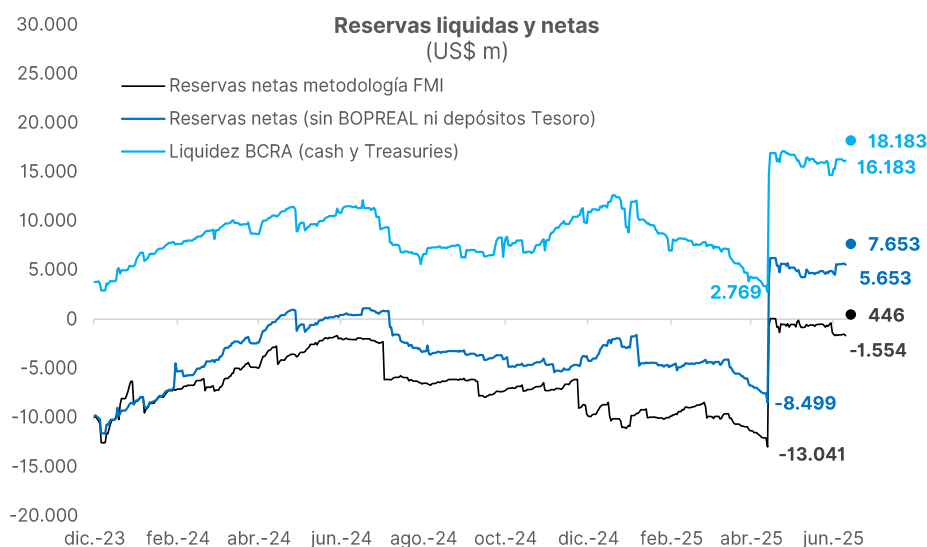
REPO y nueva emisión de BONTE 2030 para mejorar las reservas

En línea con las medidas anunciadas este lunes para fortalecer las reservas internacionales (para más información ver nuestro [Daily del 10/06](#)), **ayer el BCRA confirmó que consiguió un nuevo REPO por US\$2.000 millones con siete bancos del exterior**. Al igual que ocurrió con el REPO por US\$1.000 millones tomado en la primera semana de enero, se utilizó como garantía BOPREAL Serie 1-D y tiene vencimiento en abril 2027. Esta vez **el BCRA consiguió un recorte de 25 pbs en el spread sobre la tasa SOFR a pagar**, pese a que el riesgo país se ubica levemente por encima

de los valores de principios de año (666 pbs frente a 627 pbs). Cabe recordar que, en el REPO acordado en enero, el costo de financiamiento fue tasa SOFR + 475 pbs, mientras que ahora es tasa SOFR + 450 pbs. Así, la tasa anual a pagar equivalente será de 8,25%.

Todavía los US\$2.000 millones no entraron a las reservas. Para tener de referencia, en enero, el REPO ingresó tres días después de concluida la operación. Cuando esto suceda, **tanto las reservas netas (en cualquiera de sus métricas) como las líquidas mejorarán en la cuantía del REPO.** De esta forma, las reservas netas más “ácidas”, que contemplan como pasivos de corto plazo los depósitos en dólares del Tesoro en el BCRA por US\$4.000 millones y las obligaciones de BOPREAL a 12 meses vista por US\$3.200 millones, treparían de -US\$1.554 millones el 09/06 (últimos datos monetarios disponibles) a +US\$446 millones. En tanto, las reservas netas menos “ácidas”, que no considera como pasivos de corto plazo lo mencionado anteriormente, escalarían de US\$5.653 millones a US\$7.653 millones. Por último, las reservas líquidas saltarían de un estimado de US\$16.183 millones a US\$18.183 millones.

Las reservas netas y líquidas mejorarán en US\$2.000 millones por la entrada del REPO



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

En otras novedades que también impactan positivamente en las reservas, ayer el Tesoro anunció las condiciones de la licitación de mañana (para más información ver *“Tenemos las condiciones para la primera licitación de junio”*), en la que **ofrecerá hasta US\$500 millones de BONTE 2030 tanto para inversores locales como no residentes. Esto mejorará las reservas netas menos “ácidas” y la liquidez como máximo en US\$500 millones, pero no así las reservas netas más “ácidas”**, ya que aumentarán el pasivo (depósitos del Tesoro en dólares en el BCRA) y el activo del BCRA (reservas brutas) en la misma magnitud. Además, dado que limitaron las emisiones de bonos en pesos que se suscriban en dólares a US\$1.000 millones mensuales, en caso de adjudicar el total ofrecido en esta licitación, el Tesoro podría “levantar” US\$500 millones más en la subasta del 25/06. Por ende, las reservas netas menos “ácidas” y las líquidas podrían trepar en hasta US\$1.000 millones por este concepto en junio y en los próximos meses. Vale mencionar que **estos dólares van directo a la cuenta corriente del Tesoro en el BCRA y no pasan por el MULC, por lo que las colocaciones primarias de BONTE no presionan a la baja al tipo de cambio.**

Pensando en otras fuentes para recomponer reservas, vale recordar que este martes en el *stream* “Carajo” el equipo económico ratificó que el BCRA no va a comprar reservas dentro de la banda, pero remarcaron que **el Tesoro podría comprar “grandes bloques” de oferta en el mercado**

oficial de cambios. Es decir, se acumularían reservas dentro de la banda, pero poniéndole un piso más alto al tipo de cambio de los \$981 actuales. El Tesoro podría comprar estas divisas tanto con los \$12,1 billones que tiene en el BCRA (al 09/06) como con los \$9 billones que tiene en el BNA (último dato disponible a fines de abril, pero confirmado en [Twitter](#)). Por ejemplo, en las próximas semanas, se espera que YPF liquide en el MULC un préstamo sindicado por US\$1.700 millones. El Tesoro tendrá la opción de comprar estos dólares y recomponer reservas, y así evitar una presión excesiva a la baja en el tipo de cambio.

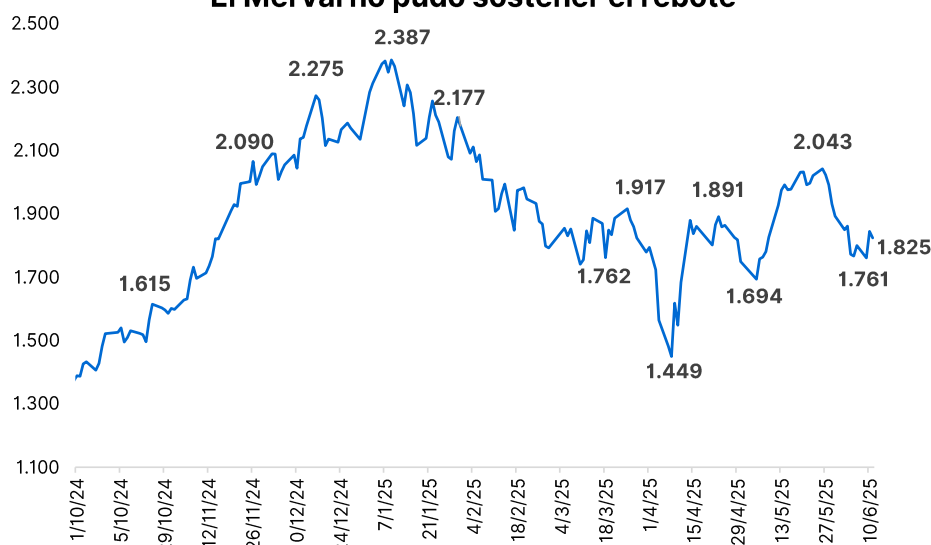
Por otra parte, **hoy a las 16 horas se conocerá el dato de inflación de mayo, el cual se espera que quiebre el 2% mensual por primera vez desde enero 2018, sin contar los meses de pandemia.** Recordamos que las mediciones de alta frecuencia oscilan entre 1,7% y 2%, con la mayoría de los relevamientos arrancando con "1". En tanto, el REM también prevé que la inflación desacelere significativamente, aunque quedó algo más pesimista al estar parado en 2,1% la mediana del total y 2% la del top 10. Por último, nuestro proxy de GBA, que es la región con mayor ponderación dentro de la canasta del IPC nacional (46,4% a abril), nos da 1,4%, asumiendo las variaciones de CABA para cada categoría y aplicándole los ponderadores del INDEC para GBA. Si bien no es infalible, resultó ser un buen predictor en el pasado: en abril dio 2,6% versus 2,8% el relevamiento del INDEC.

El Merval no pudo sostener el rebote

Luego del anuncio de la renovación de la Fase 3 del programa económico, el Merval marcó un fuerte rebote que le permitió moderar la negatividad de las últimas ruedas. Sin embargo, lo bueno duró poco **y ayer volvió a caer 1,1% para situarse en US\$1.825. Así, en las primeras tres ruedas de la semana, las ganancias acumuladas comprimieron hasta 1,4%.** Cabe destacar que fue una mala jornada para los índices de renta variable, con el Nasdaq Composite y el S&P 500 bajando 0,5% y 0,3%, respectivamente y el Dow Jones prácticamente *flat* en la rueda.

El comportamiento de las partes no fue muy distinto al del índice agregado. Los papeles que integran el panel líder del Merval terminaron mayoritariamente a la baja, con **TECO (-5,0%), SUPV (-4,9%) e IRSA (-4,8%)** sufriendo las mayores pérdidas. Del otro lado, las únicas que terminaron en terreno positivo fueron **TGSU2 (+1,9%), TRAN (+0,8%) y TXAR (+0,3%).** Los ADRs que cotizan en el exterior también terminaron mayormente a la baja y, al igual que en la bolsa local, **IRS (-5,7%), TEO (-5,1%) y SUPV (-4,8%)** fueron las más golpeadas, al tiempo que **TGS (+0,6%) y VIST (+2,0%)** fueron las excepciones que terminaron en verde.

El Merval no pudo sostener el rebote

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

En Vaca Muerta, el principal problema que tenían las empresas se vinculaba a la capacidad de evacuación de la producción. En este sentido, las obras como el proyecto Duplicar de Oldelval, que recientemente entró en funcionamiento, comenzaron a solucionar el obstáculo. Hacia adelante, para que se despliegue el verdadero potencial de la cuenca hidrocarburífera deben ampliarse estas obras y realizarse otras. **Uno de estos proyectos es el oleoducto Vaca Muerta Sur (VMOS).** Según palabras del presidente de YPF, uno de los principales socios e impulsores del proyecto, **la construcción del oleoducto estaría adelantada en tres meses. Así, en el segundo semestre del próximo año, podría comenzar a transportar 180 mil barriles diarios,** luego duplicarse y posteriormente alcanzar 500 mil en 2027. Recordemos que, **este proyecto tiene prevista una inversión de US\$2.500 millones** que se financiarán mediante la modalidad conocida como *project finance* que **se firmaría en los próximos días,** según anticiparon algunos medios, **por un monto de US\$1.700 millones.** No obstante, también hay dificultades. A pesar del avance en el oleoducto, **el nuevo cuello de botella sería la construcción de la terminal portuaria que se fabrica en el exterior y requerirá un tiempo mayor.**

Como mencionamos, una de las compañías clave en el desarrollo de Vaca Muerta es Oleoductos del Valle que recientemente puso en marcha el proyecto duplicar plus y que comenzó a reflejarse en los ingresos de la compañía en abril. **Ayer, Oldelval volvió al mercado local** en busca de entre US\$50 millones y US\$100 millones con su ON Clase 5, que tiene pagos de interés semestrales y amortización al vencimiento pasados los 36 meses desde la fecha de emisión. En un contexto en el que varios créditos locales están atravesando una fuerte situación de *stress*, Oldelval no tuvo inconvenientes en captar la atención del mercado. **Recibió ofertas por US\$151,6 millones, de los que tomó solamente US\$85 millones a una tasa del 7,89%. El factor de prorrateo aplicado fue de 33,87% a la tasa de corte.**

Los aranceles parecen no tener impacto en la inflación, ¿y en el mercado laboral?

Tras el buen dato del Índice de Precios al Consumidor (IPC), hoy se conoció otra buena noticia: la lectura general del Índice de Precios al Productor (IPP) se ubicó en 0,1% mensual en mayo. Este valor se posiciona por debajo del 0,2% esperado y muestra una aceleración con respecto al dato anterior (-0,2%). Así, acumula un incremento del 2,6% en los últimos 12 meses. En paralelo, el IPP núcleo también se ubicó en 0,1% mensual, frente al 0,3% que esperaba la mediana de los

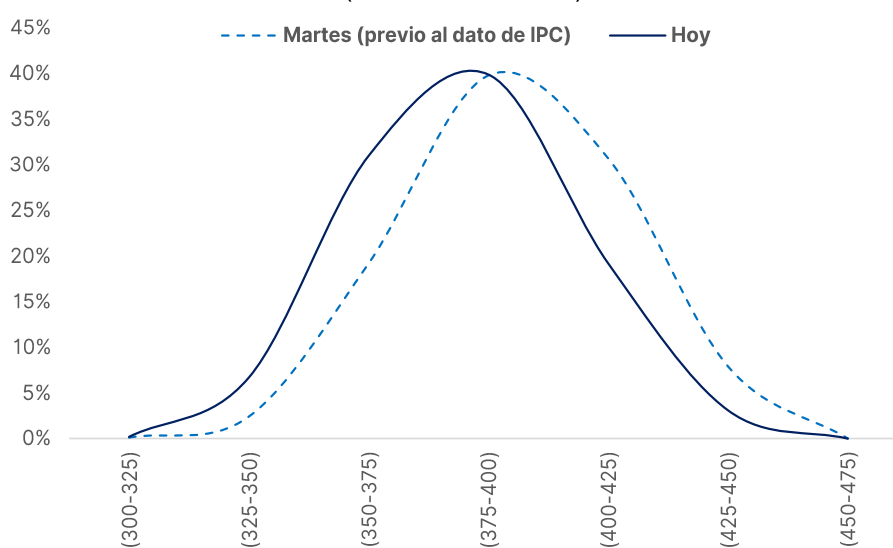
analistas relevados por Bloomberg, y al -0,2% observado en abril. Con estos resultados, la variación interanual asciende al 3%.

En simultáneo, se conocieron los datos semanales de desempleo. Tanto los reclamos continuos como los iniciales resultaron peores a lo esperado. En el caso de los reclamos continuos, alcanzaron los 1.956 mil en la semana que finalizó el 31 de mayo, el nivel más alto desde 2021. El mercado esperaba 1.910 mil, y el dato se aceleró frente a los 1.902 mil de la semana previa. Por su parte, los reclamos iniciales se ubicaron en 248 mil en la semana del 7 de junio, superando los 242 mil esperados y repitiendo la lectura de la semana anterior.

Es interesante que **gran parte del mercado creía que los aranceles iban a terminar impactando en la inflación, algo que no parece estar ocurriendo.** Podría decirse —aunque algo apresuradamente— que los aranceles no pegaron tanto en los precios, sino que encarecieron el costo de hacer negocios en Estados Unidos. Eso frena la economía y, por lo tanto, reduce tanto la inversión como el impulso de consumo. Es una idea que aparece de forma consistente en las encuestas regionales de la Fed, los ISMs y PMIs. Las empresas están viendo mayores costos de insumos y más incertidumbre vinculada a los aranceles, lo que termina enfriando la actividad y, con eso, también la contratación. De hecho, esto ya empieza a reflejarse en los datos: **la inflación se está enfriando, pero el mercado laboral también.**

Bajo estas condiciones, la decisión de la Fed, que venía en modo *wait and see*, debería ser un poco más clara. El frente comercial parece más despejado: Trump adelantó que enviará cartas a sus socios en los próximos días para fijar tarifas unilaterales antes del 9 de julio y según Trump llegaron a un acuerdo con China. En paralelo, gana fuerza la idea de que los aranceles estarían afectando más al nivel de actividad que a la inflación. Es decir, la Fed debería inclinarse hacia el mercado laboral dentro de su mandato dual (empleo e inflación). Y esto es justamente lo que ha estado descontando el mercado: la probabilidad de que la Fed recorte 50 pbs este año pasó de 62% el martes (previo al dato de inflación) a 78% hoy. En este contexto, **los rendimientos de los Treasuries bajan a lo largo de la curva. Tanto la tasa a 10 como la de 2 años retroceden 8 pbs.**

Expectativas del mercado sobre el *path* de política monetaria
(a diciembre 2025)



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

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

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.]