15 de julio de 2025

Daily Mercados

ppi

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

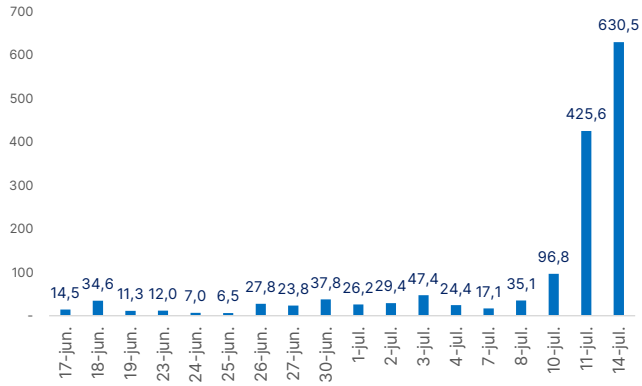
El MECON sorprendió con un llamado a licitación

Antes del cierre del mercado, mediante un post en su cuenta de X, **el secretario de Finanzas Pablo Quirno anunció una licitación del Tesoro fuera de calendario**. En esta subasta, el menú estará conformado exclusivamente por **letras en pesos a tasa fija de corto plazo**. Se llevará a cabo el miércoles 16 de julio de 2025 (T) y la liquidación de las ofertas recibidas y adjudicadas se efectuará el día viernes 18 de julio de 2025 (T+2). El comunicado oficial se puede leer aquí.

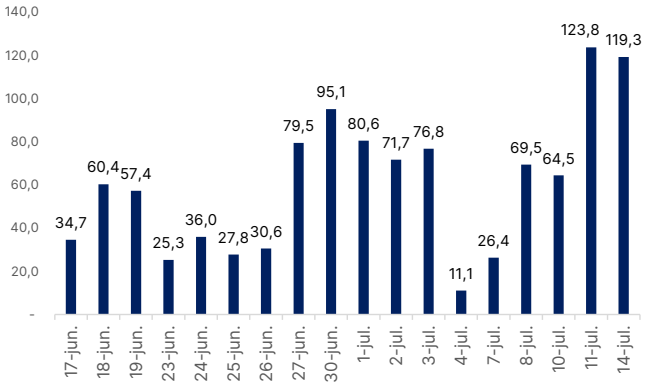
En concreto, se reabrirán las LECAPs con vencimiento al 31 de julio de 2025 (S31L5), al 15 de agosto de 2025 (S15G5), al 29 de agosto de 2025 (S29G5), al 12 de septiembre de 2025 (S12S5) y al 30 de septiembre de 2025 (S30S5). Asimismo, se reabrirá el BONCAP con vencimiento al 17 de octubre de 2025 (T17O5).

¿Cuál es nuestra mirada al respecto? En el contexto de los recientes desarmes de LEFIs, donde un importante flujo de pesos se volcó a instrumentos de devengamiento en el mercado secundario, **los volúmenes operados en las dos LECAPs más cortas, ambas incluidas en el menú de esta licitación fuera de cronograma, podrían ofrecernos una pista sobre los motivos detrás de esta decisión**. Puntualmente, la LECAP S31L5 (al 31 de julio) registró operaciones por $123,8 mil millones VN el viernes y $119,3 mil millones VN ayer, mientras que la S15G5 (al 15 de agosto) alcanzó volúmenes significativamente mayores, de $425,6 mil millones VN y $630,5 mil millones VN, respectivamente. Estos volumenes contrastan notablemente con los de las jornadas previas, pero dado el diferencial de volumen entre ambas se denota que el BCRA estaría armando sus operaciones con las letras que ofreció en el canje del lunes. **Estos factores podrían sugerir que el MECON ve con preocupación la marcada caída en las tasas en pesos**, y estaría intentando establecer un piso para los rendimientos, en línea con lo que señalamos ayer en nuestro informe Perspectivas. Como factor adicional, **se suma la escalada del dólar oficial:** el tipo de cambio spot acumula una suba del 6,3% en lo que va del mes, **lo cual podría reforzar la intención de sostener cierta nominalidad en las tasas para evitar una mayor presión cambiaria.**

Volumen operado S15G5 en mil millones VN



Volumen operado S31L5 en mil millones VN



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

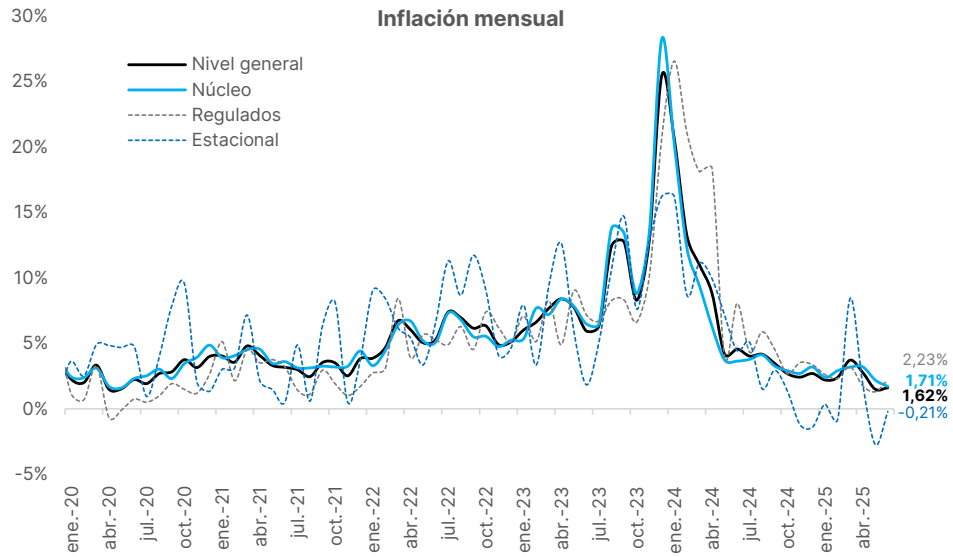
Por este motivo, **estimamos que el Tesoro podría mostrarse más flexible en la convalidación de rendimientos, validando tasas algo superiores a las del mercado secundario y ofreciendo cierto spread en el primario**. Esta dinámica ya se observó en la última licitación, donde llegó a emitir con tasas hasta 20 puntos básicos (TEM) por encima de los niveles operados en el secundario. A modo de referencia, la LECAP con vencimiento a fin de julio cerró ayer en la zona de 2,48% TEM, mientras que las que vencen el 15 y 29 de agosto lo hicieron en 2,38% y 2,34% TEM, respectivamente. Por su parte, las LECAPs con vencimiento el 12 y 30 de septiembre operaron en 2,32% y 2,39% TEM. En tanto, el BONCAP con vencimiento al 17 de octubre cerró en

torno al 2,45% de TEM. Estaremos atentos a qué demanda recibe el Tesoro por el menú ofrecido y qué rendimientos convalida.

IPC de junio: general en 1,6% y núcleo en 1,7%, la más baja desde enero 2018

En junio, **la inflación general aceleró muy en el margen a 1,6% desde 1,5% en mayo, el menor ritmo desde noviembre de 2017 (1,4%), al excluir la pandemia**. Tal como se anticipaba, los precios estacionales, que habían jugado muy a favor de la general en mayo con una deflación de 2,7%, disminuyeron una vez más, pero a un ritmo menor (-0,2% en junio). En tanto, los regulados, que también habían presionada a la baja el IPC en mayo al marcar 1,3%, subieron a 2,2% presionando esta vez al alza. Por esto mismo, la inflación general y la núcleo, que excluye precios estacionales y regulados y, por ende, refleja la tendencia inflacionaria, prácticamente convergieron en junio. **La inflación subyacente se desaceleró del 3,2% en abril al 2,2% en mayo y al 1,7% en junio, el ritmo más lento desde enero de 2018 (1,5%), excluido el COVID-19**.

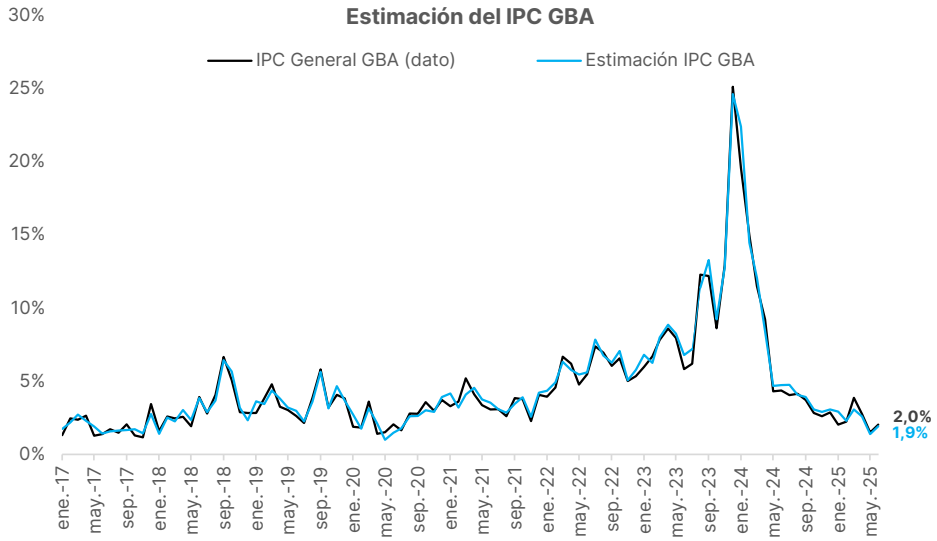
La general y la núcleo prácticamente convergieron en junio



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

La inflación mensual volvió a ubicarse por debajo del 2%. Esto lo previeron tanto el REM como las consultoras privadas, aunque sobreestimaron el dato. En cuanto al primero, la mediana de las expectativas de inflación general se ubicaba en 1,8% y la de la núcleo en 1,9%, aunque el Top 10 veía a la general en 1,9%. Las mediciones de alta frecuencia quedaron igual de lejos al estar paradas en 1,8%, en promedio. También, vale destacar la efectividad de nuestra extrapolación de las variaciones del IPC de CABA al del Gran Buenos Aires. Al utilizar las variaciones de CABA y aplicarle los ponderadores del INDEC para GBA, estimamos una inflación de 1,9% para esta región, muy cercana a lo relevado (2,0%).

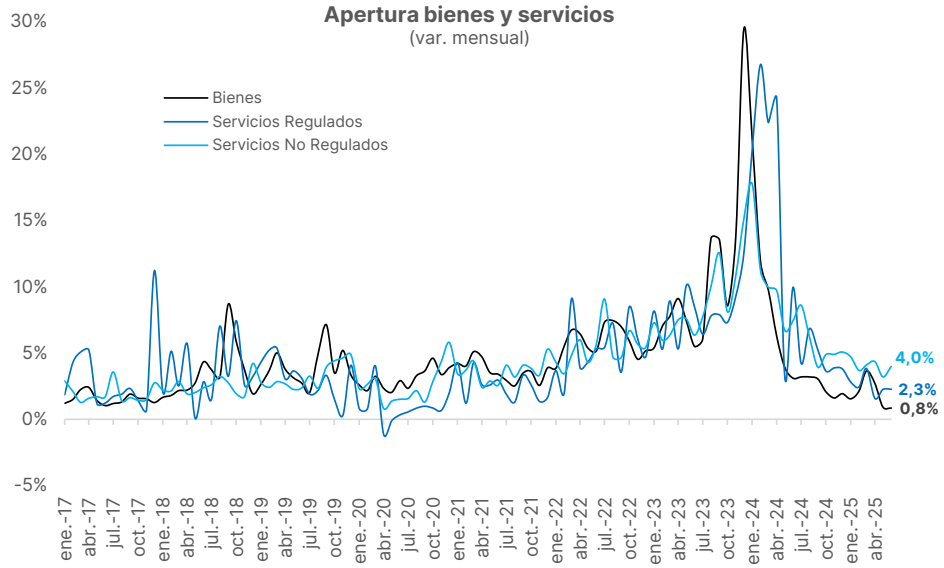
Alta efectividad en la proyección del IPC de GBA



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

Desde otra óptica, **los bienes marcaron un nuevo mínimo, mientras que los servicios repuntaron en junio.** Por un lado, los bienes registraron un nuevo mínimo histórico, desacelerándose del 0,9% en mayo al 0,8% en junio, el ritmo mensual más lento desde el inicio de la serie en enero de 2017. Por el contrario, los servicios revirtieron el descenso del mes anterior: tras ceder 0,3 puntos porcentuales hasta 2,7% en mayo, aceleraron hasta 3,2% en junio. Dentro de la categoría, los servicios no regulados repuntaron desde 3,2% en mayo a 4,0% en junio, mientras que los servicios regulados se mantuvieron prácticamente estables en 2,3%, frente al 2,2% del mes anterior.

Los bienes tocan mínimos, mientras los servicios rebotan



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

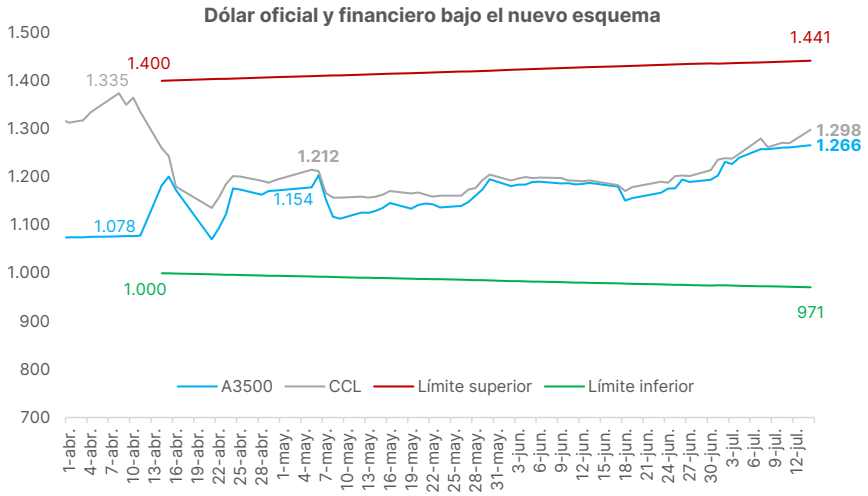
Con un pie más cerca de las elecciones de medio término de octubre y el test político de Provincia de Buenos Aires en septiembre, la inflación se vuelve cada vez más relevante. En un contexto en el que una inflación baja juega políticamente a favor del oficialismo, **la suba del tipo de cambio**

empieza a representar un desafío. Mientras que en junio el A3500 subió en promedio apenas 2,9%, en lo que va de julio ya acumula un aumento de 5,4%. En este sentido, **será clave que el *passthrough* a precios sea bajo**. Las mediciones de alta frecuencia de la primera y segunda semana de julio muestran una aceleración de la núcleo, que podría estar vinculada al reciente rebote del FX. Cabe recordar que, en general, la primera semana del mes suele ser la más inflacionaria, al concentrarse la mayoría de las subas de servicios.

El spot sigue subiendo, pese a que el BCRA habría vuelto a intervenir en futuros

Ayer el dólar marcó su décima rueda consecutiva al alza. El A3500, que es el promedio de los valores negociados durante la jornada, aumentó sólo 0,4% hasta $1.266,2. En cambio, el spot escaló 1,5% hasta $1.280. Así, en los últimos diez días hábiles, saltaron 6,4% y 7,6% cada uno, lo que los alejó del punto medio de la banda de $1.206 y los acercó al techo de $1.441 (recordamos que la banda superior aumenta al 1% mensual y el piso desciende al mismo ritmo). En el mismo sentido, los dólares financieros también extendieron su tendencia al alza. Ayer el MEP trepó 2,1% hasta $1.295,8, a la par que el CCL avanzó 2,2% hasta $1.298. De esta forma, saltaron 8,2% y 8%, respectivamente, desde el 30/06.

Los dólares profundizaron su tendencia alcista

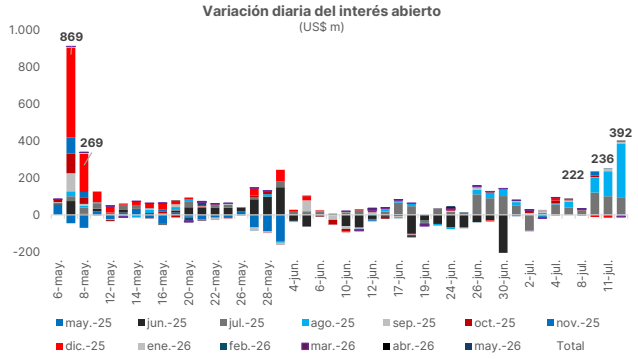


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

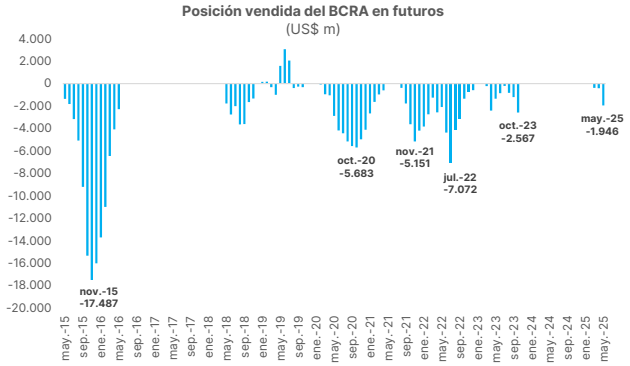
Lo que llama la atención es la magnitud del rebote del spot, pese a que **el BCRA habría vuelto a intervenir en la curva de futuros**. **Por tercer día consecutivo, el incremento del interés abierto (IA) fue atípico**. Tras saltar US$222 millones el jueves pasado y US$236 millones el viernes, ayer el IA se disparó US$392 millones, lo que se explicó principalmente por el aumento en los contratos de julio (US$92 millones) y agosto (US$295 millones). No es preciso asumir que toda la variación del IA se debió a intervención del BCRA, ya que también podría haber inversores privados vendiendo futuros para hacer sintéticos. Sin embargo, la magnitud de la suba hace pensar que el BCRA está presente en el mercado de futuros. Para tener de referencia, es el segundo mayor avance diario en la gestión Milei, al ubicarse sólo por detrás del exhibido el 07/05 (US$869 millones). Para saber si el BCRA efectivamente está interviniendo en futuros, tenemos que esperar a la publicación de la "Planilla de reservas internacionales y liquidez en moneda extranjera del BCRA" de julio, que será el 22/08. El próximo miércoles 23/07 tendremos la posición vendida actualizada a fines de junio. Vale recordar que, a fines de mayo (último dato disponible), el BCRA estaba vendido en futuros por US$1.946 millones, el mayor nivel desde octubre 2023 (US$2.567 millones). Destacamos que, a diferencia del programa firmado por Alberto Fernández y el exministro Martín Guzmán, **el nuevo acuerdo con el FMI no limita la intervención del BCRA en el**

mercado de futuros, aunque la desalienta. Si bien A3 Mercados restringe en US$9.000 millones la posición vendida del BCRA, es una cifra que pocas veces fue excedida en el pasado. Hay que remontarse a la antesala de las elecciones presidenciales de 2015, cuando Alejandro Vanoli presidía el BCRA, para ver una posición vendida que supere este monto.

Por tercer día consecutiva, el interés abierto exhibió una suba atípica



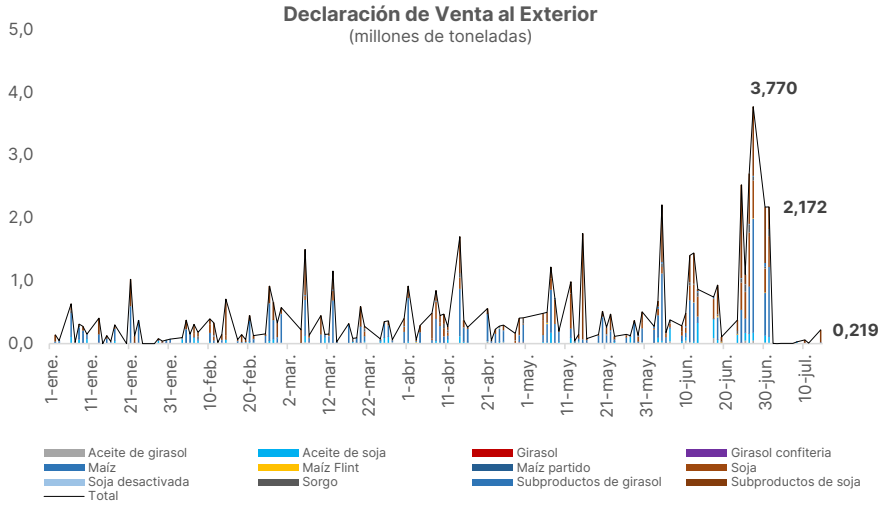
El BCRA tenía una posición vendida de US$1.946 millones a fines de mayo



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

Por último, **consideramos que el mercado podría haberse adelantado al esperado desplome en la oferta del agro a partir del próximo martes 22/07**. La baja transitoria de retenciones para la cosecha gruesa hizo que se adelantara liquidación, por lo que la desaceleración sería mayor a la prevista por la típica estacionalidad. En este sentido, **los nuevos registros de Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior (DJVE) fueron prácticamente nulos desde el 01/07**, último día en que se registraron DJVE a una retención menor. Esto anticipa que la liquidación de divisas en el MULC, que tiene un plazo máximo de 15 días para efectuarse desde el registro de la DJVE, se desacelerará significativamente en las próximas semanas. **Desde el 02/07, se registraron DJVE por 0,33 millones de toneladas o apenas US$138 millones medido a los precios de Chicago**, lo que contraste significativamente con lo registrado en las ocho ruedas previas: 14,9 millones de toneladas o US$4.603 millones. Para terminar, queremos destacar que será clave para el derrotero del tipo de cambio la evolución de las tasas de interés cortas, que podrían verse alteradas en lo inmediato (ver “El MECON sorprendió con un llamado a licitación”).

Las DJVE se desplomaron tras el fin de las retenciones bajas



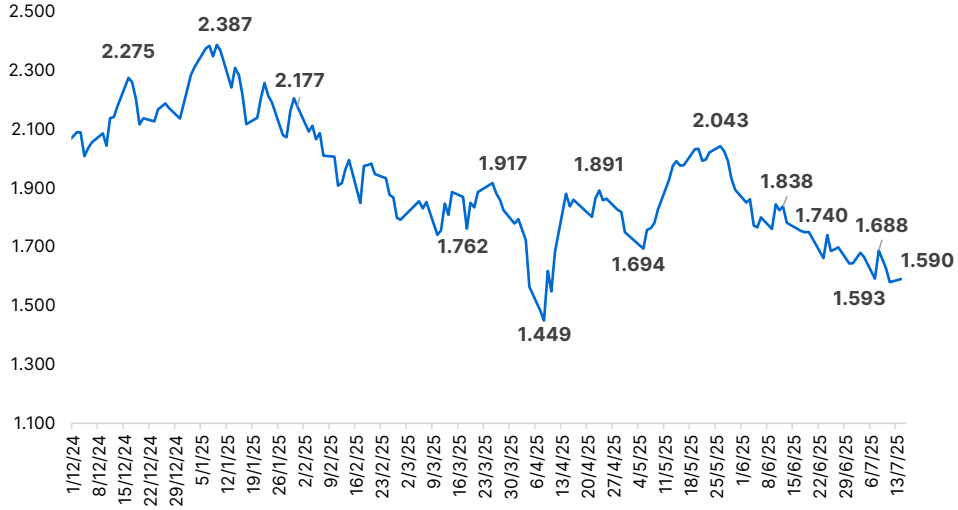
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El Merval comenzó la semana con el pie derecho

Tras el fuerte golpe de la semana pasada (-5,2%), ayer el índice subió 0,6% y cerró en US$1.590. Es importante remarcar que en el exterior el clima también fue positivo. El Nasdaq Composite, el Dow Jones y el S&P 500 subieron 0,3%, 0,2% y 0,1%, respectivamente. No obstante, en el plano emergente, los ETFs cerraron con movimientos dispares. El EEW avanzó 3,9% y el EEM se movió 0,2% en la misma dirección, pero el EWZ fue en dirección opuesta y cayó 0,8%.

En la bolsa local, casi todas las acciones del panel líder cerraron en terreno positivo. **ALUA (+7,3%), PAMP (+5,9%) y TXAR (+5,8%)** lideraron las subas, mientras que **BYMA (-0,3%) y VALO (-0,1%)** fueron las únicas que terminaron en rojo. Cabe destacar que la suba de 2,9% del Merval en pesos, se vio parcialmente explicada por un ascenso del 2,2% por parte del FX. En este sentido, en Wall Street los ADRs argentinos cerraron mixtos. Las mayores alzas fueron para **PAM (+3,6%), CAAP (+2,6%) e IRS (+2,2%).** En cambio, **BIOX (-4,5%), GLOB (-1,7%) y VIST (-1,3%)** encabezaron las bajas.

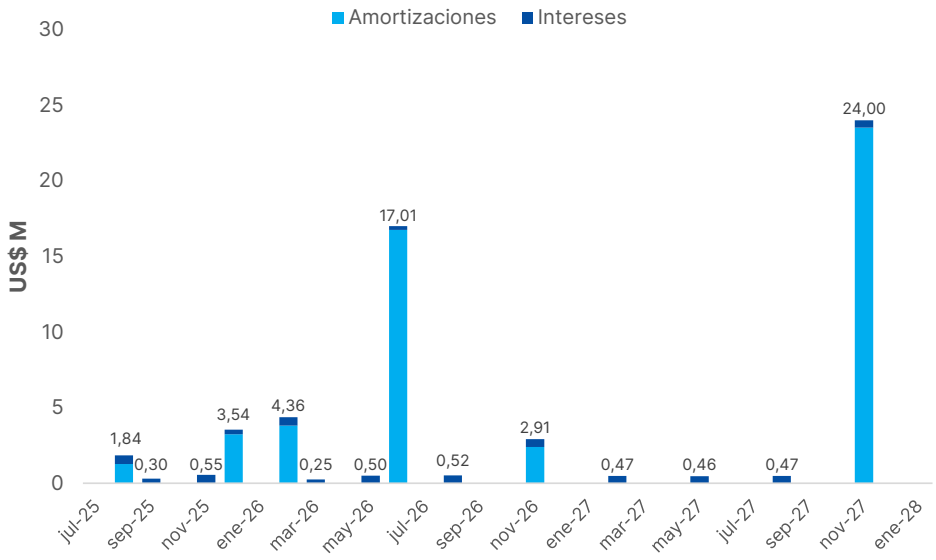
El Merval subió 0,6%



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

Rizobacter sigue bajo la lupa. FIX confirmó su calificación de largo plazo en A(arg), pero recortó la de corto a A2(arg) y sumó un *Rating Watch* negativo. **El principal motivo fue el default de Bioceres S.A., que arrastra una deuda impaga de US$5,3 millones y es accionista indirecto a través de Bioceres Crop Solutions Corp (NYSE: BIOX).** Si bien el evento no afecta directamente los flujos de Rizobacter, genera dudas sobre su flexibilidad financiera, dada la cercanía entre ambas compañías. **A esto se suma que, aunque Rizobacter no enfrenta vencimientos de ONs significativos en lo que queda del año, sí deberá afrontar compromisos importantes en 2026 y 2027.** Además, a lo largo del año y a principios del siguiente también deberá enfrentar pagarés por aproximadamente US$10 millones. De todas formas, FIX destacó su posición de liderazgo en el sector, la diversificación geográfica y su fuerte inversión en desarrollo en biotecnología. Estos factores, junto con un perfil de vencimientos despejado en lo que resta del año, justifican haber mantenido la calificación de largo plazo.

Perfil de vencimientos de ONs para Rizobacter



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

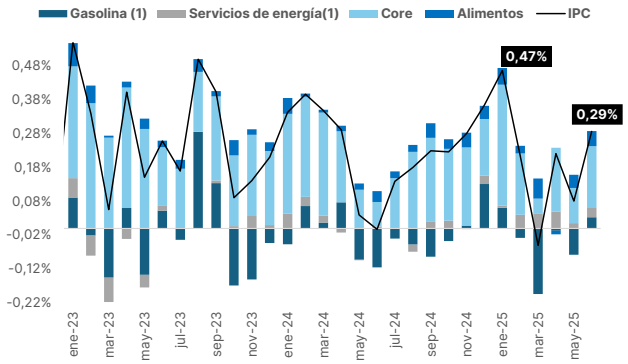
Como mencionamos ayer en nuestro Perspectivas, el caso YPF sigue generando ruido. Esta vez, con un nuevo revés judicial. **La jueza Preska rechazó el pedido de Argentina para frenar la posible transferencia de acciones a Burford.** De todos modos, incluso sin una suspensión formal, seguimos viendo muy difícil que el Gobierno avance con la entrega de su participación. No solo por la decisión política que implicaría, sino porque requeriría pasar por el Congreso, algo poco probable en el contexto actual.

En el mercado primario de deuda corporativa, **mañana se llevarán a cabo las licitaciones de Mercado Pago (FIX: AAA) y Petroquímica Comodoro Rivadavia (FIX: AA).** La primera busca hasta $60.000 millones con una ON ajustable por la tasa TAMAR a 12 meses. La segunda saldrá con una ON *hard dollar* MEP a 36 meses por hasta US$50 millones. Además, **el miércoles será el turno de YPF (FIX: AAA), que licitará un bono *hard dollar* MEP a 24 meses**, con el objetivo de captar hasta US$75 millones. Estas ONs podrán integrarse en efectivo en dólares y/o en especie, mediante la entrega de ONs Clase XXV, XXIX y/o XXXVI.

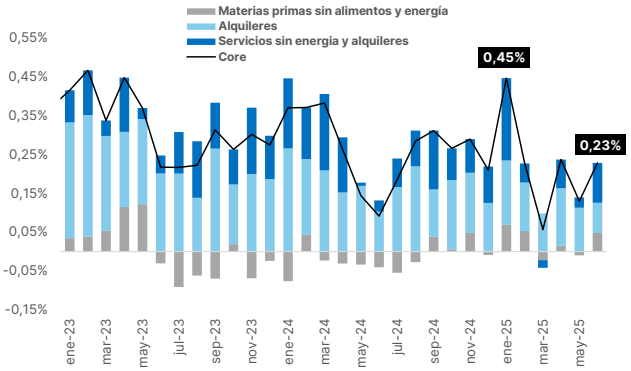
La inflación sigue dejando espacio para que la Fed comience a recortar tasas
Había cierto consenso entre los miembros de la Fed respecto de que la inflación eventualmente se aceleraría durante el verano estadounidense, a medida que las empresas comenzaran a trasladar el costo de los aranceles a los consumidores. En una primera etapa**, muchas compañías se sobrestockearon, o bien adelantando importaciones o incluso absorbieron parte del costo** (aceptando márgenes menores). **Pero, con el correr del tiempo, estas alternativas comienzan a agotarse, aunque más lentamente de lo que anticipaba el consenso del mercado.**

Finalmente, esta mañana llegó el dato de inflación de junio, que mostró una aceleración desde el 0,1% de mayo hasta 0,3%, en línea con lo anticipado por la mediana de los analistas de Bloomberg. Así, la variación anual se ubicó en 2,7%, por encima del 2,6% esperado y del 2,4% registrado el mes anterior. Más allá de esto, **la inflación núcleo, que excluye alimentos y energía, fue 0,2% mensual, por debajo del 0,3% proyectado y por encima del 0,1% previo**. En la misma línea, la *supercore*, que además excluye vivienda, pasó de 0,1% a 0,2% mensual. De esta forma, la núcleo interanual se ubicó en 2,9%, en línea con lo esperado y por encima del 2,8% de mayo.

Evolución mensual de la inflación general



Evolución mensual de la inflación núcleo



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

Más allá de que este es el primer dato, en el que empieza a reflejarse el impacto de los aranceles en los precios, la lectura general es positiva: **la inflación general se ubicó en línea con lo esperado y la núcleo resultó mejor de lo previsto**. En este contexto, **el mercado mantiene la expectativa de que la Fed realice su primer recorte de tasas en septiembre**. La probabilidad implícita sube hoy de 60% a 63%, mientras que la tasa del *Treasury* a 10 años baja 3 pbs. En síntesis, **la inflación sigue dando margen para que el organismo avance con los recortes.**

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate
Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini
Strategy Team Leader
pmorini@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi
Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA
Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi
Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin
Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Melina Eidner
Economist
meidner@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera
Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney
Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola
Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans
Economist
mcucher@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.