

22 de julio de 2025

Daily Mercados

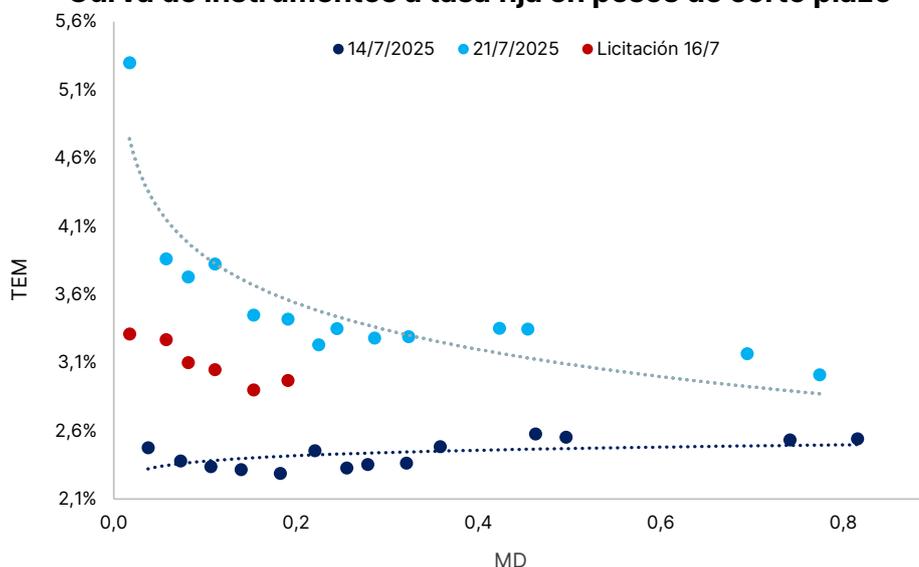
ppi

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

Se sostiene la tensión en el mercado de deuda en pesos

En un contexto de liquidez significativamente más ajustada, tras la liquidación de la licitación del Tesoro fuera del cronograma (18 de julio), donde el MECON convalidó tasas marcadamente elevadas, **los rendimientos de las curvas en pesos se dispararon ayer**. A simple vista, **el sistema bancario enfrentó un descalce de liquidez al ingresar al mercado primario y, ante la ausencia de un instrumento alternativo que ofrezca una tasa de devengamiento a un día sin riesgo precio, se generó un fuerte impacto sobre las curvas de pesos**. Como resultado, los rendimientos de los instrumentos incluso superaron las tasas adjudicadas por el Tesoro la semana pasada, donde el premio alcanzaba los 80 bps en relación con el mercado secundario previo a conocerse las condiciones, y hasta 24 bps si se toma como referencia el mercado del 15 de julio, día previo a la licitación, cuando los rendimientos ya venían en alza por las maniobras del BCRA en el mercado de pases.

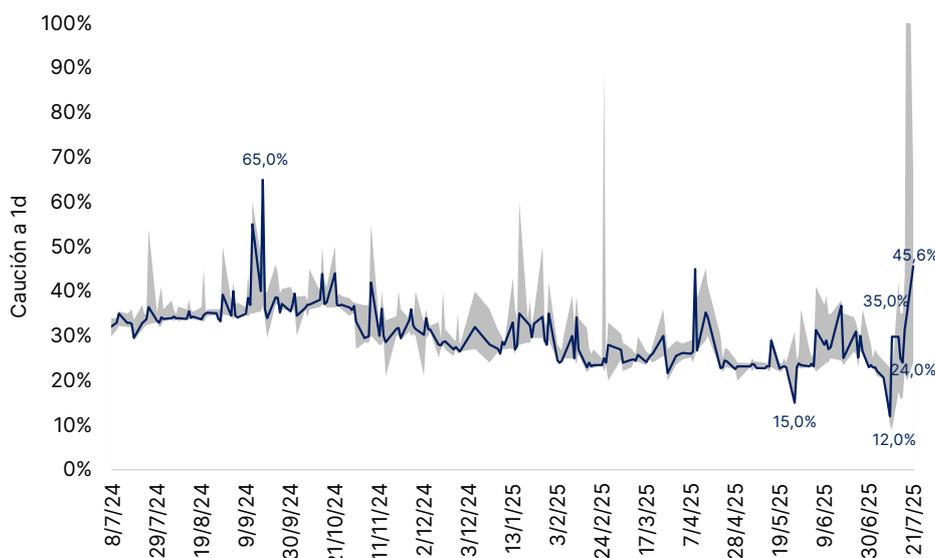
Curva de instrumentos a tasa fija en pesos de corto plazo



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

Ayer, la tasa de caución a un día se disparó hasta cerrar en 45,6% TNA, mientras que los rendimientos de la curva soberana en pesos se catapultaron. Entre las LECAPs más cortas, como la S31L5 (vencimiento a fines de julio), alcanzó una tasa de 5,3% TEM, y la S15G5 (con maturity a mediados de agosto) trepó a 3,9% TEM, mientras que el resto de las LECAPs más largas operaron en el rango de 3,2/3,8%. Entre los instrumentos más golpeados, los BONCAP cerraron con TEMs por encima de 3%, alcanzando hasta 3,4% en octubre y los BONTAMs en 2,6/2,7%. En cuanto a la deuda ajustada por CER, los bonos ya rinden en promedio CER +15% TIR, con una excepción destacada: el BONCER más corto, el TZX05 con vencimiento en octubre, que rinde nada menos que CER +22% TIR.

La tasa de caución se catapultó ayer



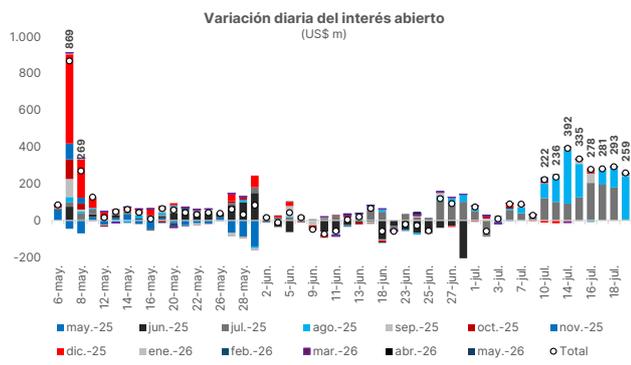
Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

El próximo test para el segmento en pesos será la última licitación del Tesoro del mes, prevista para el 29 de julio, cuyas condiciones se conocerán este viernes. En esa fecha vencen aproximadamente \$11,8 billones, concentrados principalmente en la LECAP S31L5 y la LETAM M31L5. En este contexto, será clave observar cuánto decide renovar sus vencimientos los bancos ante mayores necesidades de liquidez. Conoceremos las condiciones de la licitación este viernes.

Dólar a la baja ante una disparada de las tasas cortas e intervención en futuros

En una rueda en que la tasa de la LECAP al 31/07 se disparó a 5,3% TEM u 85,8% TEA y las dos próximas en vencer cerraron en 3,9% y 3,7% TEM, que equivale a 57,6% y 55,2% TEA (ver "Se sostiene la tensión en el mercado de deuda en pesos"), **el dólar pausó su tendencia alcista**. Si bien el A3500, que es un promedio de los valores negociados durante la jornada, aumentó apenas 0,2% hasta \$1.286, lo relevante fue que el spot recortó 0,9% hasta \$1.275. En la misma sintonía, tanto el dólar MEP como el CCL disminuyeron 0,8% cada uno hasta \$1.281,3 y \$1.287, respectivamente. Otro factor que también podría haber colaborado en este sentido fue **la intervención del BCRA en la curva de futuros. Con la suba de US\$259 millones ayer, el interés abierto (IA) saltó US\$2.296 millones en las últimas ocho ruedas a US\$6.304 millones**. Por ende, alcanzó el mayor nivel no sólo en la era Milei, sino también desde fines de julio 2022 (US\$7.208 millones). Cabe destacar que no es preciso afirmar que todo el aumento del IA se debió al accionar del BCRA, ya que puede haber inversores privados vendiendo futuros de dólar. Sin embargo, **las posiciones sintéticas en pesos** (comprar instrumento *dollar linked* y vender futuro de dólar) perdieron atractivo frente a los mayores rendimientos de la tasa fija, dado el desplome de la curva, lo que hace pensar que ayer la suba del IA se explicó casi en su totalidad por la intervención del BCRA.

El interés abierto trepó US\$2.296 millones en las últimas ocho ruedas



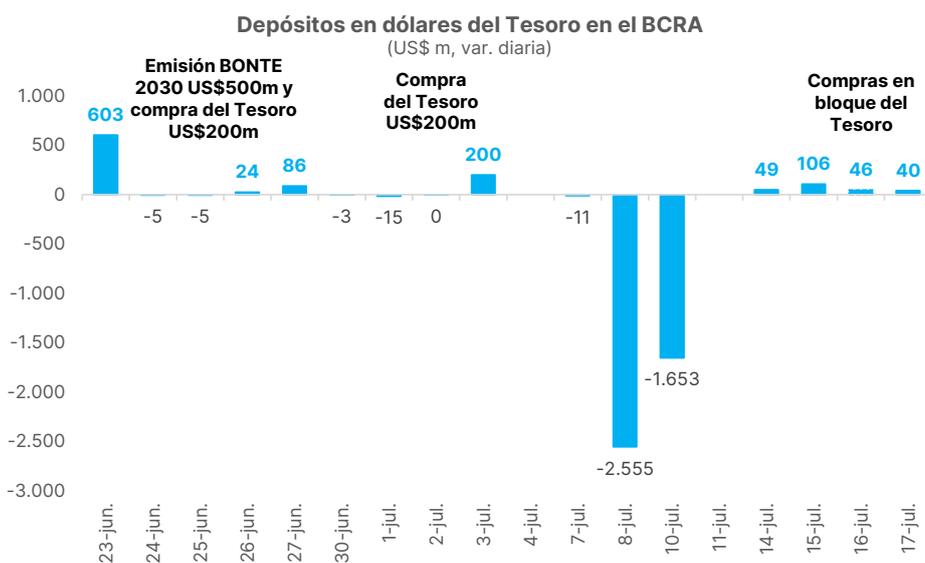
El interés abierto marcó un nuevo máximo en la era Milei



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

En otras noticias relacionadas con el mercado cambiario, **el Tesoro habría continuado comprando divisas en el MULC, aunque menos de las estimadas por la variación de reservas brutas.** Los datos monetarios al jueves 17/07 muestran que los depósitos del Tesoro en dólares en el BCRA escalaron US\$40 millones, mientras que los depósitos en pesos cayeron en la misma magnitud. Esto sugiere que el Tesoro hizo una compra de divisas por ese monto. No obstante, ese día había una variación de reservas sin explicar por US\$324 millones, que se explicó principalmente por una suba de US\$291 millones de los encajes en vez de compras del Tesoro. De esta forma, **el Tesoro habría adquirido alrededor de US\$641 millones entre el 23/06 y el 17/07, pero es posible que haya comprado algo más entre el viernes y el lunes.** Vale recordar que las reservas brutas treparon US\$551 millones el viernes y US\$263 millones ayer, de los cuales US\$505 millones y US\$171 millones no tienen un claro factor explicativo. Según trascendidos en la prensa, la CAF habría desembolsado US\$314 millones el viernes, lo que dejaría un residuo sin explicar de US\$191 millones aquel día. Respecto a la rueda de ayer, no hubo ningún tipo de aclaración de por qué las reservas brutas treparon en esa cuantía. Los datos monetarios que se publicarán entre hoy y mañana por la tarde nos permitirán determinar con mayor certeza si se trató de nuevas compras del Tesoro o aumento de encajes.

El Tesoro habría comprado alrededor de US\$641 millones entre el 23/06 y el 17/07



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

El Merval comenzó la semana con el pie izquierdo

El índice de renta variable local comenzó la semana con una baja de 0,8%, hasta US\$1.589. A modo de referencia, en Wall Street no hubo una tendencia clara. El Nasdaq Composite y el S&P 500 subieron 0,4% y 0,1%, mientras que el Dow Jones cayó 0,1%. No obstante, el plano emergente sí se marcó por una tónica positiva, ya que el ETF EEM y el EWZ subieron 0,6% y 0,9%, respectivamente.

Las acciones que componen al panel líder terminaron mayoritariamente negativas. Las más golpeadas fueron TXAR (-4,0%), COME (-3,3%) y PAMP (-3,0%). Del otro lado, las únicas excepciones fueron LOMA (+0,2%) y BMA (+0,1%), aunque registraron subas muy poco significativas. **En el NYSE, los ADRs locales operaron prácticamente todos a la baja.** VIST (-2,9%), TEO (-2,1%) y PAM (-1,9%) completaron el final de la tabla, al tiempo que GLOB (+1,6%), BMA (+0,8%) y LOMA (+0,6%) fueron los únicos positivos.



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

En el mercado primario de deuda corporativa, **hoy cierra la licitación de Loma Negra (FIX: AAA), de la cual somos colocadores y se puede suscribir ordenes mediante la plataforma hasta las 14hs.** Como fuimos mencionando en nuestros informes, la cementera busca captar hasta US\$150 millones mediante una ON *hard dollar* a 24 meses, con cupón a licitar e integración en dólares o en especie, entregando las ONs LOC20 y LOC30. El canje se hará a la par, sumando intereses corridos, lo que representa una buena salida para quienes ya tienen esos títulos en cartera. **Entendemos que la tasa podría ubicarse cerca del 8%/8,25%, lo que la vuelve muy competitiva frente a otras emisiones AAA recientes.** Además, en el secundario no hay bonos comparables que rindan algo parecido.

Por otro lado, **Arcor anunció el rescate anticipado de su ON internacional con vencimiento en 2027 (ticker local RCCJO) para el 31 de julio.** El bono, que tiene un capital remanente de US\$228 millones, será rescatado al 100% más los intereses corridos desde el 9 de abril hasta la fecha de rescate, lo cual parece agresivo considerando que hasta ayer el bono cotizaba a US\$101,8 clean. Sin embargo, **en el anuncio aclaran que la operación está sujeta a que la empresa obtenga financiamiento por al menos US\$300 millones antes o en esa fecha.** En este sentido, **también anunció una nueva emisión internacional por hasta US\$400 millones.** Este bono, que vencerá

en 2033 pero que amortizará en tres cuotas anuales consecutivas, se ofrecerá hoy y será adjudicado mañana, por lo que tendremos noticias de la operación en breve.

Edemsa colocó una nueva ON Clase 6 en el exterior por US\$150 millones, con vencimiento en 2031 y cupón step-up que comienza en 9,75%, sube a 10,75% en 2029 y termina en 11,75% el último año. La amortización será en tres pagos iguales a partir del cuarto año. El precio de emisión fue del 92,93%, lo que deja una TIR de emisión de 12,2%.

Para cerrar, **Generación Mediterránea (GEMSA) convocó ayer a una Asamblea Extraordinaria para renovar su directorio y designar un nuevo management**. La decisión llegó en medio de su aún irresuelta situación financiera, ya que la compañía sigue en default y resta conocer cómo avanzará la reestructuración de su deuda.

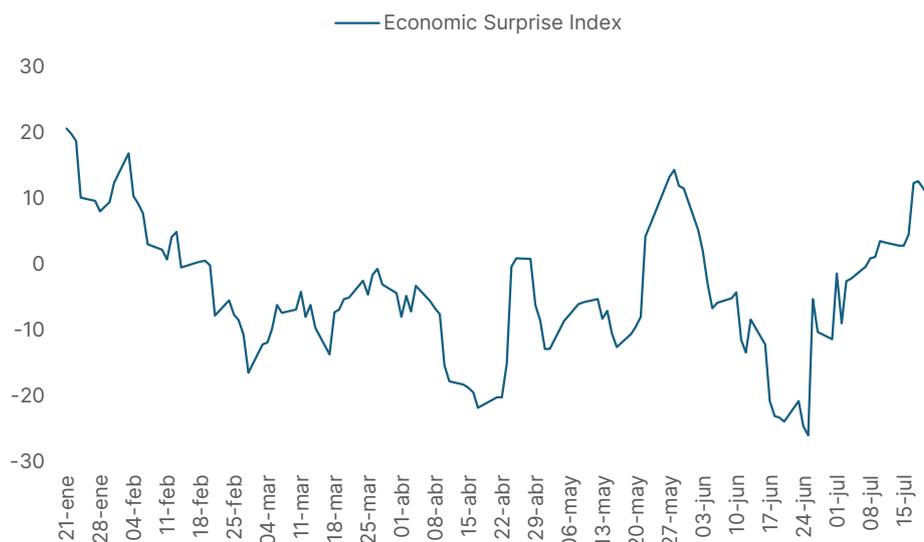
El frente contra Powell sigue abierto

La ofensiva contra la Fed sumó un nuevo capítulo: **el secretario del Tesoro, Scott Bessent, pidió revisar la remodelación del edificio central del organismo, una obra valuada en US\$2.500 millones**. El pedido se leyó como una crítica directa a Jerome Powell, quien sigue resistiendo las presiones de Trump para recortar la tasa. Si bien parece difícil que el presidente pueda avanzar con un despido, el mandato de Powell concluirá en mayo de 2026 y el escenario de recambio ya empezó a tomar forma.

En el último tiempo **los datos económicos fueron mejores a lo esperado**, con impacto positivo en los indicadores de confianza y actividad. De hecho, el *Economic Surprise Index* de Citi, que mide la diferencia entre los datos publicados y las expectativas del mercado, rebotó con fuerza en el último tiempo. Ese tipo de sorpresas **reduce la urgencia de la Fed por flexibilizar las tasas**, sobre todo en un contexto en el que la presión política para recortarla se mantiene —aunque Trump haya bajado algo el tono al decir que no busca echar a Powell por ahora—.

Evolución del *Economic Surprise Index*

(elaborado por el Citi)



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

Aun así, el mercado empezó a mirar más allá de Powell. **Uno de los nombres que suena como posible reemplazo es el de Christopher Waller**. La semana pasada dio un discurso titulado "*The Case for Cutting Now*", en el cual defendió la necesidad de un recorte inmediato. Su visión

coincide con la de Trump: la política monetaria debería aflojar ya mismo o, al menos, en la próxima reunión a fines de julio. Si bien es una postura minoritaria dentro del FOMC, podría ser una visión atractiva para el presidente, que busca un giro *dovish* dentro del organismo.

Por supuesto, **hay quienes creen que Waller está haciendo campaña para quedarse con el sillón de Powell. Imposible saberlo, pero lo cierto es que su planteo no es descabellado.** Considera que el efecto inflacionario de los aranceles es transitorio —algo que muchos economistas comparten—, que el PBI viene perdiendo tracción y que el mercado laboral muestra señales claras de enfriamiento. Uno puede no coincidir con sus conclusiones, pero su razonamiento está dentro de los márgenes de lo que muchos analistas consideran razonable. Además, Waller tuvo buen *timing* en este ciclo: fue uno de los halcones más duros durante el pico inflacionario post pandemia y también uno de los primeros en afirmar que la inflación podía bajar sin afectar demasiado al desempleo, algo que terminó ocurriendo.

Pensando en el día después de Powell, Trump tiene varias opciones. No le va a costar encontrar un candidato alineado con su visión. **Waller podría ser una buena alternativa si lo que busca es una política más *dovish* que efectivamente pueda implementarse.** Hay que tener en cuenta que las decisiones de política monetaria no las toma solo el presidente de la Fed, sino todo el comité. Si quien asume la presidencia es percibido como un simple ejecutor de los deseos de Trump, será más difícil alinear al resto. Waller, en cambio, construyó reputación y criterio propio en los últimos cinco años. Un giro más expansivo podría tener mayor aceptación si surge "desde adentro".

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

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. |