

31 de julio de 2025

Daily Mercados

ppi

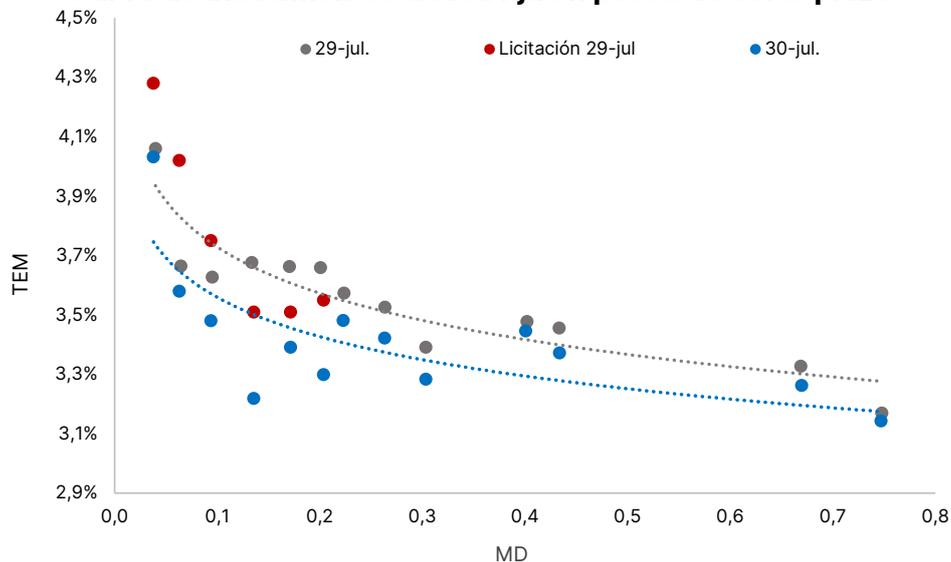
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

Las tasas en pesos del secundario no respondieron al mercado primario

A pesar de que el Tesoro convalidó rendimientos significativamente superiores a los del mercado secundario en la licitación del martes, concentrados mayormente en instrumentos con vencimientos menores a 45 días. Sin embargo, **las tasas en el secundario no replicaron ese movimiento**. Vale aclarar que la compresión de tasas fue de mayor a menor durante la rueda en un contexto en donde el Banco Central reapareció en la ventana de pases por la tarde ofreciendo operaciones (pasivas) de hasta 39% TNA.

Así, **la curva de pesos a tasa fija del tramo corto quedó significativamente por debajo de las tasas emitidas en el primario y de la curva del mercado secundario del martes** (día de la licitación). En este marco, las TEM de las LECAPs comprimieron hasta ubicarse entre 3,2% y 3,6%, con excepción de la más corta (S15G5), que se mantuvo prácticamente sin cambios en 4,0%, aún por debajo del 4,28% adjudicado en la subasta. Por su parte, los BONCAPs cerraron con TEMs entre 2,6% y 3,5%. Mas rezagadas, las BONTAMs (duales) apenas comprimieron sus rendimientos, lo cual redujo el spread respecto a sus pares tasa fija (BONCAPs).

Curva de instrumentos a tasa fija en pesos de corto plazo



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

El tipo de cambio superó los \$1.300

En una rueda en la que las tasas cortas no convalidaron los rendimientos de la licitación del Tesoro y, en la que, el BCRA entró a participar en la rueda de REPO de los bancos para subir la tasa *overnight* por la tarde (ver "Las tasas en pesos del secundario no respondieron al mercado primario"), **los dólares cerraron al alza y superaron el umbral de \$1.300 por primera vez desde que se lanzó el nuevo esquema cambiario el 14/04**. Fue una jornada de mucha volatilidad, lo que quedó reflejado en que la diferencia de cotización entre el A3500 y el spot fue la mayor en 20 días. Al respecto, el spot trepó 1,9% hasta \$1.315, mientras que el A3500, que es un promedio de los valores negociados durante el día, cayó 0,2% hasta \$1.294,2. Por su parte, los dólares financieros también quebraron al alza la barrera de \$1.300. El MEP escaló 2,2% hasta \$1.317 y el CCL 1,9% hasta \$1.320.

Los dólares en máximos desde el lanzamiento del esquema de bandas



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

Así las cosas, **el spot se ubica 9,2% por debajo de la banda superior de \$1.449** (recordar que va ajustándose al alza a un ritmo de 1% mensual) y 36,1% por encima del piso de la banda de flotación de \$966 (decrece al 1% mensual). No obstante, **dado que el Tesoro viene comprando divisas dentro de la banda, comienza a percibirse un piso implícito más elevado**. Al respecto, ayer Caputo [mencionó](#) en su cuenta de X que el Tesoro adquirió US\$1.500 millones en las últimas 35 jornadas. En nuestro último [Daily](#), comentamos que los datos del “Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario” muestran que, en junio, el Tesoro compró US\$175 millones. A su vez, en base a los movimientos en los depósitos en pesos y moneda extranjera en el BCRA, estimamos que lleva adquiridos alrededor de US\$815 millones adicionales en lo que va de julio hasta el 28/07 (últimos datos monetarios disponibles). Por ende, **según nuestros cálculos, el Tesoro compró alrededor de US\$990 millones entre junio y el 28/07 a un spot promedio de \$1.252, lo que nos da una diferencia de US\$510 millones con lo mencionado por el ministro**. Aquí vale hacer dos aclaraciones:

- 1) Nosotros estimamos la compra de divisas mediante los movimientos de depósitos del Tesoro en moneda extranjera y pesos en el BCRA, que es un saldo neto. Es decir, podría haber pagos (por ejemplo, a organismos internacionales) que reducen el número final que nosotros vemos y adjudicamos a compras.
- 2) El Tesoro podría haber comprado la diferencia de US\$510 millones en los últimos dos días, información que aún no tenemos disponible al estar los últimos datos monetarios al 28/07. El martes hay una variación de reservas sin explicar de +US\$1.057 millones, que según trascendidos periodísticos se explicaría por un desembolso de US\$1.200 millones del BID (esto lo confirmaremos entre hoy y mañana con los datos monetarios a publicarse). En tanto, ayer la variación sin un claro factor explicativo es de -US\$389 millones. En ambos casos, una baja de encajes podría estar “escondiendo” posibles compras de divisas.

Por último, nos parece interesante destacar que, con el fuerte rebote nominal del tipo de cambio en el último mes, **el ITCRM (índice de tipo de cambio real) saltó 6,2% en este período hasta el nivel más elevado desde principios de mayo 2024**. Este repunte se explicó por un aumento de

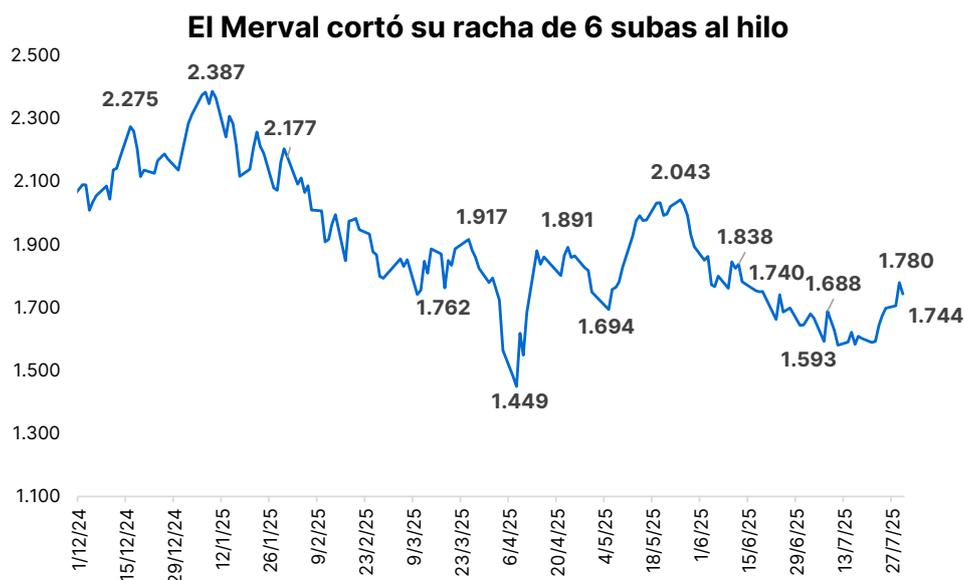
7,5% del tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos (13,1% de la canasta) y un incremento de 5,9% del tipo de cambio real con el resto de los socios comerciales.

El Merval sacó el pie del acelerador

Tras completar seis ruedas consecutivas al alza, el Merval cayó 2,0% ayer y cerró en US\$1.744.

Aun así, llega a la última rueda del mes con una ganancia acumulada de 6,1% frente a junio. En Wall Street, la jornada estuvo marcada por la decisión de política monetaria de la Fed, que mantuvo la tasa en el rango 4,25%-4,50%, y la publicación de datos de empleo ADP que fue mejor de lo esperado (para más detalles sobre el panorama internacional ver "Decisión dividida, pero ¿Powell compensó con el discurso?"). En ese contexto, los índices estadounidenses no mostraron una tendencia clara. El Nasdaq Composite subió 0,1%, mientras que el Dow Jones y el S&P 500 retrocedieron 0,4% y 0,1%, respectivamente. En emergentes, el EWZ avanzó 0,5% y el EEM cayó 0,7%.

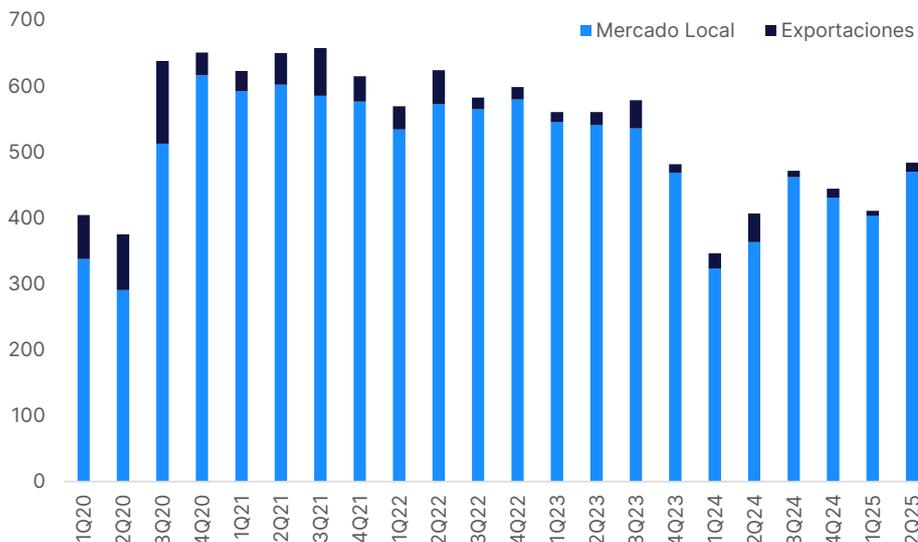
Dentro del panel líder, **las acciones cerraron con movimientos mixtos**. Las más destacadas fueron TXAR (+4,4%) tras su presentación de balance, ALUA (+3,9%) y PAMP (+1,0%). En el otro extremo, COME (-2,5%), TGNO4 (-2,3%) y CRES (-2,3%) lideraron las bajas. En el exterior, **el clima fue más hostil para los ADRs locales**, que terminaron todos en rojo. Las mayores caídas fueron para CEPU (-4,9%), CRESY (-4,0%) y EDN (-3,5%).



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

Ternium Argentina (BYMA: TXAR) inauguró la temporada de balances para las acciones locales con un trimestre que mostró cierta estabilidad en un entorno aún desafiante. **Los ingresos se mantuvieron en US\$522 millones (-0,2% yoy)**, apuntalados por un mayor volumen de despachos, que alcanzaron 483,9 mil toneladas (+0,3% yoy). El crecimiento en el mercado local logró compensar la fuerte caída en exportaciones, que bajaron de 43,5 mil a 14,0 mil toneladas. Por su parte, el resultado operativo fue de US\$4 millones, revirtiendo la pérdida de US\$3 millones del 2Q24, y el EBITDA creció 32,6%, hasta US\$30 millones. Así, **el resultado neto pasó de una pérdida de US\$156 millones a una ganancia de US\$20 millones**, impulsado en parte por las ganancias en Ternium México. Por último, **la propia compañía reconoce en su reseña que el entorno sigue siendo desafiante**, con márgenes deprimidos y competencia creciente de productos importados, en especial desde China.

Despachos totales



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

En el mercado de deuda corporativa, **ayer concluyeron las licitaciones de Pampa Energía por sus nuevas ONs Clase 25 y de Banco Macro por la ampliación de su Clase G internacional.** En el primer caso, la nueva ON hard dollar CCL de Pampa le permitió captar US\$105 millones, con un cupón de 7,25%. La estructura del bono contempla pagos de interés semestrales y amortización *bullet* el 6 de agosto de 2028. En cuanto a Banco Macro, se trató de una reapertura del libro para la Clase G (ticker local BACGO), con vencimiento en 2029 que paga un cupón de 8,0%. El precio de colocación fue de US\$99,986 VN y se adjudicaron US\$130 millones, dejando el *outstanding* total en US\$530 millones.

Decisión dividida, pero ¿Powell compensó con el discurso?

La Reserva Federal mantuvo el rango de tasas inalterado en 4,25%-4,5%, tal como esperaba el mercado. Lo llamativo fue que la decisión no fue unánime: Bowman y Waller votaron a favor de recortar 25 pbs en esta reunión. Es la primera vez desde 1993 que dos gobernadores miembros del *Board* votan en contra del resto.

El caso de Waller es particularmente interesante porque suena como uno de los posibles reemplazos de Powell que analiza Trump y, hace unas semanas, dio un discurso titulado "The Case for Cutting Now". En él, argumentó que el efecto inflacionario de los aranceles es transitorio (una visión que comparten muchos economistas), que el PBI viene perdiendo tracción y que el mercado laboral muestra señales claras de enfriamiento.

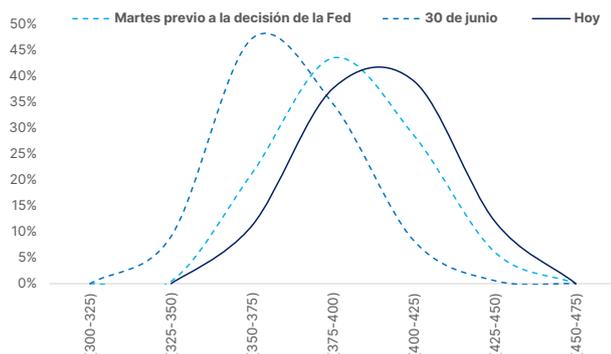
Más allá de estas disidencias, **el comunicado oficial sostuvo que la economía, aunque desacelerando, sigue en expansión, con un empleo sólido y una inflación todavía algo elevada.** En este marco, el Comité consideró prudente mantener la tasa en niveles contractivos hasta evaluar con mayor claridad la evolución de las distintas variables. En definitiva, la Fed sigue en modo *wait & see*.

En la conferencia de prensa, **Powell aclaró que, si bien el escenario base de la Fed es que el efecto de los aranceles sobre la inflación es transitorio, también existe el riesgo de que se vuelva permanente.** A su vez, aclaró que en los próximos meses se van a conocer muchos datos relevantes para evaluar el efecto de estos en la economía. Por otro lado, habló de los dos votos

en contra y dijo que fue una reunión constructiva en la que todos los miembros expresaron sus perspectivas. Además, **acclaró que estamos en una etapa temprana para medir el verdadero impacto de los aranceles en la inflación**. Por ahora, quienes exportan a Estados Unidos y las empresas están sufriendo las consecuencias, y lo lógico es que cada agente intente trasladar los mayores costos al siguiente eslabón de la cadena, aunque algunos quizás no puedan hacerlo.

En este contexto, la probabilidad implícita de un recorte en septiembre, que era de 64% el lunes, subió a 65% tras el JOLTS y hoy, luego de los buenos datos de ADP, PBI y la decisión de la Fed, retrocedió a 45%. Es decir, **el escenario base ahora es que el organismo mantendría la tasa en la próxima reunión**. En cuanto a la probabilidad de observar dos recortes de acá a fin de año, esta pasó del 91% a fines de junio al 65% el día previo a la decisión y al 49% tras conocerse el anuncio. En otras palabras, **ahora el escenario base pasó a ser un solo recorte para lo que resta de 2025**. De este modo, los rendimientos de los *Treasuries* subieron a lo largo de la curva. La tasa a 10 años avanzó 5 pbs hasta 4,37%, al mismo tiempo que la tasa a 2 años lo hizo en 7 pbs hasta 3,94%. Por su lado, los principales índices de Wall Street terminaron mixtos ayer. El Nasdaq Composite subió 0,2%, mientras que el Dow Jones y el Nasdaq Composite cayeron 0,4% y 0,3%, respectivamente.

Expectativa sobre el path de tasas de la Fed (hasta dic. 2025)



La probabilidad de que la FED recorte en septiembre bajó



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

Por otro lado, se publicó la inflación PCE, la medida favorita de la Fed, que vino en línea con lo que habíamos visto en el IPC. Tanto la general como la núcleo avanzaron 0,3% mensual en junio, tal como se anticipaba, acelerándose respecto del 0,2% previo. A su vez, ayer en el *after market*, tuvimos buenas noticias en la temporada de *earnings*: Microsoft reportó un EPS de US\$3,65 frente a los US\$3,35 esperados, y Meta uno de US\$7,14 frente a los US\$5,85 proyectados. Así, sus acciones suben 9% y 12% en el *premarket*, respectivamente. Esto impulsa a los futuros de los principales índices bursátiles: el Nasdaq y el S&P 500 avanzan 1,2% y 0,9% cada uno.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psibaserrate@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.