

18 de agosto de 2025

# Perspectivas de la semana

ppi

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

## El BCRA anunció nuevas modificaciones a los encajes

Post la licitación del Tesoro del miércoles, que iba a dejar hoy \$5,84 billones en manos de bancos, los cuales demandaron gran parte de ese efectivo para integrar encajes, el jueves al mediodía el BCRA sorprendió con nuevas modificaciones a los encajes, restringiendo aún más las condiciones de liquidez. A través de la comunicación [A8302](#), anunció que a partir de hoy modificará cómo se miden los encajes, pasando de promedios mensuales de saldos diarios a una medición diaria, a la vez que dejará sin efecto la posibilidad de traslados. Asimismo, subió transitoriamente en 5pp los encajes para los depósitos a la vista en bancos del grupo A (80% de las entidades financieras), de los FCI money market y las cauciones. A partir de mañana y hasta el 28/11, los encajes de los primeros aumentarán de 45% a 50%, mientras que de los segundos pasarán de 40% a 45%. Este incremento podrá ser integrado con títulos públicos. Además, podrán integrarse 3pp adicionales con títulos del Tesoro adquiridos en licitaciones especiales, revirtiendo casi por completo el recorte de 4pp que entró en vigencia el 01/08.

En definitiva, con los nuevos cambios, los encajes quedaron de la siguiente forma hasta el 28/11:

- Para los depósitos de los FCI money market y las cauciones, subieron de 40% a 45%, de los cuales 5% pueden ser integrado con títulos del Tesoro y el resto en efectivo.
- Para el resto de los depósitos a la vista en bancos del grupo A, escalaron de 45% (5% en títulos públicos y 40% en efectivo) a 50% (13% integrables en títulos públicos y 37% en efectivo).

Tras el anuncio del BCRA, Pablo Quirno informó en su [cuenta de X](#) que habrá una nueva licitación fuera de cronograma, que será exclusiva para bancos y se realizará hoy. El objetivo es que con los títulos licitados integren el aumento de encajes anunciado el jueves. El Tesoro ofrecerá sólo una letra TAMAR con vencimiento el 28/11, que coincide con el día que finaliza la suba transitoria de 5pp de los encajes. Estimamos que la demanda de los bancos por este instrumento podría ser de alrededor de \$4,3 billones: \$3 billones para integrar el aumento de 5pp para todo tipo de depósito a la vista y \$1,3 billones por el cambio de integración (3pp que cambiarían de efectivo a títulos públicos) para el resto de los depósitos a la vista (sin contar FCI money market y caución). De ser licitado un monto similar, coincide en buena parte con los pesos que iban a ser acreditados hoy a los bancos de la licitación del miércoles. Dicho de otra manera, si el incremento en la integración de encajes de lo que va de agosto, los bancos la habían fondeado con endeudamiento de corto plazo (call/repo con otros bancos o venta de LECAPs cortas), esa escasez de pesos se mantendrá esta semana, ya que los “nuevos” pesos irían a la licitación de ad hoc de hoy. Esto mantendría las tasas cortas muy presionadas.

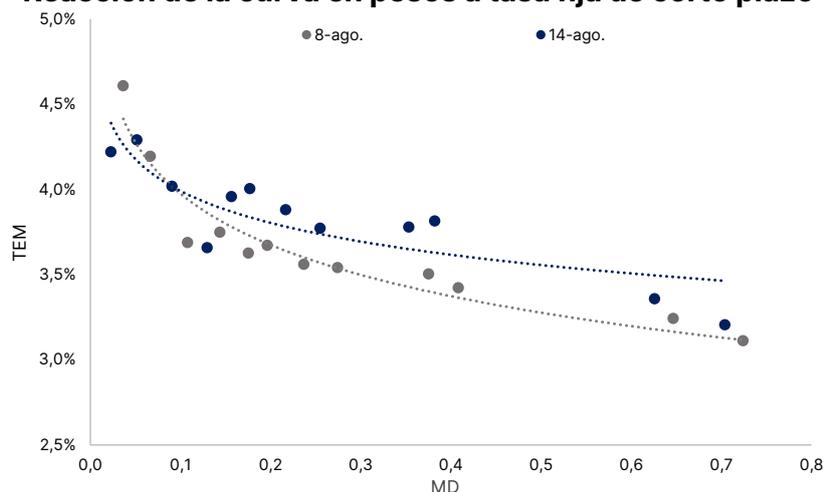
**Clave: Caputo [aclaró](#) que “el M2 transaccional es un agregado monetario que el BCRA simplemente monitorea, en particular cuando se aparta más de dos desvíos de su media”. Mencionó que la política monetaria actual es “rules based”: la cantidad de pesos está fija (Base Monetaria amplia = BM + pasivos remunerados + depósitos en pesos del Tesoro en BCRA) y sólo variará si se compran dólares en el piso de la banda o se venden reservas en el techo. Asimismo, dijo que, si en una licitación el rollover es menor a 1x (tal como ocurrió en la subasta del miércoles pasado), el BCRA puede tomar acciones dependiendo si considera que se debe a un aumento de la demanda de dinero (“punto Anker”) o no. El ministro especificó que, en caso de que no se explique por un aumento de la demanda de pesos, “como es la situación actual, producto del escenario pre-electoral”, los pesos se esterilizarán a través de encajes remunerados, no remunerados u otro mecanismo que considere pertinente el BCRA. Dicho esto, entendemos que el objetivo de la política monetaria de acá a la elección será mantener las tasas en niveles elevados para contener la presión alcista sobre el tipo de cambio, evitando así una aceleración de la inflación.**

**Las curvas de pesos otra vez en el centro de la escena**

El mercado de pesos siguió marcando la agenda. Tras la última licitación del Tesoro de la semana pasada, en la que el rollover fue de tan solo 0,61x, el BCRA anunció cambios en los encajes con el fin de evitar que el excedente de pesos presione a la baja las tasas, lo que podría generar cierta presión alcista en el mercado cambiario. En concreto, como mencionamos en “El BCRA anunció nuevas modificaciones a los encajes”, volvió a aumentar los encajes requeridos para las entidades financieras, al mismo tiempo que modificó la forma de su cómputo. A su vez, el Tesoro agregó una subasta fuera de calendario para bancos (en la que ofrecerá únicamente una LETAM con vencimiento al 28 de noviembre) para aquellos que quieran aumentar su proporción de encajes remunerados. Esto tuvo su correlato en las curvas en moneda local.

¿Cómo reaccionaron? Los rendimientos del tramo corto se moderaron levemente, mientras que los del segmento más largo volvieron a repuntar. Así, las LECAPs cerraron el jueves (feriado local el viernes) con TEMs en el rango de 3,9%-4,3%, a la par que los BONCAPs finalizaron con tasas entre 3,2% y 3,7%. Los BONTAMs, que habían mostrado la corrección más pronunciada en la jornada previa, treparon hasta la zona de 2,5%-2,7% TEM (valuadas como tasa fija). En paralelo, tras el buen dato de inflación núcleo de julio, los bonos ajustados por CER se dispararon y rinden en promedio CER +18,8% TIR, con el tramo corto ofreciendo tasas reales que superan cómodamente el CER +26% TIR.

**Reacción de la curva en pesos a tasa fija de corto plazo**



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

Por su parte, el universo de deuda en dólares mantuvo su propia dinámica, alejado del ruido de las curvas en pesos. Aunque el jueves cerraron levemente a la baja, el viernes operaron relativamente *flat*, completando así una semana positiva. En particular, la deuda *hard dollar* avanzó entre 0,6% y 1,5%, con las mayores subas concentradas en la parte larga de la curva. Vale destacar que fue una semana sólida para el segmento de deuda emergente y distressed: bonos soberanos comparables a los argentinos, como los de Pakistán, Turquía, Ecuador y Nigeria, subieron entre 0,4% y 1,4% en la semana.

**Clave: será relevante monitorear el resultado de la licitación extraordinaria que el MECON llevará a cabo hoy, destinada a las entidades financieras que busquen ampliar su proporción de encajes remunerados. En esta oportunidad, solo se ofrece una LETAM con vencimiento el 28 de noviembre, coincidente con la fecha en la que expira la suba adicional de encaje para los depósitos a la vista. También, seguiremos de cerca la reacción de las curvas en pesos frente a**

**la nueva dinámica de encajes dispuesta por el BCRA. En el plano de la deuda en dólares, con el listado completo de candidatos para las legislativas del 26 de octubre, esperamos que los Globales argentinos se muevan en línea con los factores externos hasta el próximo evento de referencia, que será la elección local en PBA el 7 de septiembre, y luego en función de lo que definan las urnas a nivel nacional. Hoy los Globales operan con tono optimista, en sintonía con emergentes y distressed.**

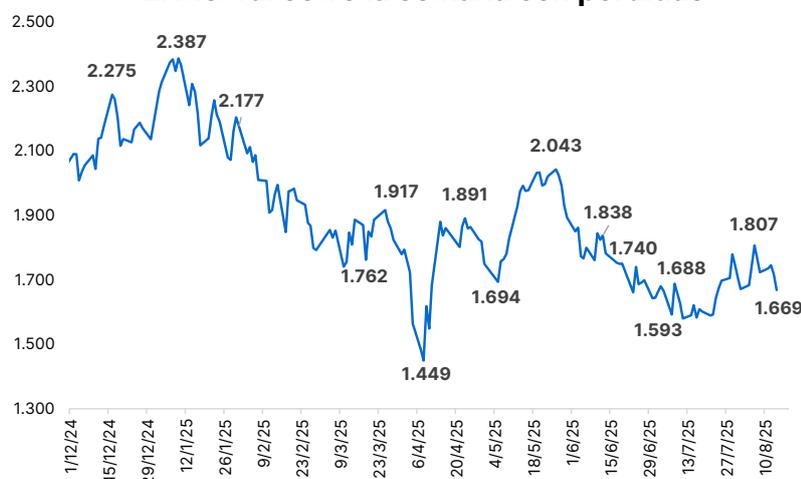
## El Merval cerró la semana con pérdidas

El Merval cayó 2,8% el jueves hasta US\$1.669. De esta manera completó la semana con una caída de 3,2%. Cabe destacar que el viernes no hubo mercado en Argentina, aunque sí en el ámbito internacional, donde no se observó un panorama claro para los índices de Estados Unidos. El Dow Jones subió apenas 0,1%, mientras que el Nasdaq Composite y el S&P 500 retrocedieron 0,3% y 0,4%, respectivamente. En el plano emergente, el ETF EEM perdió 0,2% y el EWZ 0,1%.

Ampliando sobre las acciones que componen al panel líder, sus últimos movimientos fueron el jueves y, como adelantamos, siguieron una tendencia negativa. Las más afectadas fueron SUPV (-9,7%), TECO2 (-8,1%) y METR (-6,7%). No obstante, al observar los movimientos de los ADRs locales en el exterior el viernes, se ve que la dinámica no difirió de la del jueves. La mayoría de los papeles terminaron en rojo. GLOB lideró las pérdidas con un desplome de 14,9% tras su presentación de resultados, y la siguieron LOMA (-2,5%) y GGAL (-2,4%). Del otro lado, MELI (+3,1%), YPF (+0,9%), CAAP (+0,7%), VIST (+0,2%) y PAM (+0,1%) fueron las únicas que terminaron con ganancias.

Entrando en detalle sobre la fuerte pérdida de Globant (NYSE: GLOB), la compañía reportó ingresos por US\$614,2 millones, un aumento de 5% interanual, mientras que los costos crecieron en la misma proporción hasta US\$396,5 millones. El resultado bruto alcanzó US\$217,6 millones frente a los US\$209,5 millones del año pasado. Sin embargo, el resultado operativo se desplomó a US\$5,9 millones desde los US\$53,8 millones del 2Q24. La diferencia se explicó por la línea "Business Optimization Costs" que apareció entre los movimientos operativos, relacionada a su estrategia de reducción de personal, que implicó una pérdida de US\$47,6 millones. Como consecuencia, tras restar intereses por US\$10,2 millones y sumar un crédito impositivo de US\$742 mil, Globant cerró el trimestre con una pérdida neta de US\$3,7 millones (su primera pérdida desde 2013), en contraste con la ganancia de US\$40 millones del año pasado.

## El Merval cerró la semana con pérdidas



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

**Clave: nos encontramos en plena temporada de balances y esta semana será el turno de la mayoría de los bancos. Entre ellos, presentarán resultados GGAL, BMA y BBAR. En el mercado de deuda corporativa, hoy finaliza el canje de Petrolera Aconcagua Energía, que depende de una aceptación superior al 90% para que Tango Energy haga un aporte de capital que convierta a Vista Energy y Trafigura en accionistas de la empresa. Además, el miércoles se llevará a cabo la licitación de la ON hard dollar a 12 meses de Banco Hipotecario. Desde PPI somos colocadores y podrás suscribir directamente desde la plataforma.**

## **Zelensky otra vez cara a cara con Trump: ¿paso clave por la paz?**

Una nueva cumbre acaba de comenzar. El presidente ucraniano Volodymyr Zelensky ya se encuentra en la capital estadounidense para un encuentro clave con Donald Trump en la Casa Blanca. Esta vez, no estará solo, sino que acompañado por siete líderes europeos de peso: Úrsula von der Leyen (presidenta de la Comisión Europea), Mark Rutte (secretario general de la OTAN), Keir Starmer (primer ministro del Reino Unido), Emmanuel Macron (presidente de Francia), Friedrich Merz (canciller de Alemania), Giorgia Meloni (primera ministra de Italia) y Alexander Stubb (presidente de Finlandia). Es importante destacar que el encuentro se lleva a cabo apenas unos días después de la reunión entre Trump y Vladimir Putin en Alaska, un preludio que condiciona la agenda.

El dilema ucraniano se vuelve cada vez más evidente. Putin planteó exigencias concretas en su reunión con Trump: la cesión del Donbás, la entrega de Crimea y la renuncia definitiva de Ucrania a ingresar en la OTAN. A cambio, Rusia congelaría las líneas de frente actuales. Mientras tanto, Zelensky redobló su presión por garantías de seguridad que aseguren un acuerdo “duradero” y reafirmó que las fronteras ucranianas “no deben alterarse por la fuerza”.

Sin embargo, por el momento la guerra no da tregua. En paralelo a las negociaciones, los ataques rusos continúan: al menos siete muertos se reportaron en el ataque contra Járkiv y tres en Zaporíyia, además de decenas de heridos. “La máquina de guerra rusa sigue destruyendo vidas”, denunció Zelensky antes de verse cara a cara con Trump.

**Clave: de salir “todo bien” hoy, Trump adelantó su intención de convocar una reunión trilateral con Putin y Zelensky este viernes, en lo que podría ser un paso decisivo hacia la paz. Por otro lado, habrá más eventos importantes en la semana. Del 21 al 23, en Jackson Hole se volverán a reunir los principales banqueros centrales. Jerome Powell será el anfitrión, y cada palabra sobre política monetaria será analizada con lupa de cara a la próxima reunión de la Fed del 17 de septiembre. De todas formas, los inversores ya tienen su escenario base, descontando un 85% de chances de un recorte de 25 pbs.**

## Lo que pasó

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
<b>11-ago</b>	AR	Llamado de Licitación	Ago	-	-	-
<b>12-ago</b>	US	IPC Anual	Jul	2,7%	2,8%	2,7%
	US	IPC Núcleo Anual	Jul	3,1%	3,0%	2,9%
	BR	IPC Mensual	Jul	0,3%		0,2%
<b>13-ago</b>	AR	IPC Mensual	Jul	1,9%	1,8%	1,6%
	AR	IPC Núcleo Mensual	Jul	1,5%	1,9%	1,7%
	AR	Licitación del Tesoro	Ago	-	-	-
	AR	Índice de Salarios	Jun	3,0%		3,0%
<b>14-ago</b>	US	Índice de Precios al Productor Mensual	Jul	0,9%	0,2%	0,0%
	US	Subsidios Iniciales por Desempleo	Ago	224K	225K	226K
	US	Reclamos Continuos	Ago	1953K	1965K	1974K
	JAP	PBI Trimestral Anualizado	2T	0,3%	0,4%	-0,2%
<b>15-ago</b>	US	Producción Industrial Mensual	Jul	-0,1%		0,3%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

## Lo que vendrá

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
<b>18-ago</b>	AR	Resultado fiscal primario	Jul			\$790.533M
	AR	Resultado fiscal financiero	Jul			\$551.234M
	AR	Llamado de Licitación	Ago	-	-	-
	AR	Liquidación de Licitación	Ago	-	-	-
<b>19-ago</b>	AR	Índice de Costos de la Construcción	Jul			1,3%
	AR	Índice de Precios Mayoristas	Ago			1,6%
<b>20-ago</b>	AR	Intercambio Comercial Argentino	Jul	-	-	-
	AR	Estimador mensual de Actividad Económica	Jun			-0,1%
	US	Minutas del FOMC	Ago	-	-	-
	UK	IPC Anual	Jul		3,7%	3,6%
<b>21-ago</b>	AR	Índice de Confianza del Consumidor	Ago			2,0%
	US	PMI Manufacturero	Jul			49,8
	US	Subsidios Iniciales por Desempleo	Ago			224K
	US	Reclamos Continuos	Ago			1953K

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

## NUESTRO EQUIPO

### **Pedro Siaba Serrate**

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

### **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.