

9 de septiembre de 2025

Daily Mercados

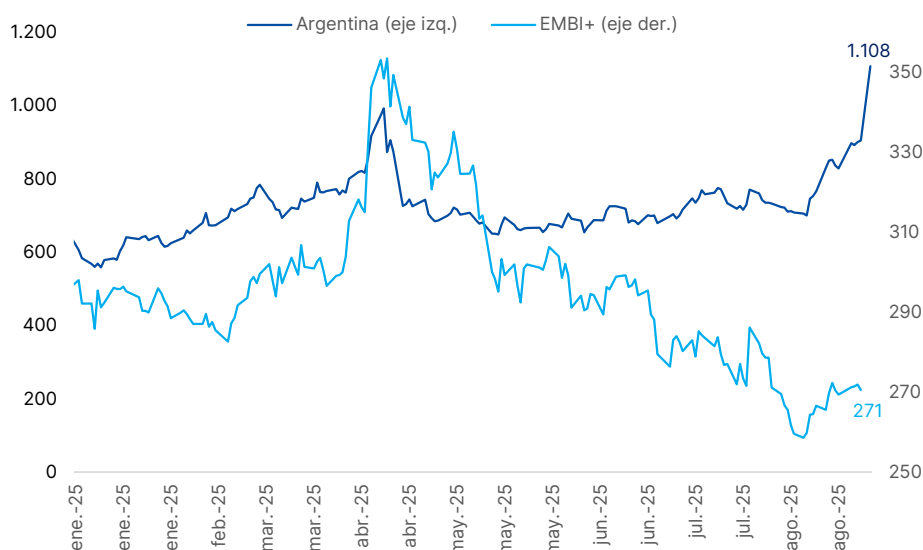
ppi

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

Los bonos se desplomaron en la primera rueda post resultado electoral

Como era previsible, **el mercado de renta fija reaccionó con fuerza al revés electoral del Gobierno en las urnas bonaerenses**. La deuda soberana en dólares ley NY llegó a desplomarse hasta un 10% en las primeras horas de la rueda, aunque luego recortó parte de las pérdidas para cerrar con bajas de entre 6,4% y 9,3%. Este ajuste implicó una marcada ampliación de rendimientos: **en el tramo corto, las tasas se ubican en el rango de 18,2%-19% (TIR)**, tras aumentar hasta 416 puntos porcentuales, mientras que en el tramo largo **las tasas promedian una TIR de 15%**, tras aumentar 181 puntos porcentuales. En este contexto, **el riesgo país saltó hasta los 1.108 puntos básicos**.

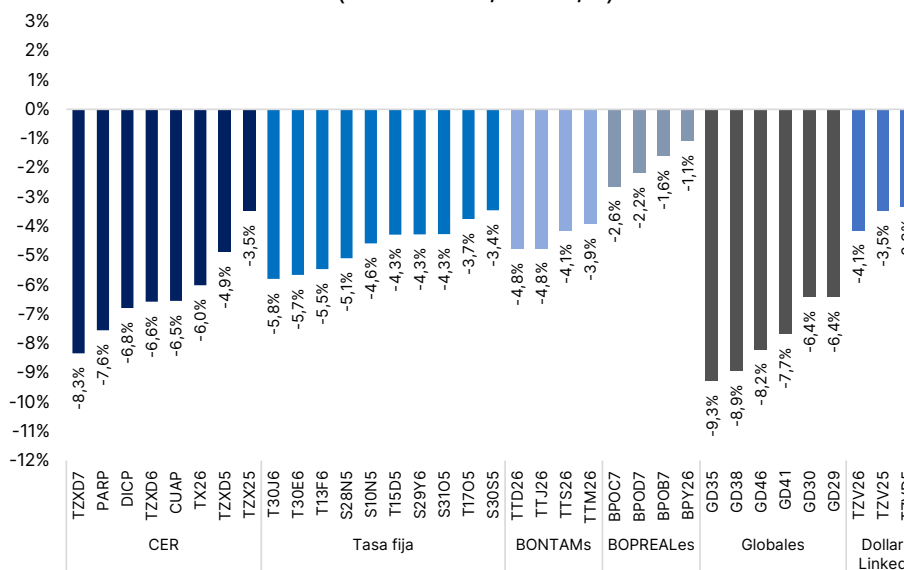
El riesgo país superó los 1.100 puntos básicos



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

¿Cómo se comportó el universo en pesos? La sangría se profundizó. En este segmento, los bonos ajustados por CER fueron los más castigados, con caídas de hasta 8,3% en el tramo largo. Los títulos a tasa fija, si bien mostraron descensos más “moderados” en el relativo, tampoco escaparon a la fuerte presión vendedora: en dólares, las LECAPs retrocedieron entre 3,4% y 5,1% (más suaves en los plazos cortos), los BONCAP cayeron hasta 6% y los BONTAM cerca de 5% en los tramos más largos. En cuanto a rendimientos, las TEMs se ubicaron en rangos de 3,8%–4,75% para las LECAPs, 4%–4,7% para los BONCAPs y 2,3%–2,8% para los BONTAMs. Finalmente, la tasa de caución mostró una fuerte volatilidad: marcó un máximo de 75%, un mínimo de 23% y cerró en 26,2% TNA.

Retorno Total medido al CCL (desde el 5/9 al 8/9)



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

En este contexto, **Javier Milei reunió a su Gabinete tras la paliza electoral en la Provincia de Buenos Aires**. El mercado estaba expectante ante posibles cambios en el equipo luego de semejante revés en las urnas. Sin embargo, el presidente descartó modificaciones en su Gabinete, aunque reactivó una mesa política nacional y pidió convocar a los gobernadores. Puede leerse una nota al respecto [aquí](#).

El dólar tuvo una reacción más moderada que el resto de los activos

El salto del dólar fue mucho más moderado que el derrumbe de los activos argentinos tras las legislativas bonaerenses. En la primera rueda luego de los comicios, el spot avanzó 4,1% desde \$1.355 hasta \$1.410, tocando \$1.450 en la apertura de la rueda. Así, quedó a 4,1% o \$60 por debajo del techo de la banda cambiaria (\$1.470). En la misma sintonía, el A3500 trepó 4,2% hasta los \$1.422,17. **Lo sorprendente es que, mientras el tipo de cambio oficial mostraba un ajuste relativamente “moderado”, los bonos *hard dollar* se hundieron entre 6,3% y 9,3%** (ver “Los bonos se desplomaron en la primera rueda post resultado electoral”), **y el Merval en dólares se desplomó 16,6%** (ver “Día negro para el Merval”). Incluso, la suba del tipo de cambio oficial resultó menor que la del 31 de julio (+4,5%), cuando los bancos optaron por demandar spot ante la falta de *rolleo* de la posición más corta de futuros ofrecida por el BCRA (caída de US\$1.778 millones en el interés abierto de la primera posición).

Los dólares subieron alrededor de 4% post elecciones bonaerenses

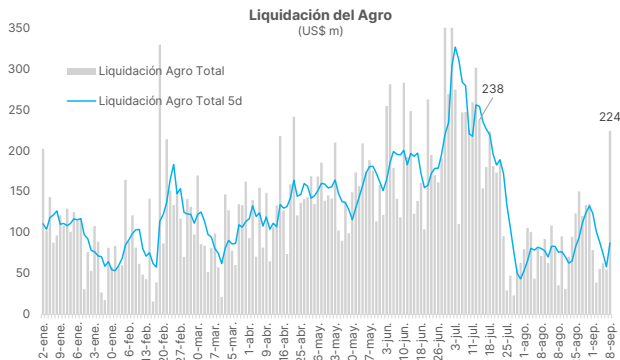


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

¿Qué estuvo detrás de la dinámica del dólar? Si bien el Tesoro apareció en el mercado de cambios —el BCRA ni siquiera en las sombras—, en la rueda de ayer hubo otro protagonista desde el lado de la oferta. El Gobierno habría vendido US\$34 millones en el mercado libre de cambios, según adelantó Florencia Donovan en X ([link](#)). **La gran sorpresa vino del agro: liquidó US\$224 millones**, la cifra más alta desde el 15 de julio (US\$238 millones), en la víspera de la expiración de las retenciones temporales más bajas a la mayoría de los cultivos. Para tomar magnitud, la liquidación de ayer casi cuadruplicó el promedio diario de la semana pasada (US\$58 millones).

El *timing* no fue casual. Es usual que saltos en la liquidación del sector se den en un contexto donde los exportadores anticipan cambios en el dólar, ya que la fijación del tipo de cambio para el pago de la retención se hace t-1. Es decir, la liquidación de ayer del agro, a un dólar que osciló entre \$1.410 y \$1.450, pagó una retención al dólar BNA divisa del cierre del viernes de \$1.355. Esto implicó un “ahorro”, en el extremo, de 7%. En otros episodios de expectativa de salto en el tipo de cambio por un evento relevante, esto ya ha ocurrido, como en la víspera del traspaso de mando de Alberto Fernández a Milei. **Si bien esto puede ser leído como un *one timer*, vale destacar que las DJVE al exterior volaron, saltando de 0,29 millones de toneladas el viernes a 1,71 millones de toneladas ayer.** Esto anticipa que hay mucho flujo del agro por liquidarse en las próximas ruedas, lo que podría apaciguar la presión cambiaria. **De todos modos, no debe soslayarse que estamos hablando de un stock y lo que termina imponiéndose son los flujos.**

El agro aportó un caudal de oferta ayer que ayudó a contener el TC



El salto en las DJVE de ayer anticipa fuerte flujo del agro en los próximos días

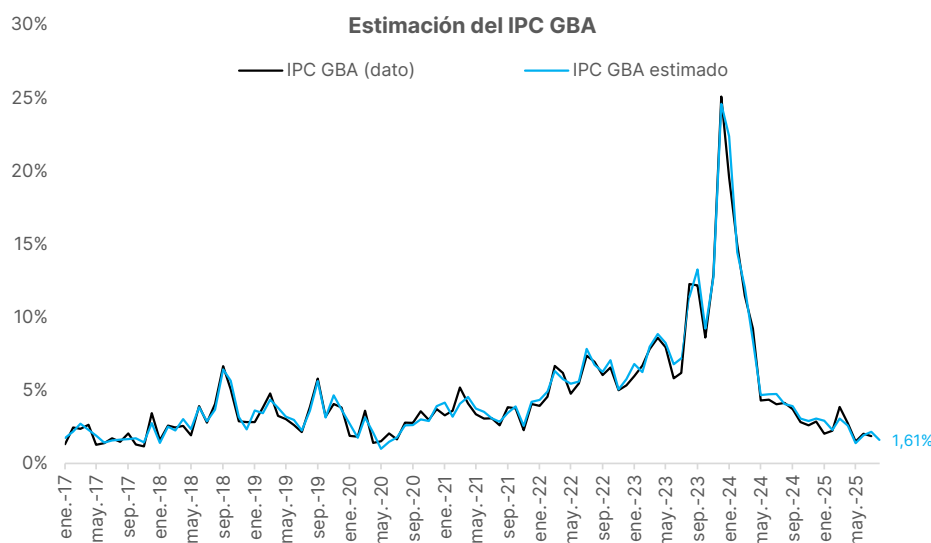


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Por su parte, **el mercado de futuros de dólar no dio sorpresas tras las elecciones**. El tramo corto reaccionó en línea con el tipo de cambio, con subas de 3,5% en septiembre y 2,9% en noviembre, mientras que los contratos largos mostraron incrementos algo más moderados: 2,9% en mayo de 2026 y 2,5% en agosto de 2026. Ayer, la variación en el interés abierto fue de US\$91 millones. Bajo nuestras estimaciones, la posición vendida del BCRA rondaría entre US\$5.460 millones y US\$5.660 millones, partiendo de la última información oficial de julio (corta en -US\$3.812 millones) y suponiendo que el 80%-90% del aumento en el interés abierto corresponda al propio Central.

En paralelo, el IPC de Ciudad de Buenos Aires aportó **señales alentadoras de cara a conocer el dato de inflación de agosto mañana a las 16:00 horas**. La inflación porteña fue de 1,59% en agosto, desacelerándose desde el 2,49% de julio. Los precios estacionales tuvieron un rol clave, pasando de 9,0% a -2,73%. Los regulados también se moderaron de 2,07% a 1,86%. Lo más interesante es que la inflación núcleo se mantuvo prácticamente sin cambios en 1,99% frente al 1,94% del mes previo. Todo esto se dio en un contexto de aceleración del tipo de cambio con bajo pase a precios, lo que deja traslucir que la política monetaria restrictiva habría operado sobre la suba de los no transables, compensando la suba en los transables (los cuales incluso pueden haber no copiado la suba del TC por compresión de márgenes). **Al extrapolar las variaciones de los precios de CABA con la estructura de ponderadores de GBA, se obtiene un proxy para la región (45,5% del total del índice del INDEC a julio) de 1,61% mensual**, lo que implicaría una baja respecto al 1,87% de julio.

El IPC de CABA arrojaría una inflación de 1,6% para GBA en agosto



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

Licitación del Tesoro: la primera post el mal resultado del Gobierno en PBA

Para la primera licitación tras el revés electoral, el MECON seleccionó LECAPs, instrumentos TAMAR, BONCERES y alternativas dólar linked con el objetivo de afrontar los **vencimientos que, tras el canje intrasector público de la S12S5, se reducen a \$7,25 billones**. Dicho canje explica la mayor parte de los compromisos actuales y se realizó por las LECAPs S10N5, S16E6 y S27F6.

En concreto, en el segmento de LECAPs, se reabrirán las series con vencimiento el 31 de octubre de 2025 (S31O5), el 10 de noviembre de 2025 (S10N5) y el 16 de enero de 2026 (S16E6). Asimismo, se licitará un nuevo TAMAR con vencimiento el 15 de diciembre de 2025 (M15D5), junto con un BONCER al 31 de marzo de 2026 (TZXM6). Finalmente, dentro de las opciones dólar linked, se incluirán los títulos con vencimiento el 31 de octubre de 2025 (D31O5) y el 15 de diciembre de 2025 (TZVD5). No llama la atención que se haya evitado ofrecer instrumentos de corto plazo que caigan en la ventana previa a las elecciones de octubre. Puede leerse el comunicado oficial [aquí](#).

Por el momento, el Gobierno no anunció un incremento de encajes en la previa de la subasta, como ocurrió en la última licitación de agosto. De no lograr un *rollover* del 100%, el Tesoro podría absorber el excedente tal como estuvo haciendo en la ventana de pases pasivos incrementando su posición a partir de la última licitación de agosto (\$4,2 billones al 5/9).

Día negro para el Merval

Ayer, el principal índice de renta variable local se desplomó 16,6%, hasta US\$1.203 millones, registrando su valor más bajo desde el 8 de agosto de 2024. Indudablemente, una derrota tan contundente del oficialismo en las elecciones de medio término en la Provincia de Buenos Aires fue sorpresiva para el mercado. En consecuencia, **el índice registró su quinta peor caída de su historia, y la mayor desde la pandemia**. De cara a las elecciones de octubre, sería esperable que la volatilidad continúe en el mercado de renta variable dada la incertidumbre del potencial resultado electoral. Particularmente porque el oficialismo encara las elecciones legislativas nacionales en clara desventaja. En este sentido, **las medidas que pueda llegar a tomar el gobierno nacional serán clave para ver si logra contrarrestar la diferencia que obtuvo la oposición en PBA**. Algo que fue de gran ayuda para que el panorama no fuera peor fue que, en Estados Unidos, el mercado se mantuvo positivo: el Nasdaq Composite, S&P 500 y Dow Jones

subieron 0,5%, 0,3% y 0,2%. En emergentes, la tendencia fue mixta, con el ETF EEM avanzando 0,9%, y el EWZ cayendo 0,2%.

En cuanto a las acciones, todo el panel líder terminó en rojo. Las mayores pérdidas se dieron en el sector bancario, con SUPV (-20,6%), GGAL (-20,1%) y BBAR (-20,0%) a la cabeza. En cambio, TXAR (flat), TRAN (-1,9%) y CRES (-4,8%) fueron las menos afectadas. **En Wall Street, la sangría también golpeó a los ADRs argentinos,** con BBAR (-24,4%), SUPV (-24,0%) y GGAL (-23,6%) liderando las caídas, mientras que BIOX (-1,5%), GLOB (-2,5%) y MELI (-2,9%), con menor exposición local, resultaron las menos castigadas.

El Merval registró la quinta peor caída en su historia



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

Entre las noticias corporativas, **Pampa Energía aprobó un nuevo plan de recompra de acciones por hasta US\$100 millones o un máximo del 10% del capital social.** Según lo informado, la medida busca achicar la brecha entre el valor de libro y el de mercado, fortalecer la acción y generar valor para los accionistas. El plan fija precios topes de US\$60 por ADR en Nueva York y \$3.480 por acción en BYMA, con un plazo inicial de 120 días y financiamiento proveniente de ganancias y reservas disponibles.

Por su parte, **Nutrien anunció la venta de su 50% en Profertil por US\$600 millones a Adecoagro y la Asociación de Cooperativas Argentinas (en 80% y 20%, respectivamente), aunque YPF, dueña del otro 50%, tiene 90 días para igualar la oferta.** La operación apunta a reducir deuda, recomprar acciones y enfocarse en negocios estratégicos, con cierre previsto antes de fin de año.

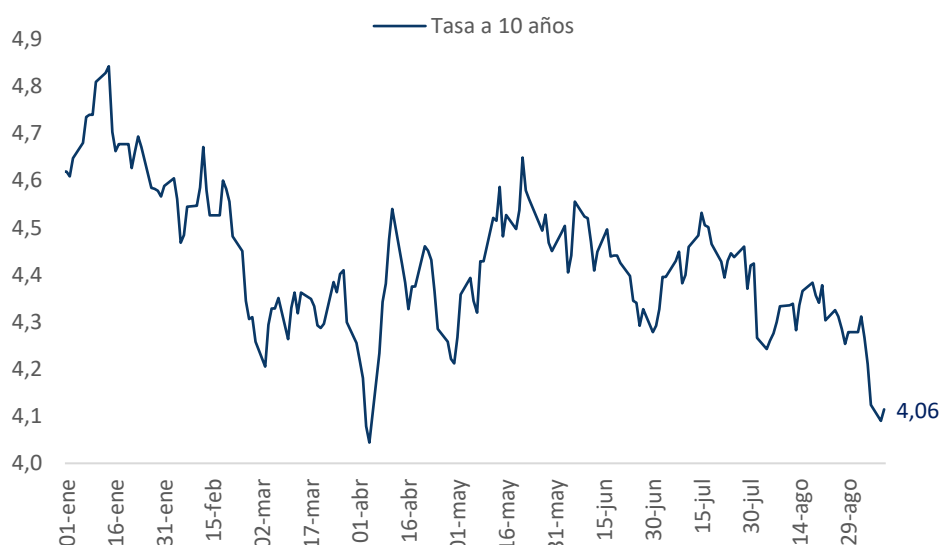
¿Qué fuerzas afectan las tasas de interés en el mercado estadounidense?

Tras el *job report* de la semana pasada, que dejó en claro la debilidad del mercado laboral, algunos agentes del mercado ven razonable posicionarse en bonos del Tesoro, anticipando que la Reserva Federal recorte la tasa para sostener la actividad. Otros, en cambio, prefieren salir de ellos: el deterioro fiscal amenaza con elevar las tasas reales, mientras que los aranceles podrían presionar al alza las expectativas de inflación, empujando los rendimientos nominales. Esa es la disyuntiva que enfrentan hoy los *traders* de renta fija en Wall Street.

La tasa a 10 años comprimió 9 pbs el viernes y retrocedió otros 3 pbs ayer, cerrando en 4,04%, muy cerca del 4%. En las primeras horas de hoy rebotó 3 pbs, recuperando solo la caída del lunes. A esta dinámica se suma un factor adicional: la BLS, que tiene vacantes en un tercio de sus puestos de alto rango, **anunciará hoy la revisión de las nóminas para el período abril 2024-marzo 2025**. Según la mediana de los analistas relevados por Bloomberg, el ajuste podría implicar una baja cercana a los 700 mil puestos. Otro elemento que podría condicionar el comportamiento de los bonos.

Al mismo tiempo, el foco de la semana estará en la inflación. **Mañana se publica el Índice de Precios al Productor (IPP) y el jueves el Índice de Precios al Consumidor (IPC)**. La otra cara del mandato dual de la Fed, donde habrá que ver qué riesgo termina pesando más.

Evolución de la tasa a 10 años de los *Treasuries*



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

Más allá de estos *drivers*, hay también un frente de corto plazo: **el 15 de septiembre individuos y compañías harán sus pagos trimestrales de impuestos, un evento que drena liquidez del mercado**. El paralelo con el "*Repocalypse*" de 2019 no pasa desapercibido, en aquel entonces, la combinación de *tax day*, grandes subastas de *Treasuries* y el QT de la Fed provocó un choque de liquidez y un salto en el repo (hoy medido por la SOFR) que desalineó la política monetaria y obligó a la Fed a intervenir. De ese episodio surgió la *Standing Repo Facility* (SRF), una herramienta que permite a los participantes obtener liquidez inmediata entregando *Treasuries* como colateral. Este 15 de septiembre será, nuevamente, una prueba crítica para la resiliencia de los *money markets*. Bank of America advirtió sobre posibles picos de tasas de fondeo hacia fin de trimestre, mientras que el SOFR ya muestra tensión en la previa.

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

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@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.