

11 de septiembre de 2025

Daily Mercados

ppi

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

Resultado de la primera Licitación del Tesoro: prueba superada

En una rueda en la que el BCRA ofreció pases pasivos al 35% TNA, Finanzas recibió ofertas por \$7,42 billones y terminó adjudicando \$6,63 billones. Es relevante remarcar que esta tasa de pases se ubicó 500 pbs por debajo del martes y 1.000 pbs por debajo del lunes. Así, frente a vencimientos por \$7,25 billones, el MECON alcanzó un rollover del 91,4%, superando las expectativas del mercado y con señales positivas de compresión de rendimientos. **El resultado se consiguió sin convalidar premios significativos frente a los rendimientos del mercado secundario y sin tener que subir encajes remunerados, tal como venía ocurriendo en las últimas licitaciones.**

En particular, la LECAP con vencimiento al 31/10/25 (S31O5) se colocó al 3,97% TEM, la del 10/11/25 (S10N5) al 3,99% TEM y la del 16/01/26 (S16E6) al 3,94% TEM. Asimismo, se sumó una LETAM (ajuste TAMAR) con vencimiento al 15/12/25 (M15D5) a +2% TNA y un BONCER al 1/03/26 (TZXM6) a +22,91% TIR. En cambio, las opciones Dólar Linked, tanto al 31/10/25 (D31O5) como al 15/12/25 (TZVD5) quedaron desiertas.

Licitación del 10/9: primera prueba tras revés electoral superada

Instrumento	Fecha	Emitido (Mill.)	Valor Efectivo (P\$ Mill)	Tasa
LECAP S31O5	31/10/25	2.894.973	3.608.004	3,97% (1)
LECAP S10N5	10/11/25	1.186.108	1.344.453	3,99% (1)
LETAM M15D5	15/12/25	498.112	498.112	2% (2)
LECAP S16E6	16/01/26	1.028.580	1.044.009	3,94% (1)
BONCER TZXM6	31/03/26	83.924	138.055	22,9% (3)
LELINK D31O5	31/10/25	Desierta		
BOLI TZVD5	15/12/25	Desierta		
Total Licitación (P\$ Mill.)			6.632.633	
Vencimientos (P\$ Mill.)			7.254.360	
Resultado (+/- AR\$ Mill.)			-621.727	
Ratio de rollover x			0,91	

(1) Tasa efectiva mensual

(2) Margen de corte

(3) Spread sobre CER

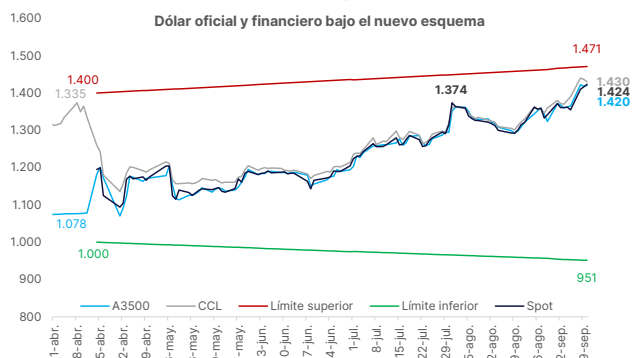
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La próxima licitación del Tesoro será el 26 de septiembre, cuando Finanzas enfrentará vencimientos por aproximadamente \$8,1 billones entre tenencias pública y privada. Habrá que monitorear si, como en instancias previas, se concreta un nuevo canje intrasector público en la antesala de la subasta.

El TC sigue avanzando con una liquidación del agro más moderada

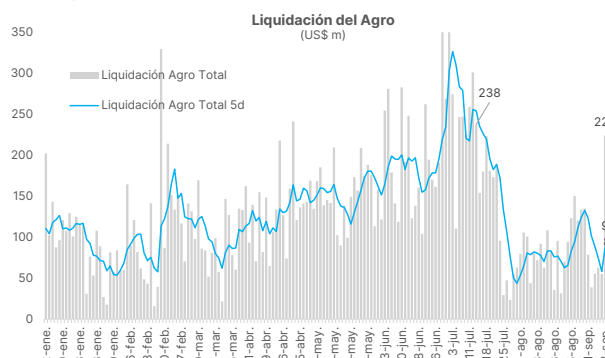
En una rueda en que la liquidación del agro cedió en el margen, el tipo de cambio oficial volvió a subir. Ayer, el dólar avanzó otro 0,5% (al igual que el martes) y cerró en \$1.423,5, acumulando una suba semanal de 5,1% luego del fuerte salto post-derrota electoral del oficialismo en PBA (+3,9% el lunes). Con este movimiento, el *spot* quedó a 3,2% del techo del esquema cambiario (\$1.471), todavía con margen de maniobra ante el límite superior. Del lado de la oferta en el MLC, la liquidación del agro mostró una marcada desaceleración en comparación con los US\$224 millones del lunes. En este sentido, bajó a US\$97 millones el martes, pero ayer se redujo ligeramente a US\$87 millones. En este contexto, la suba del tipo de cambio oficial parece responder cada vez más a un ajuste genuino entre oferta y demanda de mercado.

El TC oficial cerró 3,2% por debajo de la banda superior



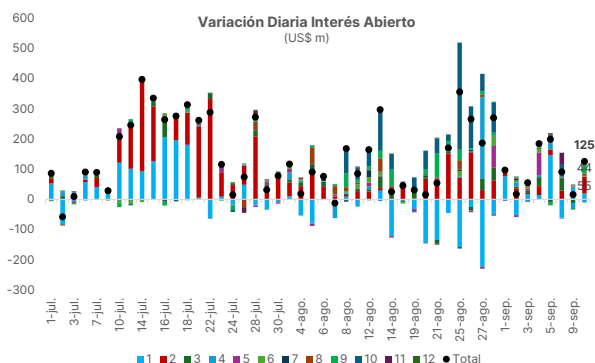
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La liquidación del agro desaceleró con respecto a los US\$224 millones del lunes

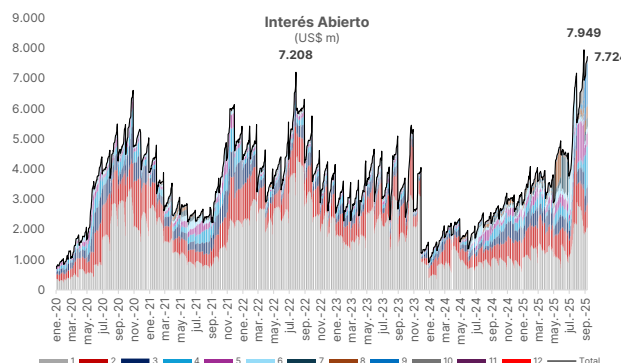


En otras noticias, **los datos monetarios de ayer confirmaron que el Tesoro habría vendido US\$34 millones en el mercado libre de cambios el lunes, como adelantaban los rumores (link al posteo de Florencia Donovan)**. A partir de allí, las versiones sobre su participación en el mercado cambiario se apagaron, aunque **se infiere que ayer la autoridad monetaria habría intervenido en el mercado de futuros**. En concreto, **el interés abierto de los futuros de dólar aumentó en US\$125 millones**, el mayor salto en la semana. La suba se concentró en la posición de octubre (+US\$55 millones, contrato que vence luego de las elecciones legislativas) y en mayo (+US\$44 millones), siendo esta última la que probablemente refleje la presencia del Central. Con este incremento, **el interés abierto total escaló a US\$7.720 millones, quedando muy cerca del máximo de los últimos seis años** alcanzado el 28 de agosto. Según nuestras estimaciones, la posición corta del BCRA estaría entre US\$5.560 y US\$5.790 millones, todavía por debajo de los US\$9.000 millones que los mercados A3 le exigen como límite.

La variación del IA de ayer sugiere intervención oficial en futuros



El interés abierto sigue cerca de máximos



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

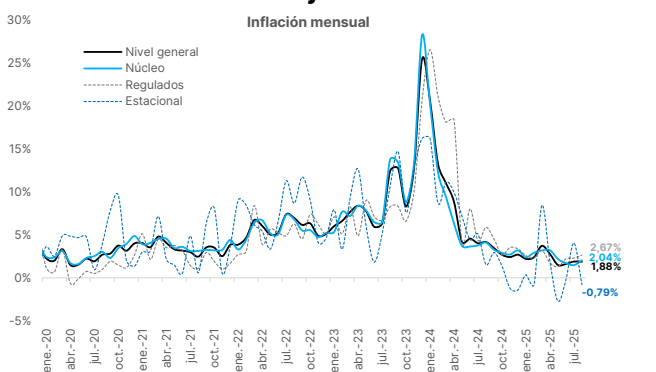
IPC de agosto: el 1,9% confirma un *passthrough* bajo

Parece que quedó en la historia, pero en los dos últimos días de julio el tipo de cambio oficial trepó 6,4%, acumulando 13,2% desde fines de junio, lo que se esperaba que redundara en remarcación de listas de precios al inicio de agosto. Esto amenazaba uno de los pilares del Gobierno en plena campaña electoral. Pese a esto, y tal como ya mostraban los relevamientos de alta frecuencia, **la inflación general de agosto se ubicó en 1,88%, al igual que en julio (1,90%)**. En términos macro, es un dato alentador, ya que deja traslucir un **traslado a precios domésticos muy bajo de subas en el tipo de cambio (*passthrough*)**, algo prácticamente inalcanzable para Argentina desde la

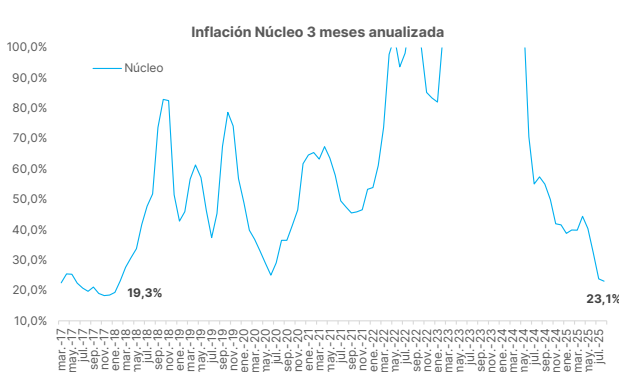
devaluación de la salida de la convertibilidad. En clave política, estos datos no fueron ignorados por los votantes de la provincia de Buenos Aires, pero claramente insuficientes para mantener el apoyo al oficialismo mostrado tanto en las elecciones primarias de 2023 como en el *ballotage*.

La inflación núcleo, que excluye precios regulados y estacionales, **fue de 2,04%, acelerando frente al 1,48% previo (mínimo desde noviembre de 2017)**. Esta vez, la *core* se estuvo por encima de la general, aunque mucho más alineadas. La explicación para esta mayor alineación estuvo en la aceleración de los precios regulados, que avanzaron hasta 2,67%, por encima del 2,31% de julio, compensada parcialmente por la fuerte baja de los precios estacionales, que cedieron hasta -0,79% desde 4,05%. Para tomar mayor perspectiva con una medida tendencial, cabe señalar que la *core* viajó a un ritmo anualizado de 23,1% anualizado en los últimos tres meses, el más bajo desde enero 2018 (19,3%).

El IPC de agosto se mantuvo en línea con el de julio

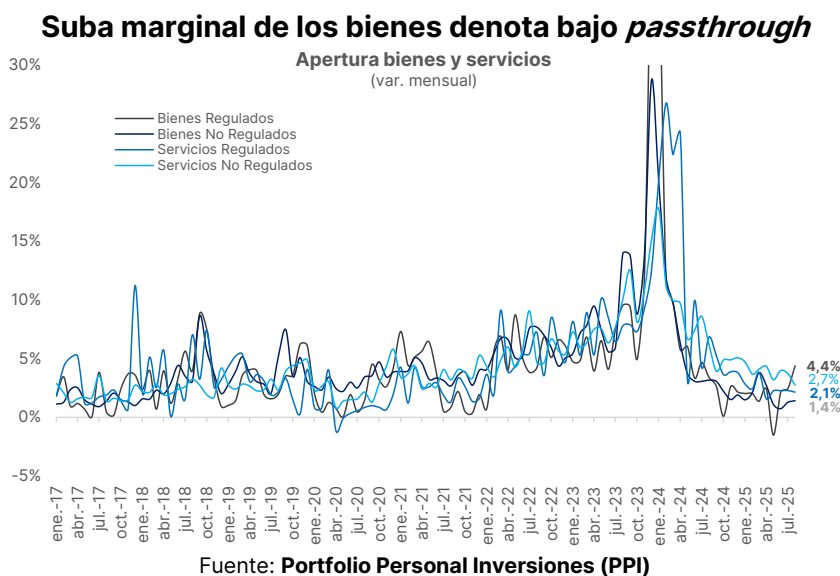


La núcleo viaja al menor ritmo desde enero 2018



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

Desde otra perspectiva, **los bienes subieron en el margen mientras que los servicios desaceleraron fuertemente**. Los primeros aceleraron de 1,36% a 1,63%, explicado por una suba marginal en los bienes no regulados de 1,27% a 1,42% y un salto en el ritmo de los regulados de 2,41% a 4,38% (fuertes subas de tabaco y combustible). **Es en los bienes no regulados donde detectamos y queremos destacar que se refleja el bajo *passthrough***. Por su parte, los servicios desaceleraron de 3,05% a 2,46%, como subproducto de los no regulados cediendo desde 3,74% a 2,74% (ritmo más bajo desde el 2,6% de junio 2021) y los regulados viajando al 2,1%, en sintonía con los registros previos.



Las mediciones privadas y encuestas volvieron a fallar: esta vez sobreestimando el dato oficial. El REM de agosto esperaba que el IPC se ubicara en 2,1%, habiendo elevado su previsión con respecto al 1,9% de la encuesta de julio. A su vez, el top 10 de mejores predictores de la inflación de julio proyectaba que el IPC nacional fuera de 2,0%, coincidiendo con las mediciones de alta frecuencia. Por último, al extrapolar las variaciones de los precios en CABA con la estructura de ponderadores del GBA obtuvimos un *proxy* de 1,61% mensual para la principal región del índice nacional (45,6% del índice), cuyo dato fue de 1,87%.

El debate de fondo vuelve a ser el clásico dilema de la Curva de Phillips: que refleja la tensión entre inflación baja y nivel de desempleo (que puede ser entendido como *proxy* de nivel de actividad económica). Al inicio de la gestión de Milei, con inflación de dos dígitos, la respuesta parecía obvia y es a lo que el gobierno dio prioridad. **El resultado de la elección de PBA parece haber recalibrado la postura de la política monetaria, dando lugar a una mayor laxitud tras el modo *hawkish* adoptado en los últimos dos meses** (ver “Resultado de la primera Licitación del Tesoro: prueba superada”). El *passthrough* bajo hasta ahora juega a favor, pero la suba de 5,1% del dólar oficial en las tres ruedas de esta semana, dejando al tipo de cambio a 3,2% del techo de la banda, sigue dejando el interrogante abierto. **Cabe señalar que el ITCRM mejoró 13% desde fines de julio, una noticia positiva** (pero tal vez insuficiente) **para la sostenibilidad del sector externo para el día después de las elecciones.** A su vez, debemos destacar que el bajo traslado a precios de la suba del tipo de cambio está influenciado por la **caída en la actividad económica**, que creemos que ya habría entrado incluso técnicamente en recesión (dos trimestres consecutivos de caída) en base a datos preliminares de julio y agosto. **Lo mencionado no necesariamente implica una aceleración inflacionaria en el horizonte sino más bien una ralentización en el proceso.**

El Merval recuperó parte del terreno perdido

El índice tuvo un duro comienzo de semana en el que registró la quinta peor caída de su historia el lunes tras la abultada derrota del oficialismo en las elecciones legislativas de la Provincia de Buenos Aires. Posteriormente, el martes se mantuvo prácticamente sin cambios, todavía asimilando el resultado, pero **ayer subió 6,0% hasta US\$1.275 millones.** En este sentido, mostró signos de recuperación, señalando que **la reacción inicial podría haber sido un tanto exagerada.** Aun así, **el índice todavía se encuentra 11,6% negativo en la semana.**

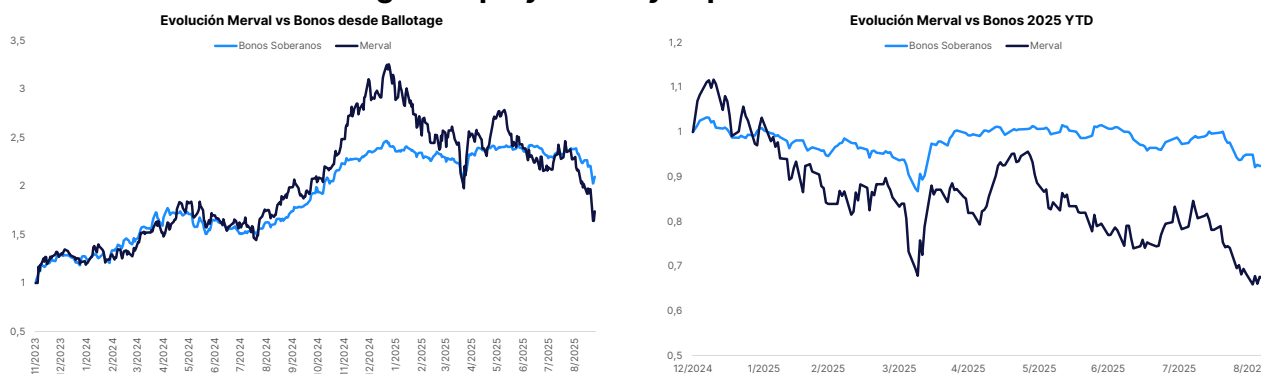
Ampliando el panorama, **en el exterior la jornada había comenzado en una nota alta tras un gran dato de IPP, pero se enfrió con el correr de las horas**, posiblemente ante la expectativa del dato de IPC de agosto en EE.UU. que se publicó hoy (ver: "Leve aceleración de la inflación, pero el empleo marca el pulso en las tasas"). Por ello, **los principales índices de Wall Street no mostraron una tendencia contundente**. El S&P 500 subió 0,3%, el Nasdaq Composite se mantuvo sin cambios y el Dow Jones bajó 0,5%. Mientras tanto, en emergentes predominó el verde, con el ETF EWZ y EEM subiendo 0,9% y 0,7%, respectivamente. En definitiva, **estos movimientos del exterior refuerzan nuestro *view* de que en estas fechas Argentina se encuentra inmersa en su propia idiosincrasia**.

En cuanto a las acciones argentinas, todo el panel líder terminó con variaciones positivas. El podio ganador lo conformaron METR (+11,7%), BMA (+7,9%) y SUPV (+7,2%), mientras que ALUA (+1,2%), VALO (+1,1%) y LOMA (+1,0%) registraron las ganancias más moderadas. **En el NYSE, el clima fue similar para los ADRs locales**, aunque en este caso BIOX (-8,0%), GLOB (-4,7%) y MELI (-1,0%) se mantuvieron al margen de las subas. En tanto, BMA (+7,3%), VIST (+7,1%) e YPF (+6,7%) fueron las más beneficiadas.

Más allá del rebote de ayer, **la película del año completo sigue siendo compleja para los activos argentinos, tanto para el Merval como para los Globales**. El desplome del lunes, con el índice cayendo 16,6% frente a una baja de 8,2% en el precio promedio ponderado por *outstanding* de los Globales, reflejó que ambos activos están ligados a la incertidumbre política, aunque claramente la renta variable amplifica cualquier *shock*. **En números, el *equity* acumula pérdidas de 11,6% en la semana, 12,7% en el mes y 25,2% en lo que va del año, contra retrocesos de 5%, 7,5% y 12,2% para la deuda soberana en los mismos períodos**.

De todas formas, cabe destacar que la mayor caída en parte se explica porque **hacia inicios de 2025 el *equity* se había desacoplado de los bonos positivamente**. Esto tiene una lógica clara. Durante buena parte de 2024, los Globales eran un *trade* similar al *equity*. Su carácter *high yield* hacía que tradeen por precio más que por tasa. Sin embargo, a medida que se fueron acercando a terreno *investment-grade*, las subas de precio comenzaron a ser más escuetas. El inversor comienza a ver el diferencial de tasa con respecto a comparables. **Es razonable que, en un país con solvencia financiera, el *equity* tenga mayor recorrido al alza que sus bonos, como así también mayor riesgo de *downside***. Aunque la solvencia de Argentina sigue en tela de juicio en el largo plazo, el comportamiento de sus activos se pareció bastante más al de una economía ordenada.

El castigo al equity fue muy superior al de los bonos



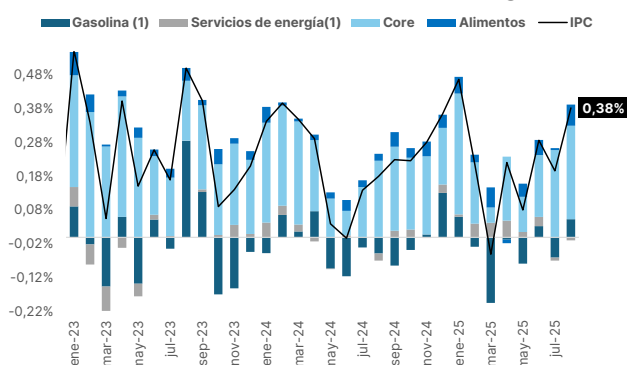
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

En esta línea, creemos que el equity presenta una oportunidad interesante respecto de los bonos. De cara a las legislativas de octubre, el mercado llega con precios muy castigados, elevada volatilidad y bastante pesimismo en el plano político. Esto habilita a que un resultado medianamente aceptable de parte del oficialismo en las nacionales (o incluso una buena elección entre oficialismo y oposición moderada), dispere un rally. **Dado que los tenedores de bonos ya se han beneficiado de contener la pérdida inicial, creemos que hay valor en rotar hacia acciones para captar un mayor upside en caso de unos comicios que no señalen hacia un inevitable regreso a prácticas pasadas.** Además, en Argentina el sector privado siempre ha representado un mayor refugio de valor que el soberano, por lo que **posicionarse en acciones de compañías locales con perspectivas sólidas (YPF, PAMP, VIST, TGS) a estos precios nos parece una oportunidad para considerar.**

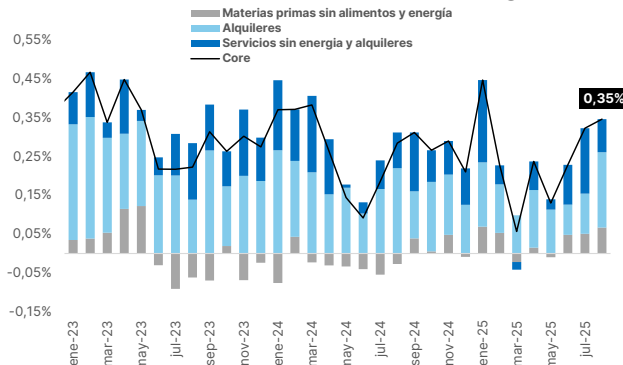
Leve aceleración de la inflación, pero el empleo marca el pulso en las tasas
Los datos de inflación y empleo en EE.UU. dejaron una lectura mixta, pero con sesgo dovish para la Reserva Federal. En materia de precios, la inflación núcleo de agosto se mantuvo en línea con lo esperado: +0,3% mensual y +3,1% interanual, mientras que la supercore desaceleró de +0,5% en julio, a +0,3% en agosto. Más allá de esto, el CPI general sorprendió levemente al alza, con un +0,4% mensual (vs. 0,3% esperado), lo que refleja cierta persistencia en los componentes más volátiles.

Sin embargo, **los datos de empleo aportaron la contracara. Las solicitudes iniciales de desempleo treparon a 263 mil, por encima de las 235 mil estimadas,** mientras que las continuas alcanzaron 1,94 millones, levemente por debajo del consenso de mercado que esperaba (1,95 millones). En otras palabras, el mercado laboral reforzó algunas de las señales de enfriamiento que había mostrado en el informe de empleo de agosto.

Evolución mensual de la inflación general



Evolución mensual de la inflación general



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

El combo fue interpretado positivamente por los mercados de renta fija: las tasas de los Treasuries retroceden en toda la curva, ya que la lectura predominante es que la Fed tiene margen para iniciar el ciclo de recortes la próxima semana. Así, la tasa de dos años recorta 2 puntos hasta 3,51%, mientras que la de 10 años lo hace en 1 punto moviéndose a 4,03%.

A esta altura, **la baja de tasas en septiembre prácticamente dejó de ser un tema de debate** (se descuenta un 90% de probabilidad de ver un recorte de 25 pbs), y el foco pasa a cuán agresivo podría ser el sendero de recortes hacia adelante. En este sentido, luego de conocerse los datos de inflación y empleo esta mañana, el mercado ajustó la probabilidad de ver hasta 3 recortes a

diciembre de este año. De este modo, se espera con una probabilidad de 85% que a fin de año los recortes sean de 75pbs, hasta el rango de 3,50%-3,75%, mientras que ayer esa probabilidad era de 74,5%.

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

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.