

29 de octubre de 2025

Daily Mercados

ppi

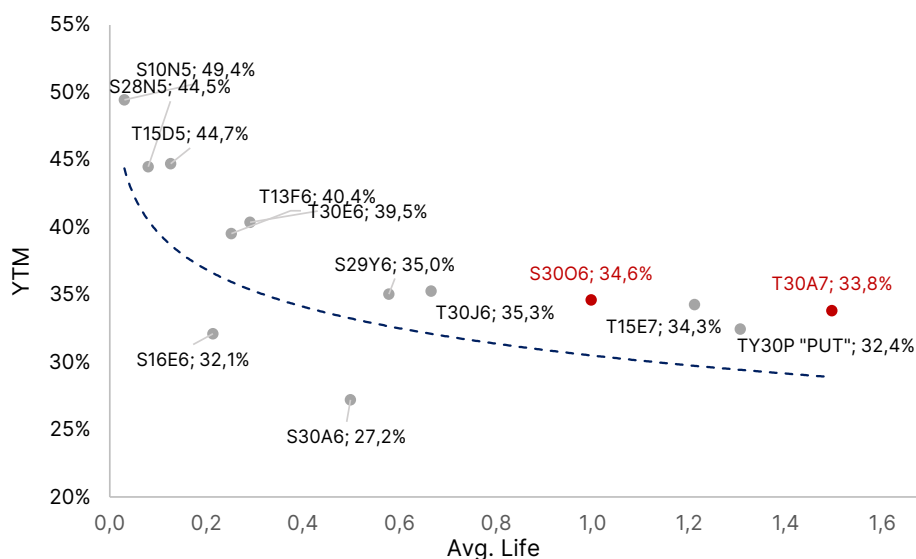
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

Hoy tendremos la primera licitación del Tesoro tras el batacazo de Milei

El MECON definió para esta subasta un menú compuesto por instrumentos dólar linked y tasa fija. Antes de la rueda de swap en SIOPEL, los vencimientos previstos rondaban los \$12 billones, pero tras el canje de la D3105 por la D28N5 efectuado por el BCRA ayer, ese monto se redujo a \$11,36 billones. Cabe señalar que este monto está enteramente en manos del sector privado. En este marco, vencen US\$2.829 millones VN de D3105 (pagadero al tipo de cambio oficial A3500 de ayer, \$1.470,83), tras caer US\$400 millones luego del canje. Estaremos atentos al nivel de *rollover* que logre hoy el Tesoro, en un contexto donde la escasez de pesos continúa marcando el pulso del mercado. En línea con ello, la tasa de caución volvió a presionar al alza y llegó ayer a un máximo de 85% TNA (aunque el promedio de la rueda estuvo más cerca de 54%).

En cuanto al menú de hoy, se reabrirán las LECAPs y BONCAPs con vencimiento el 28 de noviembre de 2025 (S28N5), 30 de enero de 2026 (T30E6) y 30 de abril de 2026 (S30A6). Además, se suman dos nuevos títulos: el S3006 (30 de octubre de 2026) y el T30A7 (30 de abril de 2027), que se ubican como los instrumentos a tasa fija más largos del menú, excluyendo al TY30. **Tal como señalamos ayer, creemos que Finanzas podría mostrarse generoso con las tasas si busca extender *duration* en el tramo fijo.** Ajustando nuestras estimaciones con la performance reciente de la curva en pesos, creemos que la S3006 podría licitarse en torno al 2,5% TEM, mientras que la T30A7 lo haría cerca del 2,45% TEM, lo que implicaría TIRs de 34,6% y 33,8%, respectivamente.

Curva de instrumentos a tasa fija con las estimaciones de las nuevas emisiones (curva al cierre del 28/10)



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

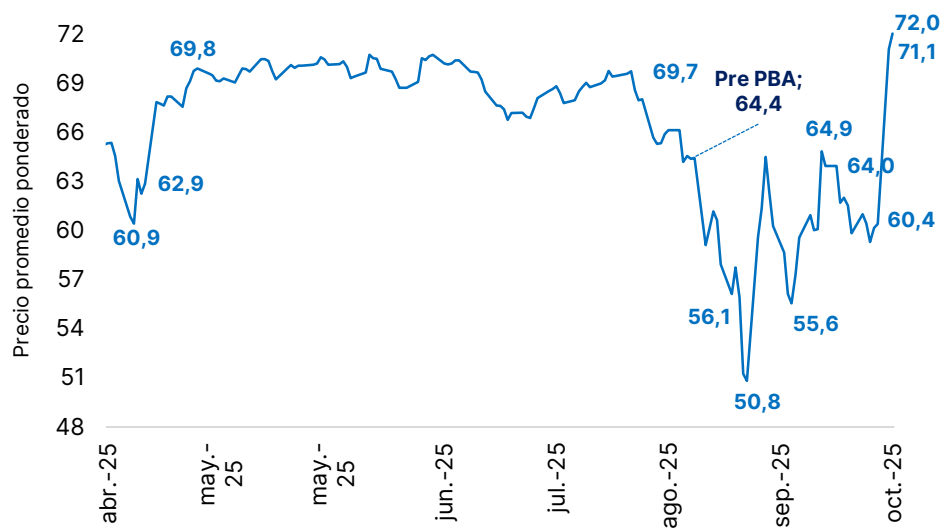
Siguiendo con el menú de la subasta, en el segmento dólar linked, se reabrirán las series con vencimiento el 28 de noviembre de 2025 (D28N5) y el 30 de enero de 2026 (D30E6), lo que permitirá medir cuán sólido sigue el apetito por cobertura cambiaria. En paralelo, **destacamos el fuerte volumen nominal operado ayer en las LELINKs, que registraron avances de hasta 5,5% en el tramo corto.** Puntualmente, la D3105 operó US\$407 millones, muy por encima del promedio de los últimos cinco días (US\$90,2 millones). Por su parte, la D28N5 también mostró una actividad inusualmente elevada, con US\$408 millones frente a un promedio de US\$72,45 millones. Finalmente, dentro del segmento en pesos, **la periodista Florencia Donovan señaló en sus redes**

que el lunes y martes el Tesoro habría recomprado bonos en pesos por unos \$1,275 billones. Puede leerse el posteo [aquí](#).

La deuda soberana en dólares no se detiene

Tras el eufórico rally posterior a las elecciones legislativas, que dejaron una contundente victoria para el oficialismo, la deuda soberana en dólares volvió a cerrar en alza, con subas de entre 1,1% y 1,7%. Este desempeño movió el precio promedio ponderado por outstanding de US\$71,1 a US\$72. El impulso continúa siendo netamente idiosincrático, dado que el ETF EMB, referencia para los bonos emergentes y distressed, finalizó el martes prácticamente sin cambios. En el detalle, el GD38 y el GD46 avanzaron 1,1% cada uno, seguidos por el GD35, que sumó 1,2%. A su vez, el GD29 y el GD41 escalaron 1,3%, mientras que el GD30 volvió a destacarse con una suba de 1,7%, liderando la rueda. Con este desempeño, **toda la curva de soberanos ley Nueva York se ubica ya muy cerca de rendir en un solo dígito**, con TIRs que oscilan entre 10,6% y 11,2%.

Evolución del precio promedio ponderado de los Globales



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

El dólar rebotó tras la euforia electoral: ¿qué hay detrás?

Luego del fuerte retroceso del lunes (-3,8%) tras el triunfo de La Libertad Avanza en las elecciones legislativas, ayer el dólar oficial retomó impulso y avanzó 2,4% hasta \$1.470. Así, terminó 1,6% por debajo del techo de la banda cambiaria (\$1.494,5). En sintonía, el A3500 finalizó en \$1.470,8 (+6,7% diario). **No debe soslayarse que este valor definió el tipo de cambio de la LELINK D3105, cuyo outstanding total es US\$2.828 millones VN, post canje** (para más detalle sobre el canje ver "Hoy tendremos la primera licitación del Tesoro tras el batacazo de Milei"). **Esto habría impulsado la presión alcista, ya que algunos inversores (¿bancos?) habrían buscado fijar un tipo de cambio más alto para cerrar dicho trade.** Si bien esta demanda debería desaparecer hoy, la semana será especial ya que el BCRA deberá decidir dar, o no, *roll* de la posición de futuros de octubre a noviembre. En este sentido, estimamos que la posición *short* de la autoridad monetaria se encuentra en máximos de la era Milei, en torno a US\$7.300 millones. En este contexto, **no se esperan cambios relevantes en el esquema cambiario, al menos durante esta semana.**

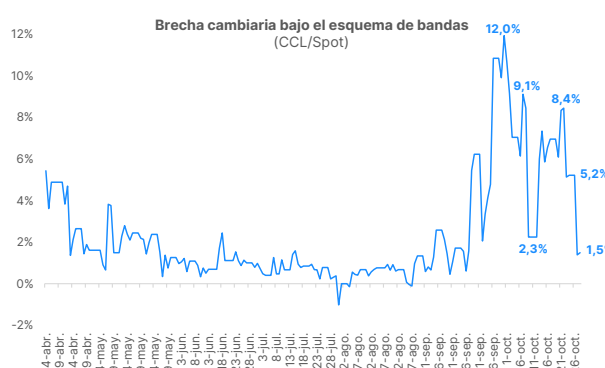
Por su parte, el contado con liquidación también recuperó terreno: subió 2,5% tras el desplome de 7,3% del lunes y cerró en \$1.492, quedando apenas 0,2% por debajo de la banda superior. Con

esto, la brecha volvió a niveles “normales”, en torno al 1,5%, luego del resultado electoral que dio aire al esquema cambiario, si bien las dudas persisten.

El spot se acerca nuevamente al techo de la banda



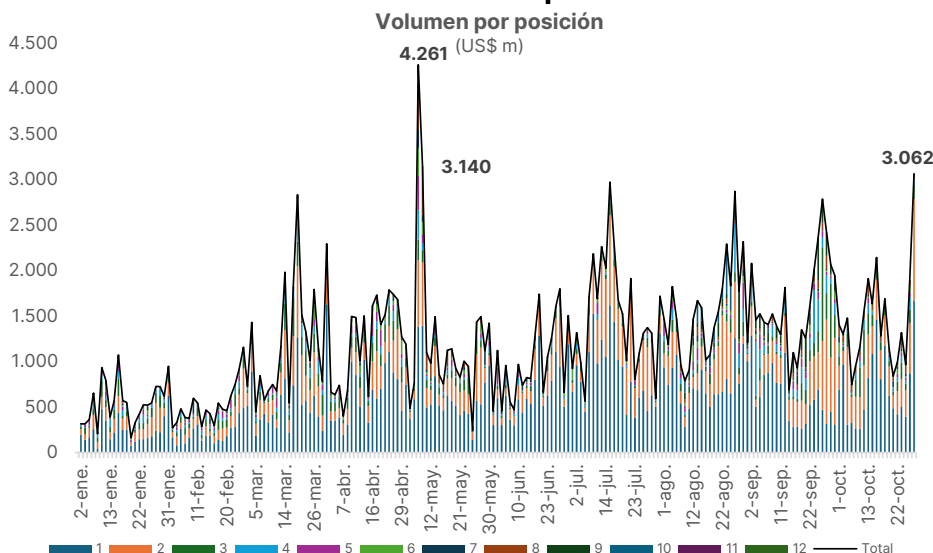
La brecha cambiaria casi desapareció



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

En esta línea, **en el mercado de futuros de dólar, el volumen negociado superó los US\$3.000 millones (US\$3.062 millones)**, el más alto desde el 8 de mayo (US\$3.140 millones), día después de que el BCRA comenzara a intervenir en el mandato de Milei. Prácticamente todo el volumen negociado se concentró en dos contratos: octubre (US\$1.667 millones) y noviembre (US\$1.118 millones). **Los movimientos de interés abierto sugieren un simple “pase de manos”: cayó US\$111 millones en octubre y subió US\$104 millones en noviembre.** Los ajustes subieron 3,1% en la primera posición, 2,1% en la segunda posición y hasta 1,6% el resto de la curva. Como el spot ascendió 2,4%, a excepción de la tasa implícita del contrato de octubre, el resto de las implícitas cayeron fuertemente.

Fuerte salto en el volumen operado en ROFEX



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

Por último, los rumores de mercado sobre las compras de dólares del Tesoro del lunes se habrían confirmado: según Florencia Donovan ([link](#)), entre el lunes y el martes el Tesoro habría comprado, en el neto, US\$10 millones, aunque con “trading en el medio”. Esto último sugiere que las compras más fuertes habrían sido el lunes, con un dólar más bajo, para dar lugar a ventas en la rueda de

ayer. Hoy por la tarde se conocerán los datos monetarios que permitirán inferir las compras del lunes y, en base a esta información, las eventuales ventas de ayer.

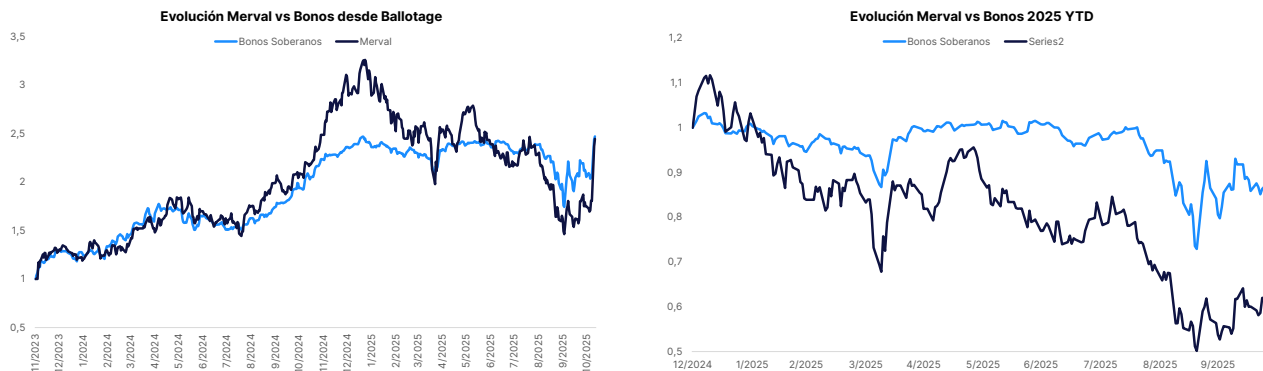
El rally del Merval continúa

Como mencionamos en nuestros informes, tras la victoria de La Libertad Avanza en las elecciones de medio término, **el lunes el Merval registró la suba en dólares más grande de su historia (+31,2%). Ayer extendió el rally avanzando 3,2% hasta US\$1.792.** Dentro del panel líder en pesos, todas las acciones terminaron al alza. El podio ganador lo conformaron COME (+13,4%), EDN (+9,6%) y SUPV (+8,8%). En paralelo, en Nueva York, casi todos los ADRs argentinos cerraron positivos, con GGAL (+6,6%), EDN (+6,2%) y SUPV (+6,1%) a la cabeza, mientras que GLOB (-3,0%) e IRS (-1,1%) fueron las únicas excepciones. Además, sumado al impulso local, hubo viento de cola del exterior, con el Nasdaq Composite (+0,8%), el Dow Jones (+0,3%) y el S&P 500 (+0,3%) en terreno positivo a la espera de una baja de tasas por parte de la Reserva Federal. En emergentes, el ETF EWZ avanzó 0,5% y el EEM cerró prácticamente sin cambios.

Analizando la reacción de los activos locales tras las elecciones, **vale la pena detenerse en la relación entre el Merval y los Globales.** Mientras el índice trepó 31,2%, el precio promedio ponderado por *outstanding* de los bonos soberanos avanzó 17,7%. Esta diferencia no sorprende, ya que cuando mejora el clima político y baja la incertidumbre, la renta variable amplifica los movimientos de la deuda por su mayor sensibilidad al riesgo. De hecho, **en su momento recomendamos rotar de deuda soberana a equity, pues creíamos que el tenedor de deuda se había beneficiado de una respuesta a las elecciones de PBA más contenida, al tiempo que se posicionaba para un mayor rally en las acciones si el resultado era favorable.** En ese sentido, el salto del Merval fue una respuesta directa al cambio de expectativas y al reposicionamiento de los inversores hacia activos argentinos.

De cara al futuro, ambos activos tienen un *driver* en común: una mejora sostenida a nivel país. Sin embargo, **para el inversor dispuesto a asumir algo más de riesgo en busca de un rendimiento superior, el equity local podría ofrecer una mejor relación riesgo-retorno.** Aun después del salto histórico, el Merval se mantiene 16,1% por debajo del cierre de 2024 y 24,9% de su mejor marca obtenida en enero. En cambio, los bonos ya recuperaron los niveles más altos de la era Milei en términos de precio. Ese rezago, combinado con el crecimiento de las compañías locales, el potencial de inversión y la reapertura del financiamiento externo, deja a las acciones argentinas en una posición atractiva para capturar una segunda etapa del *rally*. Después de todo, **si los bonos siguen comprimiendo al punto que Argentina logra retornar a los mercados de crédito internacionales, la tasa de descuento del equity también debería caer, incrementando el valor presente de las acciones.** Además, vale destacar que a esta altura los bonos en cierto punto dejan de *trade* por precio para nuevamente enfocarse en niveles de tasa, como lo hacían a principios de este año. Eso debería generar que, a diferencia de las acciones, se vuelvan menos reactivos a noticias positivas.

Comparación del Merval frente a los Globales



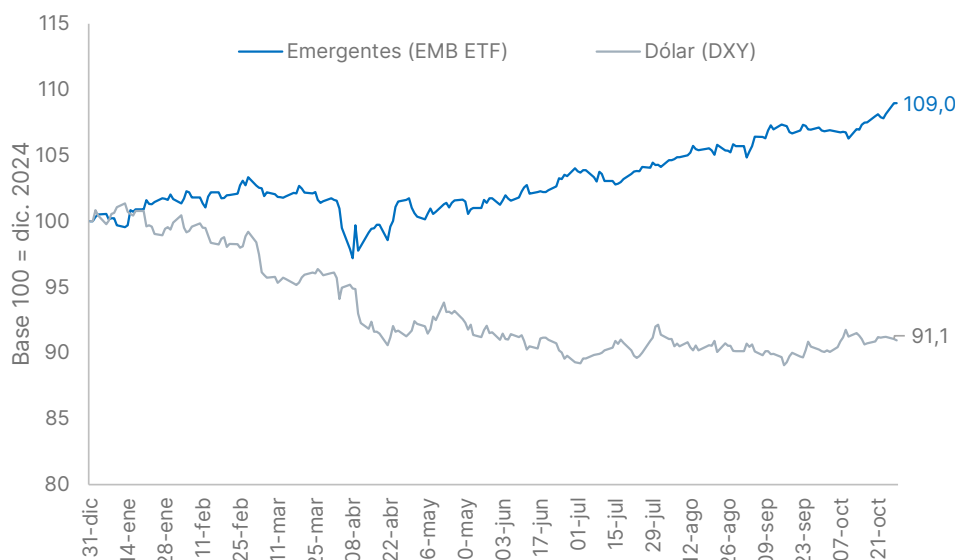
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Entre las noticias corporativas, **YPF informó la adquisición del 50% restante de Refinor a Hidrocarburos del Norte por un monto total de US\$25,2 millones**, con lo cual pasará a controlar el 100% de la compañía. La operación le otorga a la petrolera el dominio total sobre la refinería ubicada en el norte del país, dedicada a la industrialización, transporte y comercialización de hidrocarburos líquidos y gaseosos. Según su balance al 30 de junio, YPF mantenía créditos con Refinor por \$8.478 millones y pasivos por \$1.086 millones.

El impacto de la Fed en los mercados emergentes

Hoy, probablemente, la Fed reduzca su rango de política monetaria en 25 pbs, hasta 3,75% - 4%. ¿Por qué su decisión impacta en los mercados emergentes? La descoordinación entre la Reserva Federal y los principales bancos centrales del mundo llevó a una depreciación del dólar: el DXY cae 8,9% en lo que va del año, y un dólar débil suele ser una buena noticia para los emergentes (EMB ETF), que suben 9% en el mismo periodo.

Evolución del dólar vs mercados emergentes (YTD)



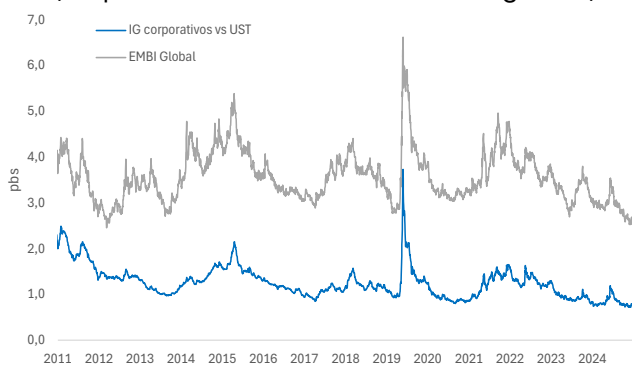
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Entre 2024 y lo que va de 2025, la Fed bajó la tasa en 125 pbs, menos que otras entidades, como el Banco Central Europeo (BCE), que lo hizo en 235 pbs. Hacia adelante, **se espera que la Fed no solo recorte hoy, sino que vuelva a hacerlo en diciembre con otros 25 pbs, mientras que para**

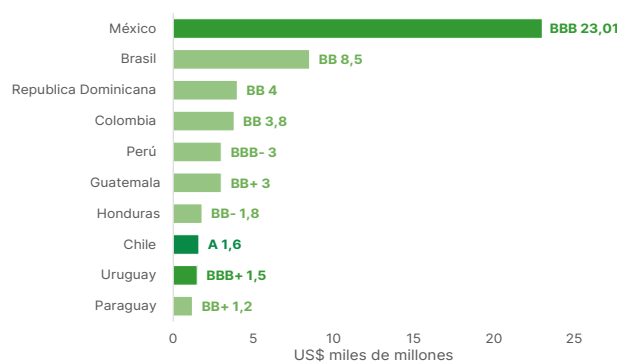
el BCE se prevé que mantenga la tasa inalterada. En el caso del Banco de Inglaterra (BoE), el mercado descuenta una baja de 15 pbs con una probabilidad del 70%, y para el Banco de Japón (BoJ) no se esperan cambios este año, aunque sí nuevas subas en 2026. **Este diferencial en las perspectivas de tasas extiende la depreciación del dólar**, que había comenzado con la asunción de Trump tras el fuerte rally observado durante la campaña electoral, a medida que mejoraba en las encuestas y en los mercados de apuestas, y se profundizó con el inicio de la guerra comercial en el "Liberation Day".

Por eso, si se mantiene la narrativa de una economía sólida en Estados Unidos y una Fed que prioriza las cifras de empleo dentro de su mandato dual, incluso con la inflación por encima de la meta, el panorama podría seguir siendo positivo para los emergentes. A la vez, se observa una dinámica similar a la de los bonos corporativos estadounidenses: las empresas se siguen financiando a tasas no muy distintas de las que tenían antes de la pandemia. Sin embargo, **al desagregar el costo de financiamiento, se observa que la tasa libre de riesgo explica una mayor parte del total, mientras que los spreads se mantienen en niveles mínimos.** En el caso de los emergentes, estos valores no se veían desde 2014. Para poner en contexto, el EMBI Global al lunes 27 de octubre se ubicaba en 245 pbs y el EMBI Latino en 328 pbs. Este último está influenciado por los malos alumnos como Venezuela o Argentina, pero cuando vemos Brasil, Colombia, Chile y Uruguay por ejemplo vemos que los *spreads* son super bajos 196 pbs, 257 pbs, 98 pbs y 68 pbs, respectivamente. De hecho, **esto posibilitó que varios países de Latinoamérica con calificaciones entre A y BB, emitieran bonos hard dollar bajo ley de Nueva York para obtener fondos frescos o refinanciar vencimientos, por un total de US\$51,4 mil millones en lo que va del año.**

Evolución de los spreads
(corporativos IG vs soberanos emergentes)



Emisiones de deuda HD Ley NY en LATAM
(YTD)



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

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

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@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.