5 de noviembre de 2025

Daily Mercados

ppi

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

Licitación del Tesoro: primer testeo de noviembre

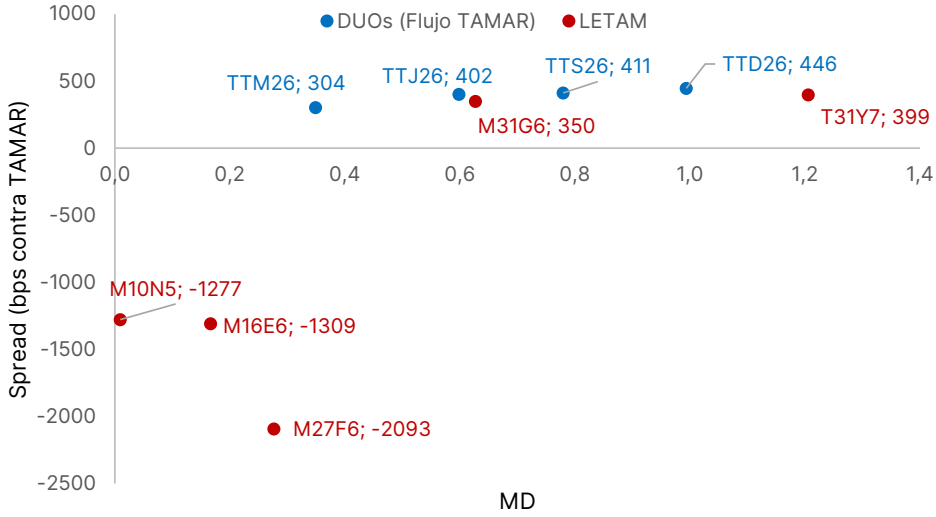
Hoy tendrá lugar la primera licitación del mes, en la que el MECON presentó un menú variado y de larga duration. Incluye tres instrumentos a tasa fija con vencimientos entre febrero y agosto de 2026 y un BONCAP a abril de 2027. En el tramo ajustable por inflación, se reabrirán dos bonos CER con vencimiento en marzo y octubre de 2026, mientras que el segmento TAMAR ofrece opciones a agosto de 2026 y mayo de 2027. Por último, se suma una letra dólar linked con vencimiento en abril de 2026. Así, el título más corto del menú tendrá una duración de 109 días, marcando un salto frente a la última subasta, cuando el título de menor plazo era de apenas 28 días. El comunicado oficial puede leerse aquí.

Como se publicó en el Boletín Oficial, también se oficializó un canje intrasector público de la LECAP S10N5 por la S16E6 por hasta $3 billones. Aunque el resultado aún no fue informado, estimamos que, tras esta operación, **los vencimientos totales se ubicarían en torno a $7,8 billones**. En este contexto, será clave observar el nivel de *rollover* que el Tesoro otorgue, **considerando que dispone de $5,2 billones en depósitos en pesos en el BCRA**, lo que podría implicar un piso a la renovación de vencimientos, tal como destacamos en "El dólar sigue buscando su equilibrio en un contexto de tasas más bajas".

¿Dónde vemos valor hoy? Para responder esta pregunta vale repasar algunos puntos. Creemos que el apretón monetario seguirá cediendo, lo que podría empujar las tasas reales a la baja. Sin embargo, persisten dudas sobre las expectativas de inflación en las próximas semanas. El rebote esperado en la actividad, junto con una política monetaria más laxa, podrían sostener la inflación en torno al 2% mensual por más tiempo del previsto. Incluso el frente fiscal podría relajarse en los próximos meses, en busca de los consensos que el Gobierno necesita en el Congreso. Con *breakevens* de inflación entre 1% y 1,7%, **vemos mayor valor en bonos CER frente a tasa fija para plazos similares. En particular, los TZXM6 y TZXO6, que se ofrecen hoy, cerraron ayer en CER +9,2% y CER +9,3% TIR, respectivamente.**

Dicho esto, **donde nos animamos a apostar una ficha es en la BONCAP más larga, T30A7 (abril 2027)**. Las *fowards* de *breakeven* muestran un salto de hasta 2,6%, mientras que la inflación directa para todo el periodo hasta 2027 ronda el 1,7%. Recordemos que la semana pasada este bono se emitió al 2,55% TEM y hoy opera cerca del 2,4%, por lo que no sería descabellado pensar que el Tesoro repita la tasa anterior. En ese caso, la ganancia por compresión podría resultar atractiva, incluso considerando que el bono pasará a integrar el programa de licitaciones quincenales. En cuanto a las nuevas emisiones, estimamos que la LECAP S31G6 (31 de agosto de 2026) podría emitirse cerca del 2,55% TEM, según los precios del secundario de ayer. En el segmento TAMAR, si bien en el relativo no nos inclinamos por este tipo de ajuste, las alternativas a agosto de 2026 (M31G6) y mayo de 2027 (T31Y7) podrían licitarse en línea con las BONTAM, tras la reciente baja en la tasa de referencia. Estimamos spreads de 350 pb sobre TAMAR para la primera y 399 pb para la segunda.

Curva de instrumentos TAMAR
(curva al 4/11 teniendo en cuenta las nuevas emisiones: M31G6 y T31Y7)



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

El dólar sigue buscando su equilibrio en un contexto de tasas más bajas
Tras haber quedado a solo 1% del techo de la banda el lunes, el tipo de cambio oficial ayer retrocedió parte del avance experimentado al inicio de la semana. **El spot cayó 1,9%, después de haber subido 2,6% el día previo, operando durante la rueda en valores similares, para marcar $1.454 cerca del cierre, a 2,9% del límite superior del esquema ($1.498). ¿Qué explica el respiro? El volumen en las plazas divisa y MEP (Cuenta Financiera) se redujo de US$581 millones a US$420 millones, lo que podría indicar menor presión del lado de la demanda** (dolarización de minoristas por cobro de sueldo juega un papel relevante)**. Del lado de la oferta, no hay información para confirmarlo, pero podría haber comenzado a jugar las emisiones de deuda corporativa en el exterior.** Vale destacar que la semana pasada Tecpetrol e YPF emitieron deuda por US$750 millones y US$500 millones, respectivamente. Si bien no tienen obligación inmediata para liquidar estos dólares en el mercado, parte de estos dólares podría haber comenzado a fluir como oferta. Por ahora, solo Tecpetrol podría haber sido oferente, ya que la ON emitida liquidó el lunes (la compañía recibió los dólares el lunes), mientras que la de YPF podría volcarse a partir de ahora, ya que hoy liquida su ON.

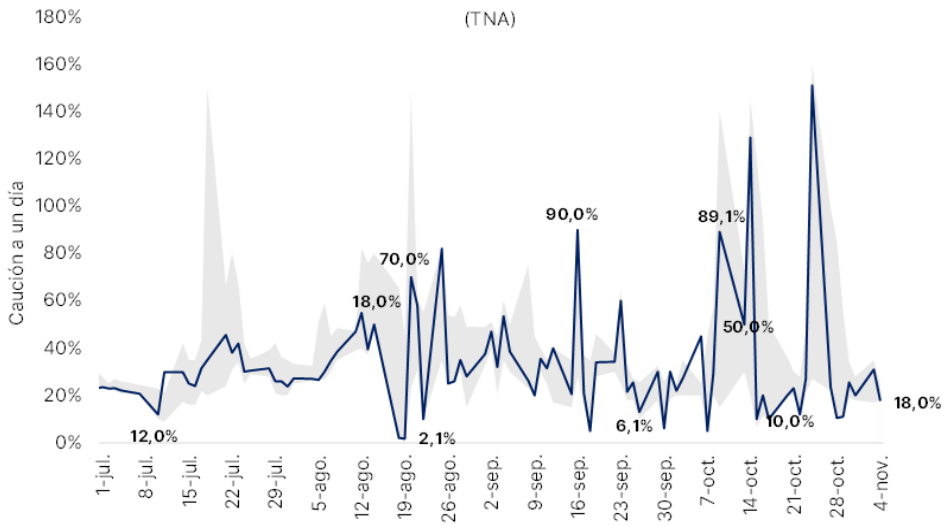
El oficial desandó parte de la suba del lunes

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

En otro orden, **tras la última licitación del Tesoro**, que dejó un *rollover* de apenas 0,6x y liberó $4,49 billones, **los depósitos de este en pesos se redujeron a $5,42 billones al viernes**. Y **esa cifra seguirá cayendo: con pagos al FMI por US$853 millones esta semana**, que serán afrontados con compras de divisas, **los depósitos podrían ubicarse apenas por encima de $4,0 billones. Esta dinámica recorta el margen de remonetización de la subasta de hoy; es decir, coloca un piso al *rollover*** (para más detalle sobre la licitación, ver "Licitación del Tesoro: primer testeo de noviembre").

A la par, la normalización de la liquidez empieza a tomar forma. La liberación de pesos derivada de la subasta de la semana pasada ayudó a recomponer la liquidez del sistema financiero. Del total de $4,49 billones de baja de depósitos del Tesoro en BCRA, los bancos dejaron encajados $0,98 billones en su cuenta corriente en el BCRA para cumplir con el efectivo mínimo y $3,52 billones salieron del BCRA al sistema financiero, proveyendo mayor liquidez. Sumando a esto la recompra de títulos del Tesoro del 27 y 28 de octubre, el sistema financiero contaba al viernes 31/10 con $4,51 billones más de los que contaba el viernes 24/10 (preelección). Como subproducto de esto, la tasa de caución ayer cerró en 18% TNA luego de oscilar entre 11% TNA y 160% TNA la semana pasada.

Tras la inyección de liquidez, las tasas cortas cedieron



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

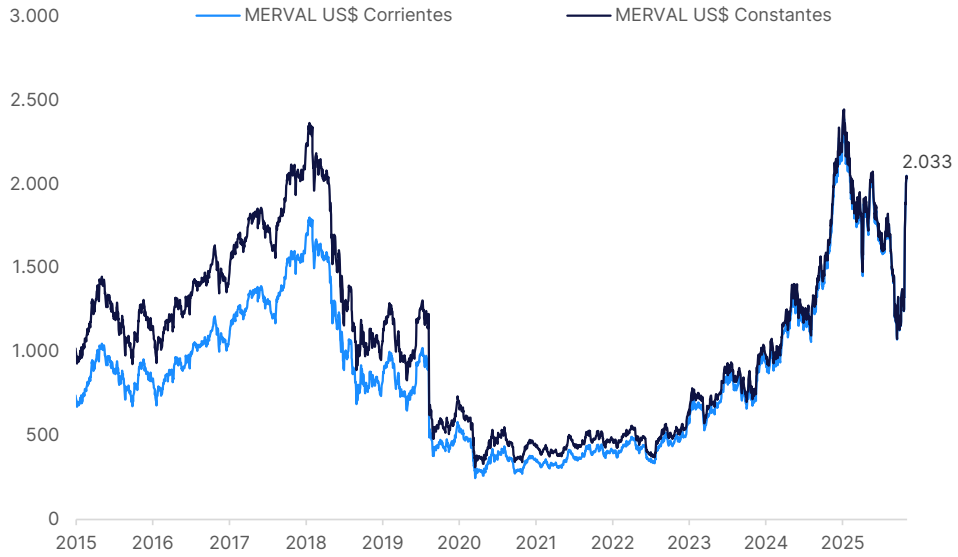
Por último, **en el mercado de futuros de dólar ayer se operaron US$1.118 millones, con un incremento del interés abierto (IA) de US$37,4 millones**. Casi todo ese aumento se concentró en el contrato de febrero (+US$48,5 millones), mientras que la primera posición cayó US$11,5 millones. **Considerando que en la rueda del lunes el IA había bajado solo US$8 millones, y en conjunto con el dato de ayer, la posición *short* del BCRA se habría mantenido estable cerca de los US$6.250 millones estimados a fines de octubre**. En cuanto a precios, la baja del oficial (-1,9%) contrastó con un ajuste más moderado de la curva de futuros (entre -0,9% y -1,1%), lo que elevó las tasas implícitas.

El Merval dio un paso en falso

Tras el extenso rally que viene llevando desde la semana pasada, el Merval se tomó una pausa. Ayer **retrocedió 0,7% hasta US$2.033**, lo que podría interpretarse como una corrección por toma de ganancias. Sin embargo, **con el retroceso de los índices globales, la caída luce prácticamente insignificante**. En detalle, el Nasdaq Composite, el S&P 500 y el Dow Jones cayeron 1,8%, 1,0% y 0,4%, respectivamente. En los mercados emergentes, el panorama fue similar, con el EEM y el EWZ bajando 1,8% y 1,1%.

Dentro del panel líder, los rojos superaron a los verdes. Las acciones más afectadas fueron IRSA (-5,8%), ALUA (-3,8%) y BBAR (-3,5%), mientras que BYMA (+4,2%), CRES (+3,0%) y TXAR (+2,7%) registraron las mayores subas. **En Nueva York, el único ADR argentino que cerró sin cambios fue TEO, mientras que IRS (-6,4%), BIOX (-4,8%) y CRESY (-3,8%) encabezaron las pérdidas.**

El Merval se tomó un pequeño descanso



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

Entre las noticias corporativas más relevantes, ayer, tras el cierre de mercados, **Pampa Energía (BYMA: PAMP; NYSE: PAM) presentó sus resultados correspondientes al 3Q25. Los ingresos alcanzaron US$591 millones (+9,4% yoy)**, impulsados por mayores exportaciones de gas, el crecimiento en la producción *shale* en Rincón de Aranda y el gran aporte de PEPE 6. Mientras tanto, el costo de ventas subió en menor medida (+2,7% yoy) hasta US$375 millones, lo que impulsó al resultado bruto 23,4% interanual a US$216 millones. Los gastos administrativos y de comercialización totalizaron US$73 millones, mejorando de los US$77 millones del año pasado. En definitiva, el resultado operativo creció 9,1% yoy hasta US$168 millones, y el **EBITDA ajustado un 15,4% yoy hasta US$322 millones**. Por su parte, el resultado financiero neto fue una pérdida de US$30 millones (vs -US$1 millón en 2024), por lo que la ganancia antes de impuestos bajó 9,8% a US$138 millones. Finalmente, tras una fuerte carga impositiva de US$115 millones (vs US$7 millones del año pasado), **el resultado neto se redujo a US$23 millones desde los US$146 millones del 3Q24.** Por otro lado, cabe señalar que, entre los hechos recientes, la compañía destacó la liberación de garantías de OCP Ecuador por US$84 millones y la aprobación del 14° plan de recompra de acciones por hasta US$100 millones. Otro punto importante es que, como mencionamos en el Daily de ayer, TGS, que es subsidiaria de la compañía, recibió la adjudicación para la ampliación del Gasoducto Perito Moreno, algo que le va a permitir expandirse en gran escala.

Por último, **YPF informó ayer que se cumplieron las condiciones para la entrada en vigor del acuerdo con Golar MKII en el marco del proyecto de exportación de GNL junto a Southern Energy.** La comunicación coincidió con el anuncio internacional de que **ADNOC, la petrolera estatal de Abu Dhabi, firmó un "Framework Agreement" a través de XRG, su compañía de inversiones internacionales, con YPF y ENI** para desarrollar el proyecto Argentina LNG, que apunta a producir entre 12 millones y 18 millones de toneladas anuales. Esto, que se suma al interés mostrado por Aramco en Neuquén (la compañía, que es la mayor productora de petróleo del mundo, no solo mostró interés en sumarse a este mismo proyecto, sino que además abrió búsquedas laborales presenciales en Neuquén), refuerza que el interés global por la hoja de ruta del GNL argentino está más viva que nunca.

La Corte Suprema tiene que tomar una decisión de vida o muerte

Zohran Mamdani, de origen ugandés y referente del ala más progresista del Partido Demócrata, fue electo como el 111º alcalde de Nueva York en una elección histórica que pone por primera vez a un socialista declarado al frente de la ciudad. En paralelo, Trump superó su propio récord y, con 36 días cumplidos, **el shutdown ya es el más largo de la historia**. En medio de ese contexto, **hoy la Corte Suprema evaluará si el presidente excedió su autoridad constitucional al imponer aranceles a las importaciones.**

La decisión de la Corte es de vida o muerte, al menos así lo expresó Trump en su cuenta de Truth Social (ver el posteo aquí). Los tribunales inferiores habían dictaminado que los aranceles fueron impuestos de forma ilegal bajo una ley de emergencia, pero los gravámenes se mantuvieron vigentes mientras la administración apelaba. Las cortes inferiores anularon los aranceles que Trump había dispuesto invocando la Ley de Poderes Económicos en Situaciones de Emergencia Internacional (*International Emergency Economic Powers Act, o IEEPA*). Es decir, el fallo afecta al arancel mínimo del 10% y a los aranceles recíprocos que van del 10% al 41% para los países que no alcanzaron acuerdos con Estados Unidos. También alcanza a los recargos adicionales aplicados a productos de México, China y Canadá, que Trump justificó como una medida para combatir la crisis del fentanilo. El caso ante la Corte Suprema no incluye otros aranceles basados en distintas leyes, como los que afectan al acero, el aluminio, los automóviles, el cobre o la madera. Esos fueron impuestos mediante la Sección 232 de la Ley de Expansión Comercial de 1962, que permite aplicarlos cuando el Departamento de Comercio determina que ciertas importaciones representan un riesgo para la seguridad nacional.

Si el tribunal confirma los fallos previos, el gobierno no solo perdería la posibilidad de seguir cobrando estos aranceles, sino que además debería reembolsar los pagos ya realizados. Esto podría agravar las preocupaciones sobre el *path* fiscal de Estados Unidos. Más allá de esto, cobra especial relevancia dado que la recaudación por aranceles forma parte del plan económico de Trump como mecanismo para compensar la pérdida de ingresos derivada de los recortes impositivos. Sin embargo, una derrota no necesariamente frenaría su agenda comercial (ya que cuenta con otras herramientas legales), pero sería un baldazo de agua fría para su estrategia económica.

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.