

27 de enero de 2025

# Perspectivas de la semana

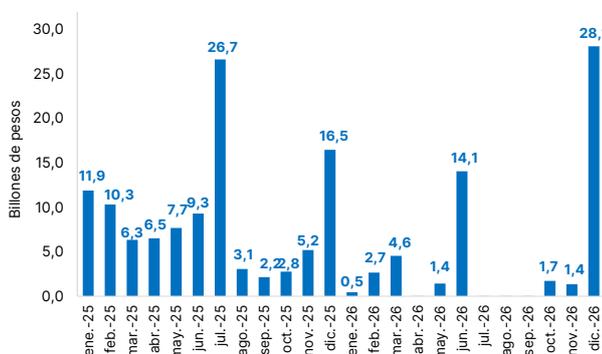
ppi

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

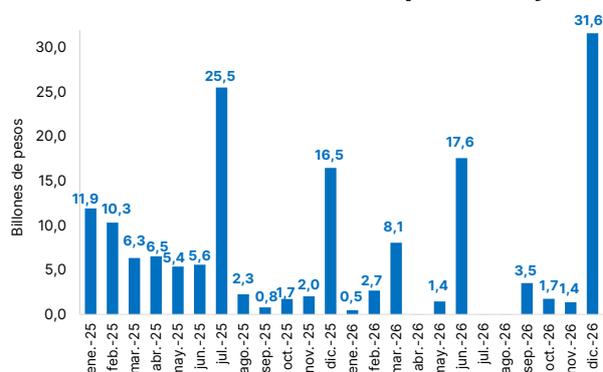
## ¿Qué sucedió en el mercado de renta fija?

En cuanto al universo de pesos, el MECON logró en el canje una aceptación del 64% sobre el total de los vencimientos entre mayo y noviembre de 2025. Así, alcanzó a despejar \$14 billones de su perfil de deuda de este año. Según el comunicado, el sector privado aportó alrededor del 55,25% de sus tenencias, estirando la vida promedio de los pagos desde 0,54 años a 1,5 años. Asimismo, la tasa de capitalización disminuyó pasando de un promedio ponderado de 3,94% TEM en los títulos elegibles a 2,20% TEM en la nueva cartera. Cabe recordar que previo al canje, según nuestros números, entre mayo y noviembre del 2025 el Tesoro enfrentaba vencimientos alrededor \$56,7 billones. Luego de la transacción, ese monto se redujo a casi \$43,3 billones. Del otro lado, los pagos estimados entre marzo de 2026 y diciembre del mismo año alcanzaban los \$51,3 billones, pero ahora rondan los \$65,3 billones.

### Perfil de vencimientos pre-canje



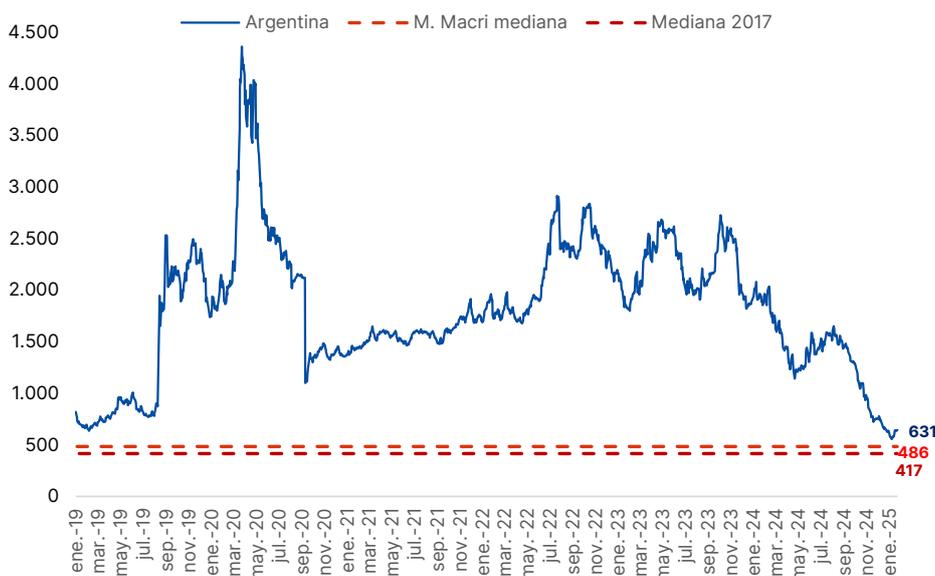
### Perfil de vencimientos post-canje



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

Por el lado de los Globales, a pesar de los idas y vueltas, lograron terminar la semana al alza con subas de hasta 1%. Esto se dio en un contexto en el cual el ETF EMB incrementó a 0,6% WTD dada la merma en las tasas de los treasuries norteamericanos. Así las cosas, el riesgo país argentino se acomoda en los 631 puntos básicos para iniciar la semana (-10 que el viernes 17).

## El riesgo país arranca la semana en los 631 puntos básicos



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

**Clave:** luego del despeje de los vencimientos en pesos para los últimos meses del año, esta semana tenemos más novedades en el segmento de pesos. Hoy Finanzas dará a conocer en el transcurso del día las condiciones de la última subasta de enero y la última con el *crawling peg* al ritmo del 2% mensual. Esta tendrá lugar el miércoles 29 y liquidará el 31 de enero. En esta oportunidad el Tesoro enfrenta vencimientos por \$11,9 billones explicados principalmente por la S31E5 y el Dual de enero. Cabe aclarar que los vencimientos serán significativamente menores ya que se canjeará el TDE25. Se puede ver el comunicado en el BO [aquí](#). En cuanto a la deuda en dólares, creemos que el incremento en una semana que perfilaba débil se debe principalmente a la baja de las retenciones al campo. Aunque esta medida transitoria (vigente hasta junio) podría interpretarse como un adelanto de liquidez más que como un efecto positivo real sobre la venta de la cosecha, los inversores están centrados en el impacto de muy corto plazo, como es que podría fortalecer las reservas antes de un posible acuerdo con el FMI. Dentro de las noticias positivas, la calificadora de riesgo Moody's elevó la calificación de riesgo de la deuda soberana argentina nominada en moneda extranjera desde Ca hasta Caa3. En esta línea, reforzó la perspectiva desde estable a positiva.

### **La IA china pone en jaque a Wall Street, ¿comienza un *sell off* en el *equity* estadounidense?**

El comienzo de la semana es complicado. El mercado busca refugio en los bonos: las tasas a diez y dos años de los *Treasuries* comprimen 8 pbs y 6 pbs, respectivamente, mientras que el *equity* sangra. En el *premarket*, el Nasdaq retrocede 3,5% y el S&P 500 2,1%. Un clásico *flight to quality*.

Respecto al *equity*, la semana pasada se lanzó la última versión de DeepSeek, un asistente de IA desarrollado por una *startup* china que escaló rápidamente a la cima de los rankings de descargas en las *app stores*. Los expertos afirman que se compara con ChatGPT, aunque opera con chips menos avanzados. Esta noticia, sumado a que las acciones en Estados Unidos estaban cerca de sus máximos tanto en términos nominales como reales y que el ratio P/E supera los promedios históricos, generó un *sell off*, especialmente en el sector tecnológico. En particular, Nvidia y Microsoft caen 12,4% y 6% en el *premarket*. Además, el mercado anticipa que las siete magnificas reporten una desaceleración en el crecimiento de sus ganancias en esta temporada de *earnings*. Se proyecta que las ganancias de estas empresas en su conjunto aumenten 22%, lo que sería el menor incremento desde el 1T23.

**Clave:** el foco de la semana estará en la decisión de política monetaria de la Reserva Federal este miércoles. El mercado espera que mantenga el rango de tasas entre 4,25% y 4,5%, con una probabilidad de 97%. Más allá de esto, la atención estará puesta en la conferencia de prensa posterior, en busca de pistas sobre el rumbo del resto del año.

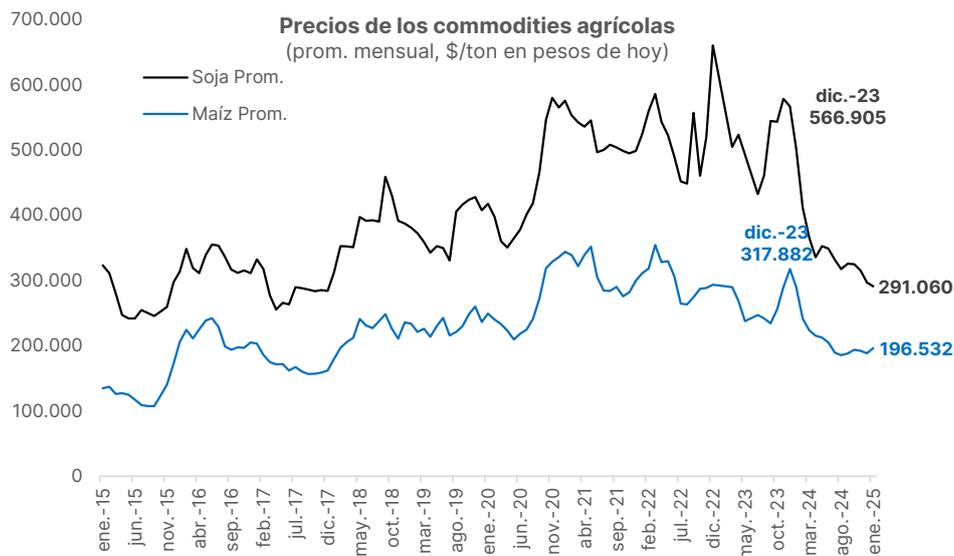
Además, ese mismo día reportarán Microsoft, Meta, Tesla e IBM, entre otras. La *earning call* de Tesla tendrá un condimento extra: será la primera de Elon Musk desde la reelección de Donald Trump. Musk, CEO de Tesla desde 2008, lideró todas las *calls* de resultados desde la salida a la bolsa de la empresa en 2010, con excepción de una. Ahora está profundamente involucrado en la administración de Trump, encabezando el Departamento de Eficiencia Gubernamental, o 'DOGE'.

El jueves se publicará la primera lectura del PBI de Estados Unidos para el último trimestre de 2024. Se espera un crecimiento anualizado de 2,7%. Finalmente, el viernes se conocerá la inflación PCE, la medida favorita de la Reserva Federal. La mediana de los analistas de Bloomberg anticipa que la lectura general se mantendría en 0,3%, mientras que la núcleo, que excluye alimentos y energía, aceleraría a 0,2% desde 0,1% en noviembre.

## Implicancias para el MULC y los dólares financieros de la baja de retenciones

El jueves al cierre del mercado el Gobierno anunció que a partir de hoy se reducirán transitoriamente las retenciones de los principales cultivos del agro hasta el 30/06 y que se eliminarán definitivamente para las economías regionales. Esta mañana ya entró en vigor mediante un decreto en el [Boletín Oficial](#). En nuestro [Daily](#) del viernes, mencionamos que la medida redundaría en una mayor liquidación del sector. El mecanismo sería el siguiente: la suba del tipo de cambio efectivo se trasladaría parcialmente a los precios agrícolas en el mercado local, por lo que los productores tendrían mayores incentivos para vender sus stocks a los exportadores y, así, acelerarse la liquidación.

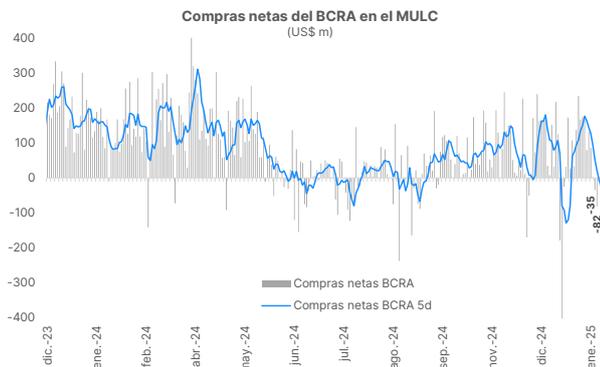
### La mejora del tipo de cambio efectivo se trasladaría a los precios en el mercado local



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

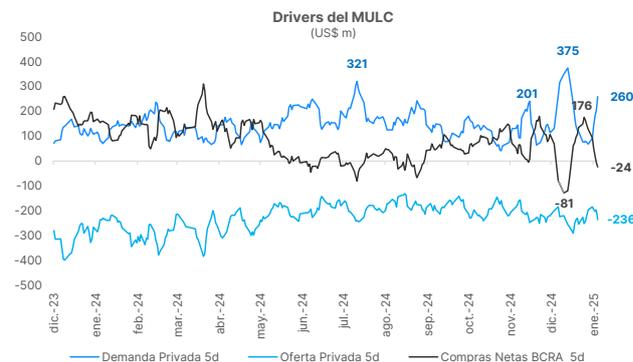
Dado que el *blend* sigue en pie, esto implicaría una mayor liquidación del agro tanto vía el mercado oficial de cambios por el 80% como por el mercado financiero por el 20% restante. En el MULC, el BCRA tendría mayor espacio para comprar divisas a partir de una aceleración en la oferta privada. Recordamos que vendió US\$121 millones en las últimas cuatro ruedas, lo que le puso fin a su racha compradora de catorce jornadas, en la que había adquirido un total de US\$1.549 millones. Destacamos que, detrás de las ventas del BCRA, hubo un salto de la demanda privada (la media móvil de cinco días pasó de US\$68 millones el 17/01 a US\$260 millones el viernes) que no pudo ser compensado por una aceleración mucho más contenida de la oferta (de US\$196 millones a US\$236 millones). En tanto, en el mercado financiero, la mayor oferta del agro llevaría al BCRA a mantener en el margen su intervención, tras haber utilizado US\$315 millones en la segunda quincena de diciembre y US\$619 millones en la primera de enero para contener la brecha.

## El BCRA vendió US\$121 millones en las últimas cuatro ruedas



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

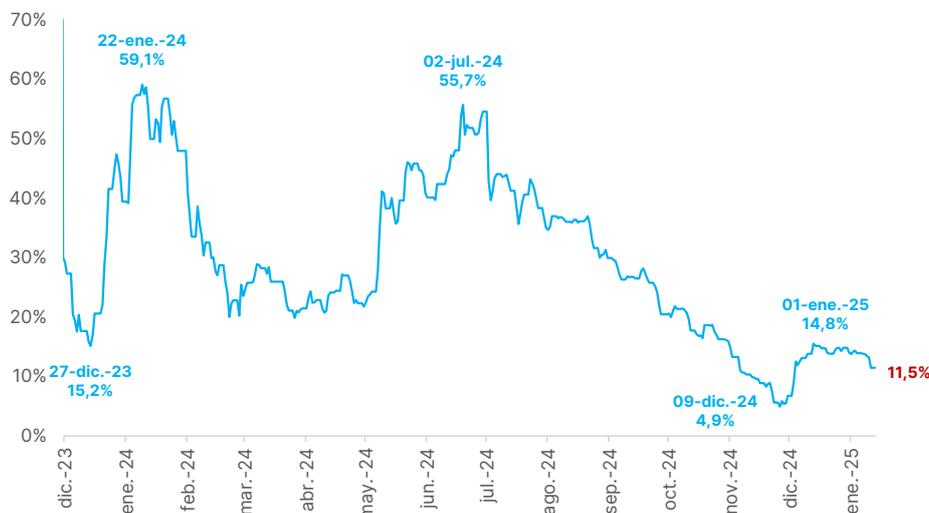
## La aceleración de la demanda privada no pudo ser compensada por una mayor oferta



Un detalle adicional es que, tal como destacamos en nuestro [Perspectivas 2025](#), se volvió menos probable la eliminación del 80/20% a partir del regreso de la intervención del BCRA en los dólares financieros a partir de la segunda quincena de diciembre. Por esto mismo, no nos sorprendió la reacción del CCL a la baja de retenciones. El viernes exhibió el mayor recorte desde el 06/12, previo a que el BCRA reanudara la intervención, al caer 1,3% de \$1.186 a \$1.170. En consecuencia, la brecha cambiaria comprimió de 13,2% a 11,5%, el menor nivel desde mediados de diciembre. En la misma línea, el MEP cedió 0,5% de \$1.166 a \$1.160.

## La brecha retrocedió a su nivel más bajo desde mediados de enero

Brecha cambiaria en la era Milei



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

**Clave:** a partir de la reducción de retenciones, esperamos que la liquidación del agro se acelere esta semana. Para tener de referencia, había recortado de una media de cinco días de US\$117 millones en la semana que finalizó el 17/01 a US\$72 millones el viernes. Así, habría una mayor oferta tanto en el MULC como en el mercado financiero. Por ende, el BCRA reanudaría las compras en el mercado oficial de cambios durante esta semana a la par que la intervención en los dólares financieros seguiría contenida, tal como ocurrió en la última semana a juzgar por el volumen operado en GD30 y AL30 T+1.

**¿Los bonos atados al tipo de cambio oficial podrían ser una oportunidad?**

Los activos atados al tipo de cambio oficial, inversión que había sido furor durante 2022 y 2023 alcanzando valuaciones altísimas con tasas de retorno negativas de dos dígitos en los momentos de mayor estrés en el mercado cambiario, tuvieron una pobre performance en 2024 y comienzos de 2025. Esto se explica en que el gobierno logró mantener su regla de depreciación en 2% mensual -que se actualiza a 1% a partir del próximo mes-, muy por debajo de la evolución de la inflación y la tasa de interés en pesos, eludiendo la salida del cepo y un eventual salto cambiario que el mercado esperaba originalmente para algún momento entre el segundo y tercer trimestre de 2024.

Hacia adelante el panorama es similar. Con la imagen del gobierno al alza gracias a su exitosa batalla contra la inflación, no parece prudente poner ese capital político en juego en un año electoral. Por lo tanto, una menor brecha cambiaria, una baja expectativa devaluatoria y una tasa de depreciación muy por debajo de la tasa de interés quitan demanda por estos instrumentos. Además, los demandantes clásicos de este tipo de activos durante 2022 y 2023 eran empresas que se encontraban con exceso de liquidez y sin acceso a importaciones, situación que se fue corrigiendo durante 2024, lo que borró parte de la demanda que tenían estos instrumentos. Pero por más que sean bonos prácticamente olvidados, lo más interesante de ellos es que, a diferencia de las estrategias de *carry trade*, la ganancia en *dólares* no depende de la evolución del tipo de cambio y la tasa de interés, sino de lo que suceda con la brecha cambiaria. Por ende, si el gobierno saca el cepo antes del vencimiento del bono y la brecha cambiaria desapareciera, el inversor podría gozar de un rendimiento muy atractivo en moneda dura, independientemente del valor al cual converja el tipo de cambio. A forma ilustrativa, brindamos un análisis de sensibilidad sobre el retorno directo en dólares de comprar el TZV26 y mantenerlo hasta el vencimiento (30 de junio de 2026) frente a distintos niveles de brecha cambiaria.



Como mencionamos, la posición técnica no es favorable y es difícil estimar cuándo aparecerá nuevamente demanda por estos instrumentos. Sin embargo, que los bonos dólar linked ofrezcan rendimientos por encima de sus pares en moneda dura o CER nos parece contradictorio. Esta situación se observa tanto en la curva de bonos del Tesoro como en la de obligaciones negociables. Eso sólo tendría sentido si el mercado no vislumbra ni una salida del cepo ni una corrección en el tipo de cambio real oficial hasta el vencimiento del bono. Si uno se posiciona en vencimientos de 2026/2027, nos cuesta creer que ambas cosas sucedan. De hecho, ya son varias las declaraciones del presidente sobre la posibilidad de acelerar la salida del cepo si consigue financiamiento externo, ya sea del FMI o de fondos de inversión. Con el equipo del FMI negociando en la Argentina y la asunción de Trump ya consumada, no se puede descartar que el apoyo financiero llegue más temprano que tarde. ¿A caso el gobierno estaría comenzando a preparar el terreno? Tanto el atractivo canje ofrecido para despejar vencimientos a partir de mayo 2025 como la quita de retenciones al agro pueden interpretarse en ese sentido. Un Tesoro con menos vencimientos de deuda por enfrentar y un Banco Central con más reservas podrían brindar la confianza necesaria para liberar el mercado cambiario y llegar a las elecciones cumpliendo su promesa de campaña.

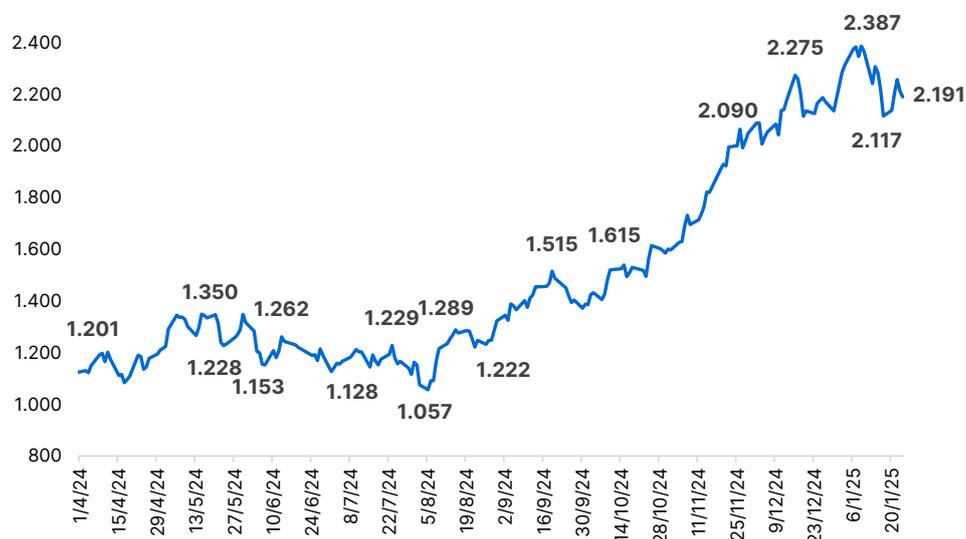
## El Merval terminó la semana al alza

La semana inició con tres ruedas consecutivas al alza, pero la alegría no pudo sostenerse hasta el final. El jueves y viernes el principal índice accionario retrocedió -2,0% y -1,0%, respectivamente. Así, finalizó la semana en US\$2.191, un 3,5% por encima del nivel al que había terminado el viernes anterior. Cabe destacar que, en la rueda del viernes, fue relevante la baja del tipo de cambio, ya que el Merval medido en pesos retrocedió 2,3%, pero la baja de 1,3% del dólar moderó las pérdidas.

El panel líder de la bolsa porteña finalizó con mayor cantidad de rojos que de verdes. Al frente de estos últimos se destacó CRES (+4,3%), con un movimiento que podría entenderse luego de las noticias de la baja de retenciones a los productos agrícolas. La escoltaron IRSA (+1,6%) y LOMA (+0,9%). En la esquina contraria, TECO2 (-4,0%), BMA (-4,0%) e YPF (-3,9%) registraron las mayores pérdidas. En Wall Street, el clima también fue malo para los activos argentinos. No obstante, las compañías relacionadas con el sector agropecuario acusaron recibo de la baja de retenciones. De esta manera, BIOX (+4,8%) y CRESY (+4,2%) fueron quienes estuvieron frente de las subas. Una mejora en los márgenes impactaría directamente en el resultado de Cresud y permitiría un mayor gasto en los paquetes tecnológicos por parte de los productores. Esto último, podría llegar a beneficiar a Bioceres. Un poco más atrás, IRS (+2,3%) completó el podio ganador. En tanto, VIST (-3,0%), TEO (-2,8%) y SUPV (-2,5%) registraron la peor performance de la rueda.

Si bien las dos últimas ruedas fueron bajistas para los papeles argentinos, el excelente arranque de semana fue más que suficiente para que la mayoría acumule subas en las últimas 5 ruedas. CRESY (+9,9%), EDN (+9,8%) y LOMA (7,6%) fueron las más beneficiadas, mientras que GLOB (-4,4%), YPF (-4,1%), SUPV (-0,7%) y PAM (-0,4%) fueron las únicas que terminaron con pérdidas.

## El Merval trepo 3,5% en la semana



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

En el plano de la renta fija corporativa, Pampa Energía, tal como lo había anunciado, completó el rescate de sus Obligaciones Negociables Clase I con vencimiento en enero de 2027. El monto remanente en circulación era de US\$352,7 millones. El rescate se produjo luego de la emisión de la ON Clase 23 en diciembre pasado por US\$360 millones, a una tasa de interés del 7,875% y con fecha de vencimiento en 2034. Así, la operación permitió a la compañía extender la duración de su deuda, lo que posibilita una mayor concentración en sus planes de expansión, en particular en su joya de Vaca Muerta: Rincón de Aranda. Para más detalles sobre esta compañía y otras que

operan en Vaca Muerta sugerimos ver nuestro informe ["Vaca Muerta: el presente y futuro de Argentina"](#).

**Clave:** en la semana se pondrá a prueba la sensibilidad del Merval respecto de lo que pueda suceder en el mercado internacional. El lanzamiento de *DeepSeek* generó pánico en los principales mercados globales con movimientos de tipo *flight to quality* (ver: *"La IA china pone en jaque a Wall Street, ¿comienza un sell off en el equity estadounidense?"*). En este sentido, veremos si, luego del impresionante rally del 2024, el principal índice de acciones reacciona en línea con los demás mercados emergentes o, como en otras oportunidades, sigue su propia dinámica. En el plano de la renta fija corporativa, Petrolera Aconcagua Energía vuelve al mercado en busca de fondos con una ON *bullet* con vencimiento a los 36 meses desde la fecha de emisión. Teniendo en cuenta el estado actual del mercado de ONs y las últimas emisiones de la compañía, el rendimiento que podrían exigir los inversores estaría en torno al 9%. En PPI seremos colocadores y podrás cargar ordenes hasta las 14hs del martes 28/01.

## Lo que pasó

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
<b>20-ene</b>	AR	Intercambio Comercial Argentino	Dic	-	-	-
	JAP	Producción Industrial MoM	Nov	-2,2%	-2,2%	-2,3%
	JAP	Índice Industrial Terciario	Nov	-0,3%	-0,3%	0,1%
<b>21-ene</b>	UK	Desempleo Registrado	Dic	4,6%		4,6%
<b>22-ene</b>	JAP	Balanza Comercial	Dic	¥130.9B		-¥110.3B
<b>23-ene</b>	AR	Estimador Mensual de Actividad Económica	Nov	0,9%		0,6%
	AR	Confianza del Consumidor	Ene	2,9%		2,3%
	US	Peticiones Iniciales de Desempleo	Ene	223K	220K	217K
	US	Reclamos Continuos	Ene	1899K	1866K	1853K
<b>24-ene</b>	AR	Índice de Salarios INDEC	Nov	3,80%		4,6%
	US	PMI Manufacturero	Ene	50,1	49,8	49,4
	US	Confianza del Consumidor	Ene	71,1	73,2	73,2
	JAP	IPC Anual	Dic	3,6%		2,9%
	JAP	Tasa de Interés del BOJ	Ene	0,50%	0,50%	0,25%
	BR	IBGE Inflación IPCA-15 MoM	Ene	0,11%	-0,02%	0,34%

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

## Lo que vendrá

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
<b>27-ene</b>	AR	Llamado a Licitación	-	-	-	-
<b>28-ene</b>	US	Órdenes de Bienes no Durables	Dic	-	0,5%	-1,2%
<b>29-ene</b>	AR	Licitación del Tesoro	-	-	-	-
	US	Decisión de Tasa del FOMC (banda alta)	Ene		4,50%	4,50%
	US	Decisión de Tasa del FOMC (banda baja)	Ene		4,25%	4,25%
	BR	Tasa Selic	Ene			12,25%
<b>30-ene</b>	US	PBI QoQ	4T24		2,7%	3,1%
	US	Peticiones Iniciales de Desempleo	Ene			223K
	US	Reclamos Continuos	Ene			1899K
	JAP	Desempleo	Dic			2,5%
<b>31-ene</b>	AR	Liquidación de Licitación	-	-	-	-
	AR	Informe de Evolución del Mercados de Cambios	Dic	-	-	-
	US	PCE mensual	Dic		0,3%	0,1%
	US	PCE Anual	Dic		2,5%	2,4%

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)

### **Gerardo Stvass**

Analyst  
[gstvass@portfoliopersonal.com](mailto:gstvass@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)

### **Damián Lucas Vlassich**

Analyst  
[dvllassich@portfoliopersonal.com](mailto:dvllassich@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.