

28 de enero de 2025

Daily Mercados

ppi

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

El mercado de pesos no da respiro: nueva licitación del Tesoro

Ni bien el mercado terminó de digerir el último canje, el MECON publicó las condiciones de la última licitación de enero. Vale la pena destacar que esta operación, que ya estaba en el cronograma anual, se llevará a cabo el miércoles 29 de enero (mañana). Tras el canje publicado en el Boletín Oficial destinado al BCRA para *rollear* el TDE25 (el organismo solo puede refinanciar sus posiciones mediante canjes, dada la regulación que lo excluye del mercado primario), **estimamos que los vencimientos totales alcanzan los \$6,35 billones.**

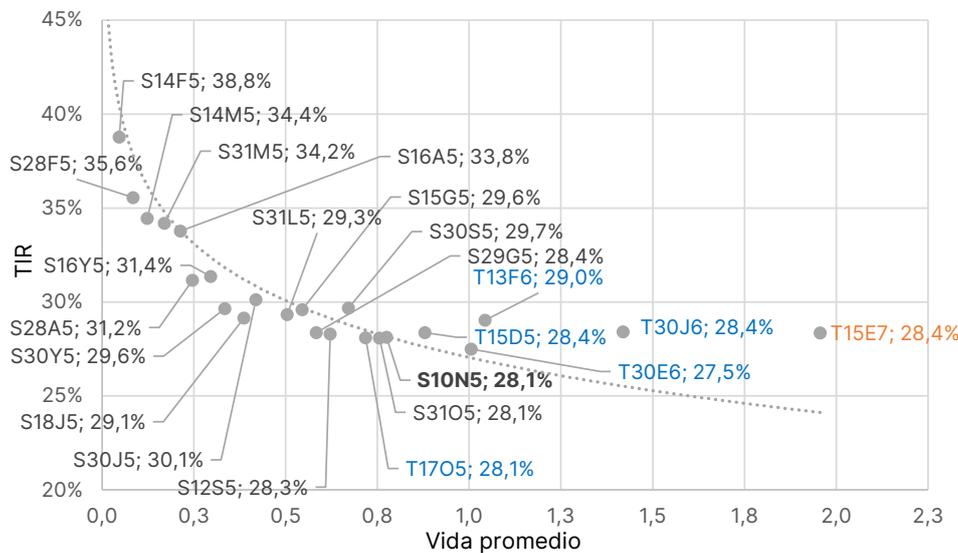
En esta oportunidad, **el MECON reabre dos LECAPs** al 14 de marzo (**S14M5**) y 28 de abril (**S28A5**) de este año, el **BONCER** cero-cupón al 31 de marzo de 2027 (**TZX7**) y ofrece una **nueva BONCAP** al 15 de enero de 2027 (**T15E7**). En tanto, **Finanzas canjeará el remanente del BONCER** al 14 de febrero 2025 (**T2X5**) por una **nueva LECAP** al 10 de noviembre de 2025 (**S10N5**). A simple vista, destacamos dos elementos llamativos en las condiciones:

1.- El equipo de Finanzas “testeará” las aguas de 2027 con un instrumento a tasa fija (T15E7 a casi 24 meses). Sin dudas representa un hecho inédito (si lo viéramos con los ojos pre-Milei) y convalida la confianza del mercado respecto al buen trabajo del Gobierno bajando la nominalidad. En tanto, **al no colocar/reabrir un título con vencimiento en 2026 evitó canibalizar la deuda ya existente en ese tramo de la curva**, la cual incrementó significativamente tras el canje exitoso del 24 de enero.

2.- El menú cuenta con alternativas de muy corto plazo (marzo/abril) o con la posibilidad de estirar *duration* a 2027, pero en ambos casos **esquiva la ventana de vencimientos (mayo/noviembre) que limpió la semana pasada** (a excepción del canje por el remanente del T2X5). Desde nuestro punto de vista, es otra señal respecto a los próximos pasos del Gobierno en un contexto en donde se podría alcanzar un acuerdo provechoso con el FMI para fines marzo o principios del segundo trimestre. El propio presidente afirmó que ello aceleraría el proceso de normalización cambiaria.

¿Qué nos parece lo más interesante dentro del menú? Las LECAPs a marzo (S14M5) y abril (S28A5) ayer cerraron en 2,50% (TEM) y 2,30% (TEM). Más allá de las letras de corto plazo, la BONCAP a 2027 captura nuestra atención. **Si el Tesoro replica la misma estrategia que en las licitaciones anteriores, es probable que ofrezca un premio para que los inversores vuelvan a estirar *duration*.** En esa línea, para que la nueva BONCAP replique la TEA de su comparable más cercana (T30J6) debería salir a una TEM de 2,10%.

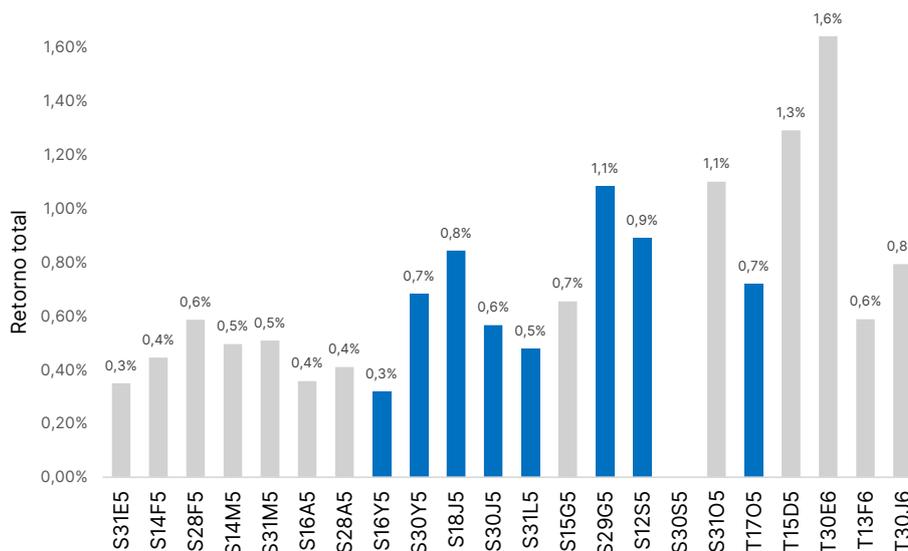
Curva de instrumentos a tasa fija (en naranja la nueva emisión)



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

Por otra parte, la deuda elegible del canje de la semana pasada suavizó la debilidad relativa respecto al resto de la curva este lunes. Recordemos que después de las 15hs del viernes (24 de enero), los instrumentos que podían entregarse en el canje por la canasta de los nuevos duales devolvieron buena parte de la suba de las ruedas previas. A nuestro entender, los inversores habían incorporado parte del *upside* potencial de las condiciones del canje dentro de los precios del mercado secundario, por lo cual, una vez cerrada la operación, la curva debía “normalizarse”. De esta manera, los títulos elegibles exhiben retornos “en línea” (ajustados por *duration*) a sus comparables desde el viernes.

Retorno total de la curva tasa fija desde el cierre del canje (en azul la deuda elegible)



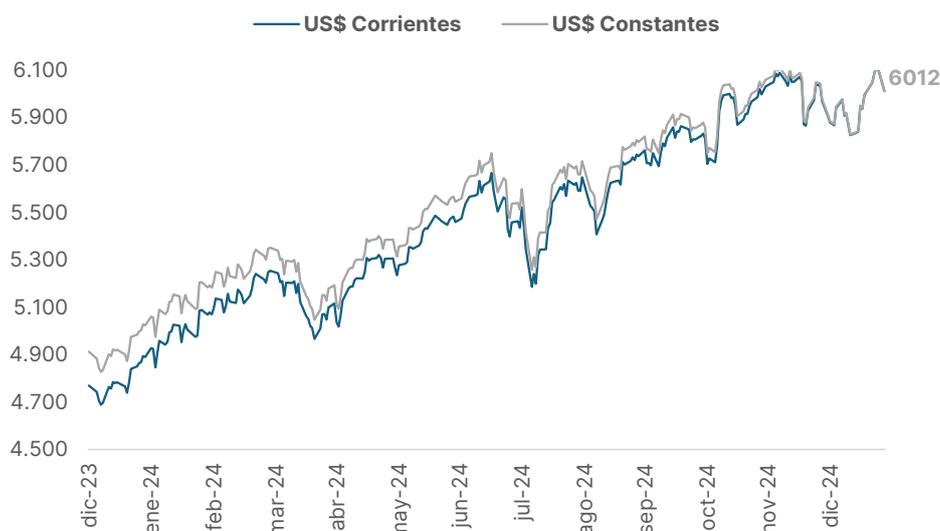
Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

Ayer DeepSeek sacudió al mercado, ¿hoy habrá calma luego de la tormenta?

La semana pasada se lanzó la última versión de DeepSeek, un asistente de IA desarrollado por una **startup china** que rápidamente escaló a la cima de los rankings de descargas en las tiendas de aplicaciones. Los expertos lo comparan con ChatGPT, aunque funciona con chips menos avanzados. Una de sus grandes ventajas (y amenazas para otros competidores) es que estos *chatbots* prácticamente no enfrentan barreras de entrada. Es decir, resulta muy sencillo pasar de usar ChatGPT a DeepSeek. Además, **cambiar a DeepSeek no solo es fácil, sino también económico: su costo representa una fracción de lo que implica utilizar la API de OpenAI**. DeepSeek representa una amenaza para modelos de código cerrado, como OpenAI, aunque no todos los jugadores del sector siguen este enfoque. Meta, por ejemplo, lanzó su software Llama como *open source*, con el objetivo de abaratar costos. Más allá de esto, en Wall Street se discute sobre la paradoja de Jevons, que plantea que, al volverse más eficiente el uso de un recurso, este termina utilizándose más en lugar de menos. La eficiencia se traduce en mayor innovación y fomenta la demanda. Sin duda, esta es la esperanza de Nvidia y de cualquier otra empresa que desarrolla la infraestructura subyacente para la IA: que los avances como DeepSeek sean adoptados masivamente, lo que impulsaría aún más la demanda total de capacidad de cómputo. Claramente no es el *view* que tuvo el mercado ayer.

La noticia de DeepSeek activó el **selloff en Wall Street**. Ayer el sector que más sufrió fue el tecnológico, lo que se reflejó en una caída de 3,1% del Nasdaq. En tanto, el S&P 500 y el Dow Jones retrocedieron 1,5% y 0,7%, respectivamente. En particular, las empresas con un modelo de código cerrado, como Google DeepMind, que depende de Alphabet (-4%), o OpenAI, que también opera con código cerrado y depende de Microsoft (-2,1%), enfrentaron caídas en sus acciones. Meta, por su parte, con su enfoque en *open source* y su modelo Llama, subió 0,9%. Nvidia, aunque no desarrolla IA directamente, fue la principal perdedora al desplomarse 17,3%, ya que su *hardware*, las GPUs (productos clave como la serie A100 y H100), es crucial para el desarrollo de IA. Las acciones de Broadcom (-17,4%) y Marvell (-19,1%) también sufrieron grandes pérdidas. Ambas empresas están fuertemente vinculadas al ecosistema de IA. Al desarrollar chips avanzados esenciales para centros de datos y aplicaciones de inteligencia artificial, son actores clave en el suministro de hardware para procesamientos intensivos.

Evolución del S&P500



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

El mercado buscó refugio en la renta fija. Los rendimientos de los *Treasuries* a 10 años (10Y) cayeron 9 pbs hasta 4,53%, mientras que la tasa a 2 años (2Y) hizo lo propio en 7 pbs hasta 4,20%. Como resultado, el *spread* entre ambas finalizó en 33 pbs.

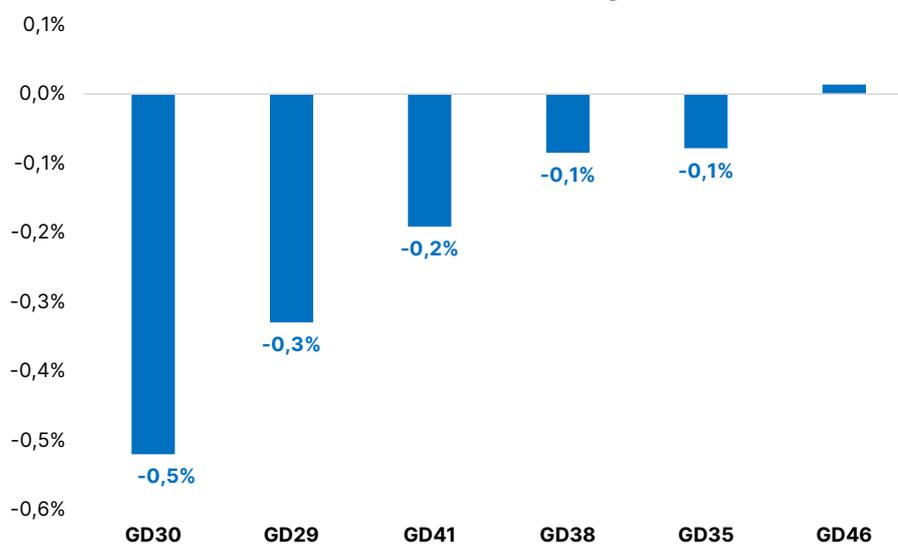
Por otro lado, ayer por la noche, **Donald Trump habló con la prensa** a bordo del Air Force One mientras regresaba a Washington tras un discurso en Florida. **Declaró que desea imponer aranceles generales a todas las importaciones mucho mayores a 2,5%**. Ante la consulta sobre un informe que señalaba que el nuevo secretario del Tesoro, Scott Bessent, apoyaba iniciar con una tasa global del 2,5%, Trump respondió que no creía que Bessent respaldara esa cifra y que él mismo no estaría a favor. Además, prometió aranceles a sectores específicos, incluidos semiconductores, productos farmacéuticos, acero, cobre y aluminio. También, insinuó que podría imponerlos a automóviles de Canadá y México, países que ya amenazó con implementarles aranceles generales de 25% a partir del 1 de febrero.

Tras las declaraciones de Trump, el dólar (DXY) abre al alza y sube 0,6%. En este contexto, la 10Y aumenta 3 pbs, mientras que la 2Y avanza 2 pbs. Por otro lado, la caída en el *equity* parece haberse tomado una pausa. Los futuros de los principales índices bursátiles abren mixtos. El Nasdaq y el S&P 500 avanzan 0,1%, mientras que el Dow Jones retrocede 0,1%. En particular, se observa un rebote en los papeles relacionados con la industria de la IA que ayer sufrieron fuertes caídas, aunque no las compensan: Nvidia (+2,5%), Broadcom (+2,2%), Marvell (+3%), Alphabet (+0,5%) y Microsoft (+0,2%).

La deuda soberana en dólares retrocedió en medio de la turbulencia internacional

Ayer los mercados globales asimilaron la noticia sobre DeepSeek que activó un *selloff* en Wall street y los flujos se dirigieron a activos menos riesgosos (ver "*Ayer DeepSeek sacudió al mercado, ¿hoy habrá calma luego de la tormenta?*"). Los Globales argentinos no pudieron quedarse al margen del impacto del clima internacional y experimentaron caídas a lo largo de toda la curva. Sin embargo, a juzgar por la magnitud de los descensos, podemos decir que tuvieron un comportamiento resiliente. Así, **su precio ponderado por *outstanding* retrocedió 0,2%, llevando el rendimiento promedio ponderado de los mismos a la zona de 11,1%**. En detalle, el tramo más golpeado fue el corto, con caídas de 0,3% y 0,5% en el GD29 y GD30, mientras que el tramo largo mostró más resistencia con el GD46 dejando incluso un saldo neutral.

Retorno total de Globales argentinos



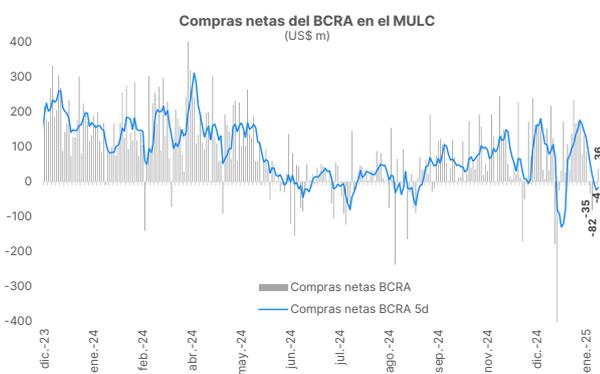
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En otro capítulo sobre los juicios que todavía acarrea el país por el **default del 2001**, ayer la **Corte Suprema de Estados Unidos autorizó el embargo de activos argentinos** tras rechazar la apelación que había hecho Argentina. Según la nota periodística de La Nación (que se puede leer [acá](#)), la suma para los *holdouts* que no habían entrado al canje de 2005 y 2010 ascendería a US\$310 millones y se tomarían como parte de los activos que tiene el Estado argentino en el Banco de la Reserva Federal, Alemania y Suiza. Esta derrota se suma a la de octubre cuando la Corte Suprema del Reino Unido había fallado contra el país en el caso del cupón PBI.

Sin salto en la liquidación del agro, el BCRA ya retomó las compras

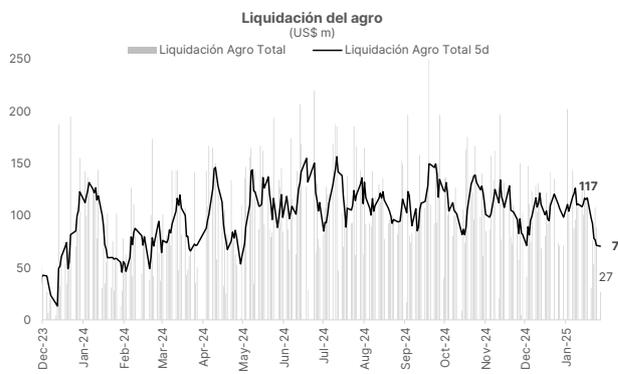
El **BCRA adquirió US\$36 millones** ayer en el mercado oficial de cambios. Es el primer saldo positivo luego de que vendiera US\$121 millones en las cuatro jornadas previas. Si bien ayer entró en vigor la baja de retenciones al agro y la eliminación para economías regionales, **todavía el agro no liquidó masivamente**. Apenas liquidó US\$27 millones frente a US\$108 millones y US\$89 millones el jueves y viernes pasado, por lo que desaceleró en vez de acelerarse. Consideramos que, tal como ocurrió con los diversos Programas de Incremento Exportador, **habría ciertas demoras en la instrumentación de la medida**. A esto se suma que **el traslado a precios en el mercado local de la mejora del FAS fue escueto de momento**. El precio del maíz sólo subió 0,7% en la posición de enero y quedó neutro en las primeras cuatro posiciones, mientras que el de la soja subió 3,9% en la posición de enero y promedió 3,4% en las primeras cuatro posiciones. En tanto, el FAS teórico se estimaba en un aumento de 3% para el maíz y de 10,9% para la soja. Por ende, habría lugar para que el precio interno suba algo más, pese a que sostenemos que será parcial el traspaso de la mejora.

El BCRA compró divisas luego de cuatro ruedas de ventas



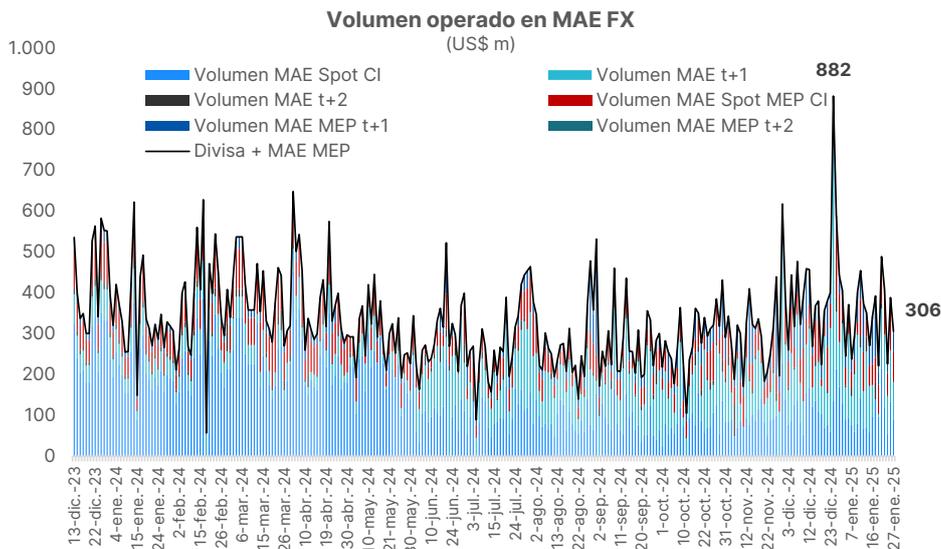
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La liquidación del agro desaceleró: la baja de retenciones a la espera de la instrumentación



La prácticamente nula liquidación del agro tuvo un correlato en el bajo volumen operado en dólar divisa y MEP en MAE, que recortó de US\$388 millones el viernes a US\$306 millones ayer. Es decir, la oferta de divisas cedió en el margen en contra de lo esperado. **La compra del BCRA se justificó en que la demanda privada**, que había venido acelerándose desde el 21/01, **mermó** de US\$259 millones el viernes a US\$146 millones ayer. Esto le dejó espacio al BCRA para que pudiera adquirir divisas, a diferencia de las ruedas anteriores. **En los próximos días, será clave ver si el agro comienza a liquidar masivamente**, producto de que finalmente se instrumente la baja de retenciones, **y si esto se traduce en una aceleración en el ritmo de compras del BCRA**.

Bajo volumen operado en dólar divisa y MEP en MAE



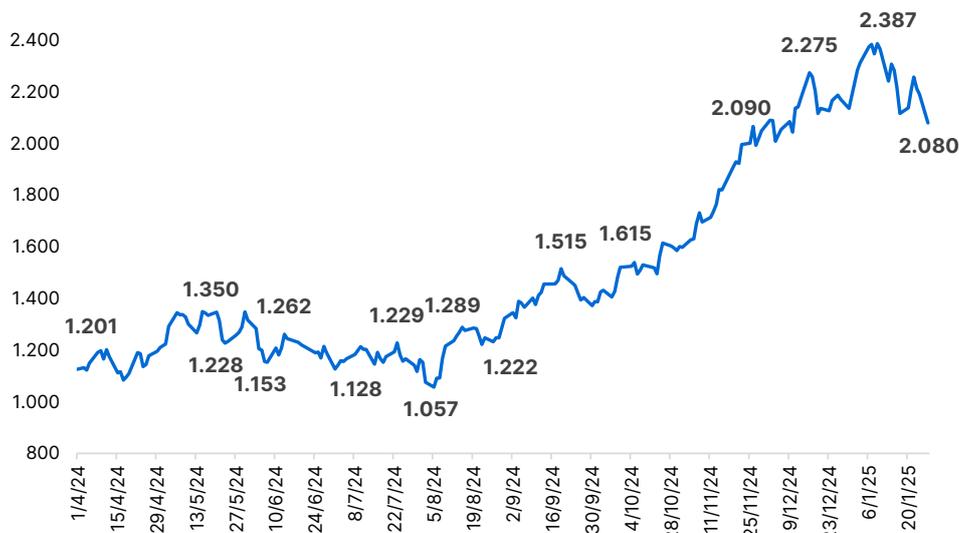
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Viento de frente del exterior

El índice de acciones argentinas sufrió el embate del mal clima internacional. El equity en los principales mercados sangró y el Merval recortó 5,1% hasta ubicarse en US\$2.080, su nivel más bajo desde principios de diciembre del año pasado. Como sostuvimos en alguna oportunidad, luego del impresionante rally, era esperable que el índice comience a tener una mayor sensibilidad respecto de los movimientos del exterior. En este sentido, el S&P 500 cayó 1,5%, al tiempo que el Nasdaq hizo lo propio en 3,1%. Los mercados emergentes no tuvieron un día mucho mejor, con el ETF EEM retrocediendo 1,8%, a pesar de tener una exposición importante en empresas chinas. En tanto, el ETF EWW recortó 1,5%, mientras que el ETF EWZ fue de los pocos que terminó en positivo al subir 1,2%.

Volviendo al plano local, en la Bolsa de Buenos Aires, los papeles que componen el panel líder del Merval terminaron teñidos de rojo. Las mayores pérdidas estuvieron en **GGAL (-7,7%), BBAR (-7,6%) e IRSA (-6,1%)**. En el exterior, los ADRs argentinos también registraron fuertes pérdidas. La peor performance fue para **BMA (-6,4%)**, seguida por **BBAR (-5,9%) y VIST (-5,1%)**. Las únicas excepciones que terminaron la rueda en verde fueron **EDN (+1,7%), GLOB (+1,7%) y MELI (+0,1%)**.

El Merval se desplomó 5,1%

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

¿*Flight to quality*? Luego del sacudón en el mercado producto del último lanzamiento de Deepseek, el Merval parece haber sobrerreaccionado. Si bien es cierto que, como mencionamos, luego del desempeño de 2024, era esperable que los papeles argentinos comiencen a dejar de lado su dinámica propia y a moverse más en línea con otros índices, la fuerte caída de ayer parece desproporcionada. A modo de referencia, si realizamos el ejercicio teórico de ajustar las variaciones por beta, tomando el S&P500 como *benchmark* del mercado, la caída del Merval debería haber estado en torno a -1,7% y considerando beta del ETF ARG (que contiene los ADRs argentinos) debería haber estado en torno a -1,8%. Debemos remarcar que es posible que los betas, al considerar rendimientos del pasado, estén subvaluados, pues el Merval tenía su dinámica propia y no era tan sensible a los movimientos del exterior. De cualquier modo, ante mayor incertidumbre, es lógico que los inversores tiendan a desprenderse de aquellos activos que consideran más riesgosos. No obstante, **es probable que las noticias de ayer hayan funcionado como catalizador para un movimiento hacia aquellos activos con valuaciones más bajas**. Esto explicaría el buen desempeño de los papeles brasileños en la rueda de ayer y, teniendo en cuenta el rally del Merval en 2024, habría acelerado la toma de ganancias por parte de los inversores en el índice local. **Como mencionamos en otras oportunidades y detallamos en nuestro informe de [Perspectivas PPI 2025](#), aun creemos que el Merval tiene mucho valor, pero la selectividad comienza a ser cada vez más importante.**

Por último, en el plano de la renta fija corporativa, no queremos dejar de mencionar que **Aconcagua Energía vuelve al mercado en busca de fondos por medio de una ON *bullet* a 36 meses**. Esta empresa del sector *Oil & Gas*, que cuenta con una calificación A+ de FIX, se dedica principalmente a la exploración y explotación de petróleo y gas, operando 14 áreas con más de 1.200 pozos productivos en las cuencas cuyanas y neuquinas. En 2023 firmó un acuerdo estratégico con Vista Energy que le permitió escalar sustancialmente sus operaciones con ingresos estimados en US\$160 millones para el año 2024. Una vez que culmine el plazo del acuerdo con Vista (2027), la compañía podrá monetizar el 100% de la producción de las áreas (actualmente entrega el 40% a Vista), lo que significaría un nuevo salto para los ingresos de Aconcagua. Cabe destacar que recientemente recibieron la extensión de la concesión de estas áreas hasta 2036. Las mismas representan cerca del 78% de la producción de la compañía e implicaron un aumento de tres veces en las reservas de petróleo (8 años de producción al ritmo

actual). Desde PPI seremos colocadores y podrás cargar las órdenes por [plataforma](#) hasta el hoy, martes 28 de enero, a las 14hs.

Temporada de balances internacional 4Q24: Boeing (BA) y General Motors (GM)

Boeing finalmente dio a conocer los ingresos del cuarto trimestre del año fiscal. **La fabricante y diseñadora de aviones alcanzó una marca poco favorable al comunicar su sexto año consecutivo de pérdidas.** En el cuarto trimestre de 2024, **registró ingresos por US\$15.240 millones (vs US\$16.210 millones estimados) lo que representó una desaceleración del 31% interanual.** Además, obtuvo **un resultado neto negativo de US\$5,9 por acción, significativamente por debajo de lo que proyectaba el mercado (-US\$2,65).** Los resultados se vieron impactados por cargos que totalizaron casi US\$ 3.000 millones en la unidad de aviones comerciales y en el negocio de defensa y espacio. Adicionalmente, la huelga de maquinistas, que se extendió casi dos meses, generó múltiples retrasos en las entregas a sus clientes (American Airlines y Ryanair fueron algunas de las más afectadas). Por último, el CEO de Boeing informó que se encuentran desarrollando un plan de recuperación para mejorar las entregas y revertir los resultados de la compañía.

General Motors informó los resultados correspondientes al cuarto trimestre de su año fiscal, logrando superar las expectativas del mercado. La compañía reportó **ingresos de US\$47.700 millones frente a los US\$43.930 millones estimados por los analistas,** y un resultado neto de US\$1,92 por acción, por encima de los US\$1,89 proyectados. No obstante, uno de los datos destacados pasó por la actualización del *guidance* para 2025. **Allí, la automotriz proyecta obtener un resultado neto anual de entre US\$11.200 millones y US\$12.500 millones (BPA de entre US\$ 11,0 y US\$12,0).** Esto se respalda en la expectativa de un aumento en la producción y mayores ventas de vehículos eléctricos (EV por sus siglas en inglés). Además, la compañía estima una mejora de la rentabilidad gracias a la optimización de costos en sus operaciones globales. Por último, también destacaron el impacto positivo de su sólida posición en el mercado estadounidense y distintas medidas que reforzarán las operaciones que mantienen en China.

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

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Damián Lucas Vlassich

Equity Analyst
dvllassich@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. |