

03 de febrero de 2025

Perspectivas de la semana

ppi

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

Trump activa su política comercial

¿Otro lunes negro? Hoy, el Nasdaq, S&P 500 y Dow Jones caen 1,7%, 1,5% y 1,3% en el *premarket*, respectivamente. Esta vez, la causa no fue ni una descoordinación de política monetaria entre bancos centrales ni una irrupción de una *startup* china, sino la propia política comercial de Donald Trump (tarifas). Este último anunció que implementará aranceles del 10% a todas las importaciones provenientes de China y del 25% a las de México y Canadá, con excepción de una tasa del 10% al petróleo canadiense.

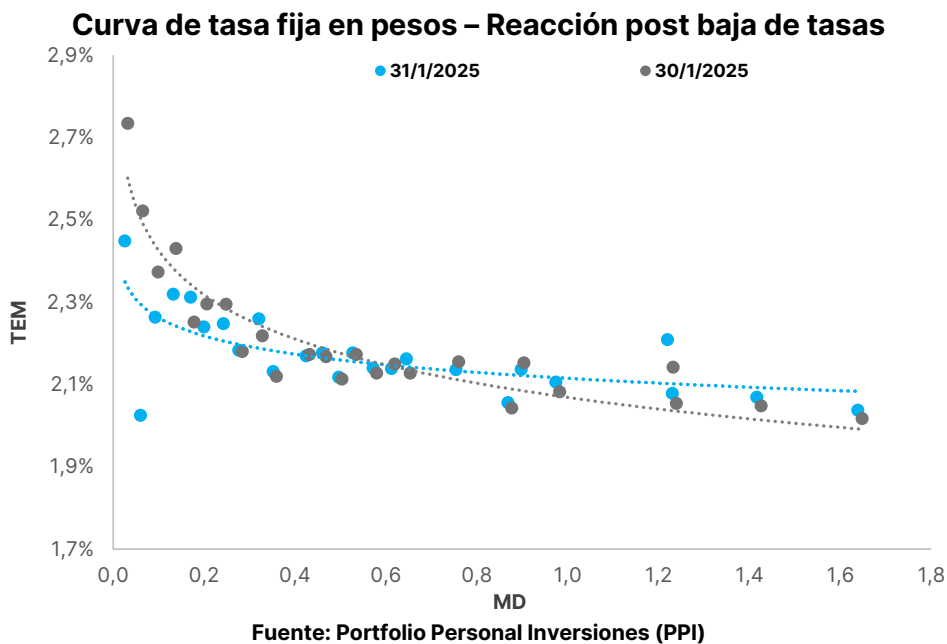
En este contexto, el dólar se aprecia frente a las principales divisas del mundo, con el DXY subiendo 0,9% hasta 109,3. Además, el peso mexicano se deprecia 1,4% frente al dólar, llevando el tipo de cambio a USD/MXN 21, un nivel que no se observaba desde 2020. Por su parte, el dólar canadiense también retrocede 0,9% hasta un tipo de cambio a USD/CAD 1,5, máximo desde 2003.

Ayer, en declaraciones a la prensa, Trump indicó que hoy mantendrá una llamada con el primer ministro canadiense, Justin Trudeau, y con los líderes de México. Los nuevos gravámenes están programados para entrar en vigor mañana, salvo que se alcance un acuerdo de último momento. Más allá de esto, Trump restó importancia a las conversaciones de hoy, destacando que los aranceles ya son un hecho y que confía en que ambos países pagarán lo que, según él, le deben a Estados Unidos. Asimismo, reiteró su advertencia de posibles tarifas contra la Unión Europea (UE), asegurando que los aranceles podrían aplicarse debido al gran déficit comercial con el bloque. También, criticó que la UE, prácticamente, no acepta productos estadounidenses -como automóviles y bienes agrícolas-, mientras exporta masivamente estos mismos productos a Estados Unidos.

Clave: esta semana el foco estará puesto en el nivel de actividad y el mercado laboral. Hoy, se publicará la revisión final del PMI del sector industrial y el ISM del mismo sector. El martes se conocerá el informe JOLTS, que incluye vacantes de empleo, renunciaciones y despidos. En la misma línea, el miércoles, la consultora ADP informará la muestra de nóminas no agrícolas o creación de empleo. El jueves volverán a publicarse el PMI e ISM, pero esta vez del sector de servicios. Finalmente, el viernes llegará el primer *job report* del año. En relación con este último, el mercado espera que la tasa de desempleo se mantenga en 4,1%. Asimismo, la expectativa es que se hayan creado, y otorgado, 170 mil nuevos puestos de trabajo en enero, luego del sólido dato de diciembre, que alcanzó los 256 mil.

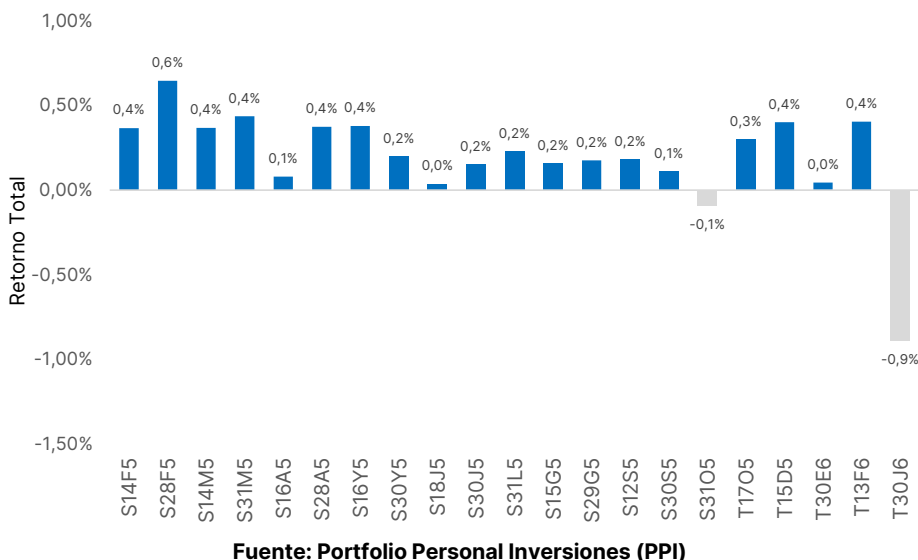
¿Sorprende la reacción del universo de pesos a la baja de tasas?

El viernes, primera rueda donde veríamos la reacción de las curvas en pesos ante la baja de tasas, las LECAPs con vencimiento hasta septiembre de este año avanzaron +0,1/0,6%. En la misma sintonía, los BONCAPs replicaron la performance de sus pares más cortos, a excepción del BONCAP de junio de 2026 que retrocedió 0,9%. Por su parte, los nuevos Duales corrigieron en menor medida, 0,2%, ubicando sus TEMs en 2,1%. Así, el spread entre los BONTAMs y los BONCAPs, que nos expresa cuál es el valor que el mercado le asigna a la opcionalidad de tasa variable, se redujo significativamente, a excepción del diferencial con el BONCAP de junio 2026 mencionado, el cual quedó algo rezagado respecto de sus pares. Así las cosas, tras esta primera reacción, en donde el tramo corto evidenció mejores resultados, la pendiente de la curva se aplanó en el margen.



Clave: ¿esperábamos una reacción mayor? Si bien la tenue respuesta de las curvas podría resultar anti intuitivo, ya que cualquier inversor esperaría observar subas más significativas en el tramo largo ante la decisión del Central, un recorte de tasas de aproximadamente 300pbs estaba parcialmente descontado por el mercado. Mas aún, cerca de la entrada en vigor de la baja del ritmo de devaluación. Como expresamos, no esperábamos sobresaltos en las curvas pues el mercado ya había anticipado un recorte de calibre similar.

Reacción de las curvas de pesos al recorte de tasas del Central

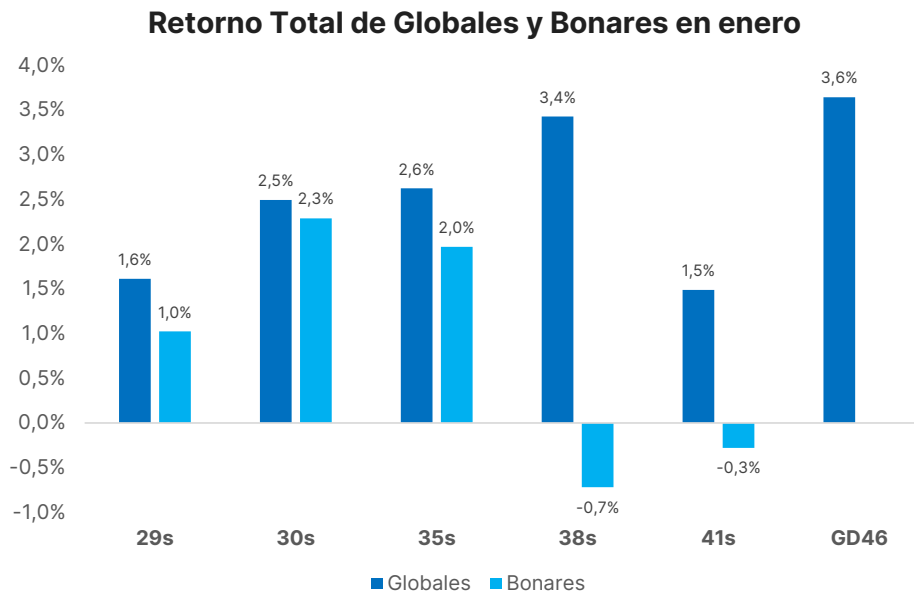


Buen arranque de 2025 para los Globales argentinos

En enero primó la volatilidad. Tras el pago de cupones, nuestros Globales mostraron cierta debilidad, pero finalizaron el mes teñidos de verde. En esta línea, la deuda soberana en dólares argentina, en términos de retornos totales (teniendo en cuenta el pago de cupones), exhibió ganancias que oscilaron entre 1,6% a 3,6%. Por su parte, sus pares ley local hicieron lo propio

entre 1% y 2,3%, con excepción del AE38 y AL41, que registraron leves descensos de -0,3% y -0,7%, respectivamente.

Esto sucedió en un contexto realmente optimista para los créditos soberanos emergentes. En este sentido, el ETF EMB subió 1,7% en el mes. En una vista menos amplia, la mediana de bonos con calificación crediticia similar a la de nuestros Globales sumaron 0,6% en el mismo periodo. Estos movimientos denotan que nuestra deuda en dólares permanece acoplada a pares riesgosos.



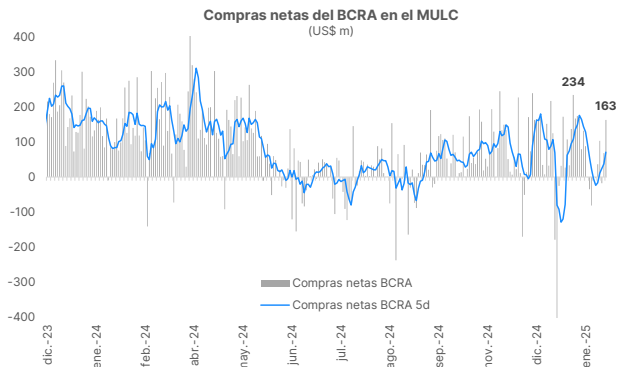
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Clave: así el riesgo país arranca febrero en la zona de los 618 pbs, unos 17 pbs por debajo del comienzo de enero. Como hemos señalado previamente, estimamos que los factores que podrían contribuir a una nueva reducción del riesgo país ganarían mayor relevancia en la segunda mitad del año. No obstante, esto no descarta la posibilidad de que el mercado anticipe estos movimientos. En nuestro [informe de Perspectivas 2025](#), destacamos tres elementos clave en este proceso: las elecciones de medio término, la normalización del mercado cambiario y la recuperación del acceso al financiamiento internacional. En lo que respecta al arranque de febrero, observaremos si hay una reacción en nuestros Globales tras los anuncios de tarifas de Trump (ver: “Trump activa su política comercial”).

El BCRA continúa comprando divisas, pero empiezan asomarse desafíos en el frente externo

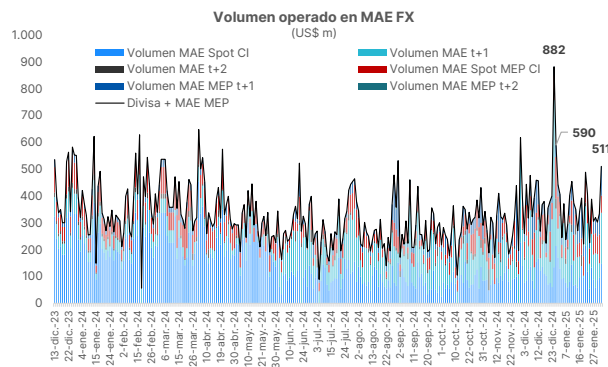
El BCRA adquirió US\$163 millones el viernes, la mayor compra desde el 14/01. Esta buena performance se dio en una rueda en la que el volumen operado en dólar divisa y MEP en MAE saltó de US\$316 millones promedio en los cuatro días anteriores a US\$511 millones. De esta manera, se convirtió en el más alto desde el 27/12, cuando se cumplió el plazo de 30 días para que accedieran al MULC los importadores que habían esperado el cese del pago a cuenta del impuesto PAÍS.

El BCRA tuvo su mayor compra desde mediados de enero



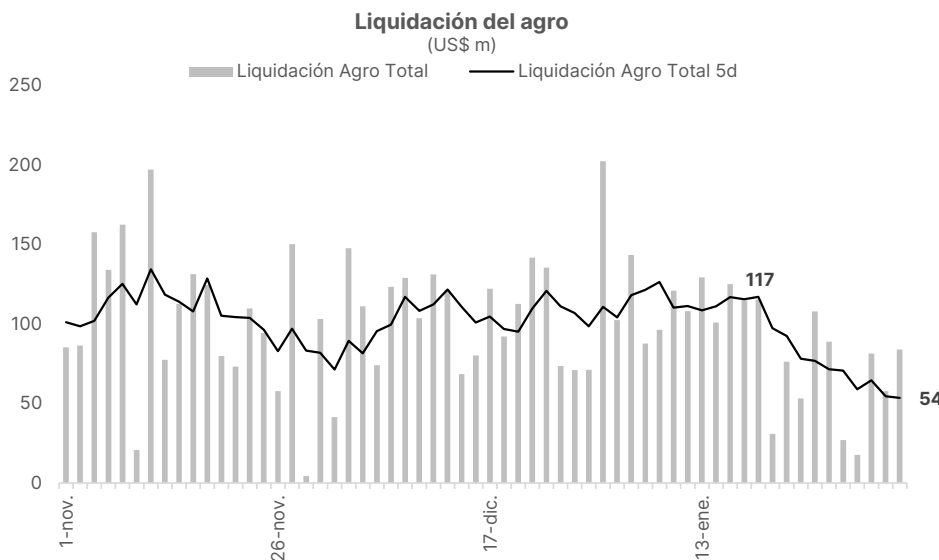
Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

Saltó el volumen operado en MAE el viernes



El mayor volumen operado se explicó parcialmente por una aceleración de la liquidación del agro, que totalizó US\$84 millones el viernes, el mayor registro en cinco ruedas. Recordamos que entre el lunes y el jueves promedió US\$46 millones, por debajo de la media de US\$72 millones de la semana previa. Dicho esto, la liquidación del agro aún no se aceleró notoriamente, pese haber entrado en vigor la baja de retenciones. Más allá de esto, destacamos que no esperamos que haya una liquidación masiva del sector, dado que se acortó el plazo de liquidación de 365 a 15 días. Esto evita que pueda liquidarse por adelantado la cosecha gruesa, por lo que la liquidación iría más en línea con la estacionalidad. No obstante, los exportadores tendrían más stock disponible para liquidar, debido que los productores tienen mayores incentivos a vender lo acopiado de la campaña previa ante el incremento de los precios en el mercado interno. Por esto mismo, esperamos que haya cierta aceleración en la liquidación del agro en los próximos días.

La liquidación del agro continúa contenida

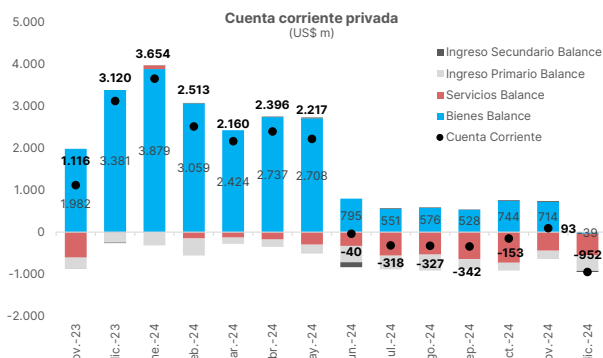


Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

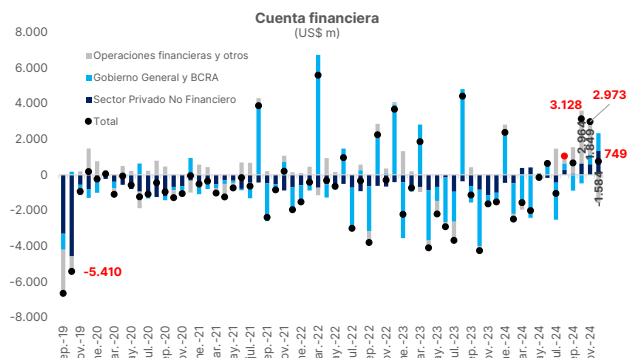
En otras novedades, el viernes al cierre del mercado el BCRA publicó el “Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario” de diciembre. Esta vez mostró un deterioro en la dinámica exhibida en los últimos meses, lo que refleja las consecuencias de la fuerte apreciación real del peso. Al respecto, la cuenta corriente del sector privado fue deficitaria en US\$952 millones, el mayor rojo en la era Milei al casi triplicar el déficit de septiembre de US\$342 millones.

La gran diferencia con meses anteriores fue que los bienes presentaron su primer desbalance en la gestión Milei al marcar un rojo de US\$39 millones, en comparación con un superávit promedio de US\$729 millones en octubre y noviembre. Para tomar dimensión del deterioro, la cuenta de bienes del sector privado no era deficitaria desde junio 2023. Como mencionamos en nuestro informe de [Perspectivas 2025](#), este sería el preludio de una cuenta corriente que se perfila a deficitaria este año, si el *blend* continúa en pie. Por otra parte, destacamos que el superávit de cuenta financiera volvió a niveles similares a los de septiembre (US\$661 millones), al disminuir a US\$749 millones en diciembre desde un récord con cepo de US\$3.128 millones en octubre y US\$2.973 millones en noviembre. Aquí jugó en contra una reversión del flujo por operaciones financieras y otros, que pasó de un superávit de US\$1.476 millones en septiembre, US\$2.964 millones en octubre y US\$1.849 millones en noviembre a un déficit de US\$1.584 millones en diciembre.

Se profundizó el deterioro de la cuenta corriente privada en diciembre



Menor superávit de cuenta financiera para compensar el déficit de cuenta corriente



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

Clave: en la primera semana de entrada en vigor de la reducción de retenciones al agro, el BCRA compró un total de US\$352 millones frente a ventas por US\$121 millones en la semana previa. Todavía la liquidación del agro no aceleró, por lo que esperamos ver novedades en este aspecto durante esta semana. De momento, el BCRA debería seguir comprando tanto por una mayor liquidación del agro incentivada por la reducción de las retenciones al sector como por los flujos financieros (préstamos +US\$1.795 millones en enero al 29/01). Sin embargo, el "Informe de la Evolución del Mercado Cambios y Balance Cambiario" de diciembre puso sobre la mesa los desafíos que empiezan a asomarse en el sector externo.

El Merval no pudo sostener la recuperación

Luego de dos jornadas consecutivas al alza, el principal índice de acciones argentinas volvió a cerrar en rojo. El viernes, retrocedió 1,3% hasta US\$2.177. De esta manera, acumuló una baja semanal de 0,7%, aunque todavía se mantiene 1,9% por encima del nivel al que finalizó diciembre. Lógicamente, las acciones que componen el índice cerraron mayoritariamente a la baja. TXAR (+1,9%) y ALUA (+1,1%) fueron las excepciones que terminaron en positivo. Del otro lado, METR (-4,4%), TECO2 (-4,0%) y TGSU2 (-3,6%) fueron las más afectadas. En el exterior, el último día de la semana pasada tampoco fue bueno. Solamente GLOB (+3,3%) y DESP (+0,1%) terminaron en verde. En tanto, TEO (-5,0%), BBAR (-3,5%) y TGS (-3,5%) registraron la peor performance de la rueda.

En el mes, con el índice trepando 1,9%, la mayoría de los ADRs argentinos terminaron al alza. El podio ganador estuvo compuesto por BBAR (+14,5%), escoltada por MELI (+13,1%) y BIOC

(+12,6%). En la esquina contraria, EDN (-8,7%), YPF (-7,2%) y TGS (-3,3%) estuvieron más flojas en el primer mes del año.

El Merval ganó 1,9% en enero



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

Entre las noticias más relevantes del mundo corporativo, Central Puerto continúa expandiendo sus inversiones en el sector minero. El viernes informó que suscribirá acciones de *AbraSilver Resource Corp*, titular del proyecto de plata-oro Diablillos en las provincias de Salta y Catamarca. Así, la participación accionaria pasará del 4% actual al 9,9%, y los fondos serán utilizados para realizar los estudios de factibilidad, que se espera estén terminados en diciembre. A esto se suma su reciente inversión en *3C Lithium Pte Ltd* por 55 millones de acciones, equivalentes al 27,5% del capital social y derechos de voto. Esta compañía, por intermedio de una controlada, es titular de los derechos del proyecto "Tres Cruces" en Catamarca. Se trata de un depósito de litio recientemente descubierto y los fondos aportados se utilizarán para financiar actividades de perforación, pagos en propiedades mineras, exploraciones adicionales y capital de trabajo para el desarrollo inicial del proyecto. Con estas iniciativas, CEPU se convierte en una de las pocas compañías con oferta pública de acciones que permitirá una exposición indirecta al sector minero. No obstante, la compañía no descuida su *core business*. De hecho, recientemente firmó un acuerdo con YPF Luz para el desarrollo de un proyecto de interconexión eléctrica, clave para el desarrollo de la minería en el noroeste argentino.

Clave: en la semana estaremos atentos sobre cómo podría reaccionar el Merval a las noticias provenientes del exterior. La semana pasada, fue la aparición de DeepSeek que provocó una considerable baja en los principales índices de renta variable global. Con esta noticia, el Merval aprovechó para corregir, aunque hacia mediados de semana logró reponerse. Esta vez, el foco está en Trump y la imposición de tarifas a Canadá, México y China. Veremos si, al igual que la semana pasada, el índice sobrereacciona a las noticias del exterior.

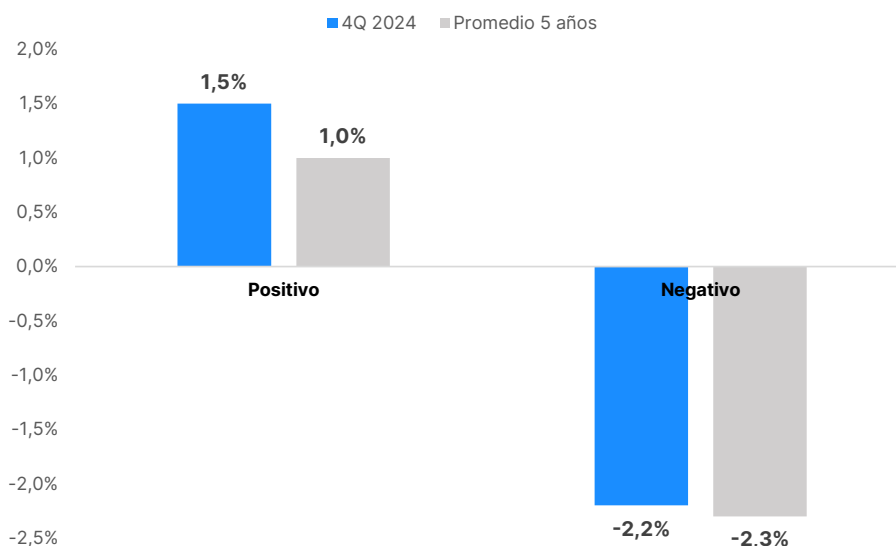
Temporada de balances internacional 4Q24: recap

Transcurridas alrededor de dos semanas desde que iniciara la temporada de balances actual, ya se conocieron los resultados de poco más de un tercio del total de compañías del S&P 500 (36% para ser exactos). De las compañías en cuestión, el 77% logró presentar beneficios por acción por encima del promedio de consenso de mercado. Esta *performance* está en línea con el promedio

de los últimos 5 años, y supera levemente el de los últimos 10 años (75%). Sin embargo, no todo es tan positivo, ya que, en términos agregados, las ganancias superaron a las proyecciones en 5% promedio, lo que se encuentra por debajo tanto del promedio de los últimos 5 años (8,5%) como de los últimos 10 años (6,7%).

En lo que respecta a la reacción que tuvo el mercado frente a estas presentaciones, se pudo observar que aquellas compañías que registraron un resultado por encima del consenso tuvieron, en promedio (contemplando el período comprendido entre 2 días previos a presentar resultados y 2 días posteriores a que los comunicaran), un salto de 1,5% en el precio de sus acciones. A pesar de que, como mencionamos, el porcentaje de sorpresa es inferior al promedio de los últimos años, la reacción en las cotizaciones fue superior al promedio de los últimos 5 años (+1,0%) durante la misma instancia de la temporada de balances. En esta sintonía, así como el mercado “premió” las sorpresas, también castigó en menor medida a las compañías que no lograron superar las estimaciones. Más precisamente, las empresas que informaron beneficios por debajo de lo que descontaban las proyecciones, experimentaron en promedio una caída del 2,2% en el precio de sus acciones. Este movimiento se encuentra apenas por debajo del promedio de los últimos 5 años (-2,3%) para la misma ventana de la temporada de resultados.

S&P 500 - Sorpresa de BPA vs variación promedio en las cotizaciones



Fuente: Earnings Insights - Factset

Clave: más allá de que observar sorpresas positivas por más de tres cuartas partes de la muestra resulte llamativo, es claro que se mantiene en línea con tendencias pasadas. Esto puede tener que ver con un comportamiento conservador de los analistas, o mismo con *managements* que prefieren mantener un colchón de reserva en sus pronósticos para, a lo sumo, dar sorpresas positivas y evitar las negativas. Fuera de ello, resulta llamativo que, con sorpresas positivas bastante por debajo del promedio, los premios fueran tanto mayores en el mercado. Ello viene en línea con un mercado norteamericano que claramente se encuentra en máximos en términos de valuaciones por múltiplos, y no solo en términos nominales. Cada dólar de ganancia adicional se premia con una mayor cantidad de dólares en valuación que en el promedio de los últimos años. Quedará por verse si la tendencia se mantiene, teniendo en cuenta que, si bien por el momento las reacciones positivas han superado el promedio histórico reciente, tan solo tenemos la muestra del 36% de las compañías que conforman el S&P 500. En un principio, creeríamos que sí, pero si las sorpresas positivas comenzaran a

ubicarse muy por debajo del promedio, se podría comenzar a cuestionar la fortaleza de la economía y las valuaciones de las empresas. De nuevo, no vemos ese escenario para el 4Q24. Hacia adelante, la temporada de balances de Wall Street sigue en marcha con varios pesos pesados. Hoy, al cierre del mercado, reporta Palantir, mientras que, previo a la apertura del martes será el turno de Paypal, Spotify, Pfizer. A su vez, luego del cierre de la rueda de ese mismo día será el turno de Alphabet y AMD. El miércoles presentan Disney, Qualcomm Ford y Uber y, el jueves, llegará el momento de una de las últimas de las "7 Magníficas", Amazon.

Lo que pasó

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
27-ene	AR	Llamado a Licitación	-	-	-	-
28-ene	US	Órdenes de Bienes no Durables	Dic	-2,2%	0,5%	-2,0%
29-ene	AR	Licitación del Tesoro	-	-	-	-
	US	Decisión de Tasa del FOMC (banda alta)	Ene	4,50%	4,50%	4,50%
	US	Decisión de Tasa del FOMC (banda baja)	Ene	4,25%	4,25%	4,25%
	BR	Tasa Selic	Ene	13,25%		12,25%
30-ene	US	PBI anualizado QoQ	4T24	2,3%	2,7%	3,1%
	US	Peticiones Iniciales de Desempleo	Ene	207K		223K
	US	Reclamos Continuos	Ene	1858K		1899K
	JAP	Desempleo	Dic	2,4%		2,5%
31-ene	AR	Liquidación de Licitación	-	-	-	-
	AR	Informe de Evolución del Mercados de Cambios	Dic	-	-	-
	US	PCE mensual	Dic	0,3%	0,3%	0,1%
	US	PCE Anual	Dic	2,6%	2,5%	2,4%

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

Lo que vendrá

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
3-feb	AR	Recaudación tributaria	Ene			\$13,02B
	UE	IPC Mensual	Ene			0,4%
	UE	PMI de fabricación	Ene			46,1
	US	PMI de fabricación	Ene			50,1
	US	ISM manufacturero	Ene			49,2
4-feb	US	Aperturas de empleo JOLTS	Dic			8098K
	US	Órdenes de bienes durables	Dic			-2,2%
5-feb	US	ADP Cambio de empleo	Ene			122K
	US	Balanza Comercial	Dic			-\$78.2B
6-feb	AR	Relevamiento de Expectativas de Mercado	Ene	-	-	-
	US	Peticiones iniciales de desempleo	Ene			207K
	US	Reclamos continuos	Ene			1858K
	UK	Tasa bancaria del Banco de Inglaterra	Feb		4,50%	4,75%
7-feb	AR	Inflación CABA	Ene			3,3%
	AR	Índice de Producción Industrial Manufacturero	Dic			0,4%
	AR	Indicadores de Actividad en la Construcción	Dic			2,2%
	US	Cambio en nóminas no agrícolas	Ene		158K	256K

Portfolio Personal Inversiones (PPI) en base a Bloomberg

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
meider@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

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.