

31 de marzo de 2025

Perspectivas de la semana

ppi

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

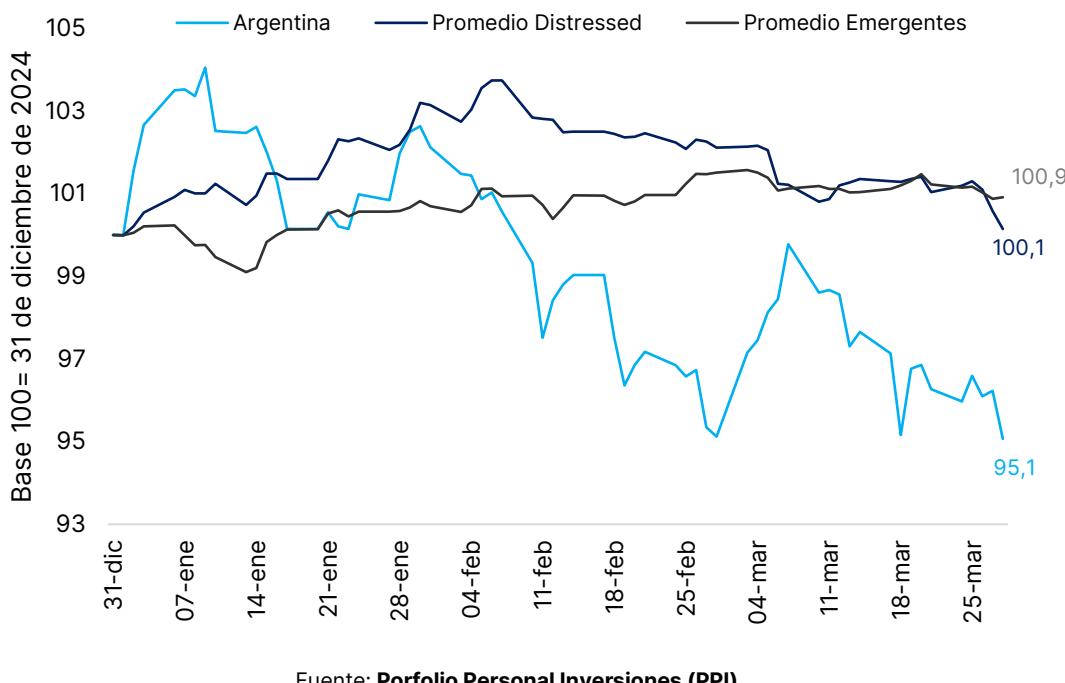
¿Qué nos dejó el mercado de renta fija y dónde hacemos foco esta semana?

El ritmo fue dictado por las noticias entorno al acuerdo del Fondo Monetario Internacional (FMI). Ayer por la noche, Luis Caputo, ministro de Economía, en una entrevista realizada por Luis Majul en LN+, volvió a hablar sobre el monto del acuerdo. Ratificó que se trata de potencialmente US\$20.000 millones, aunque todavía resta definirse cómo se va a ir desembolsando dicho número. Como destacamos en nuestro último [Daily](#), dado los vencimientos por US\$14.400 millones de aquí a abril 2029, el financiamiento neto estaría en torno a los US\$5.600 millones. Dentro de las declaraciones relevantes, el ministro también reveló que la administración pidió un primer desembolso más elevado al que suele dar el FMI -mayor al 40%. Por último, Caputo enfatizó que "el dólar no se va a disparar de ninguna manera". Se puede ver la entrevista de La Cornisa [aquí](#).

Observando el comportamiento de los activos argentinos, las novedades sobre el acuerdo con el FMI no fueron suficientes para mejorar el ánimo del mercado argentino. Aunque se dio a conocer el potencial monto del programa *Extended Fund Facility* y Argentina sigue explorando alternativas de financiamiento con otros organismos, estas medidas no lograron generar la confianza suficiente entre los jugadores del mercado que permita el repunte las cotizaciones de nuestros títulos. Como resultado, los Globales cerraron otra semana a la baja.

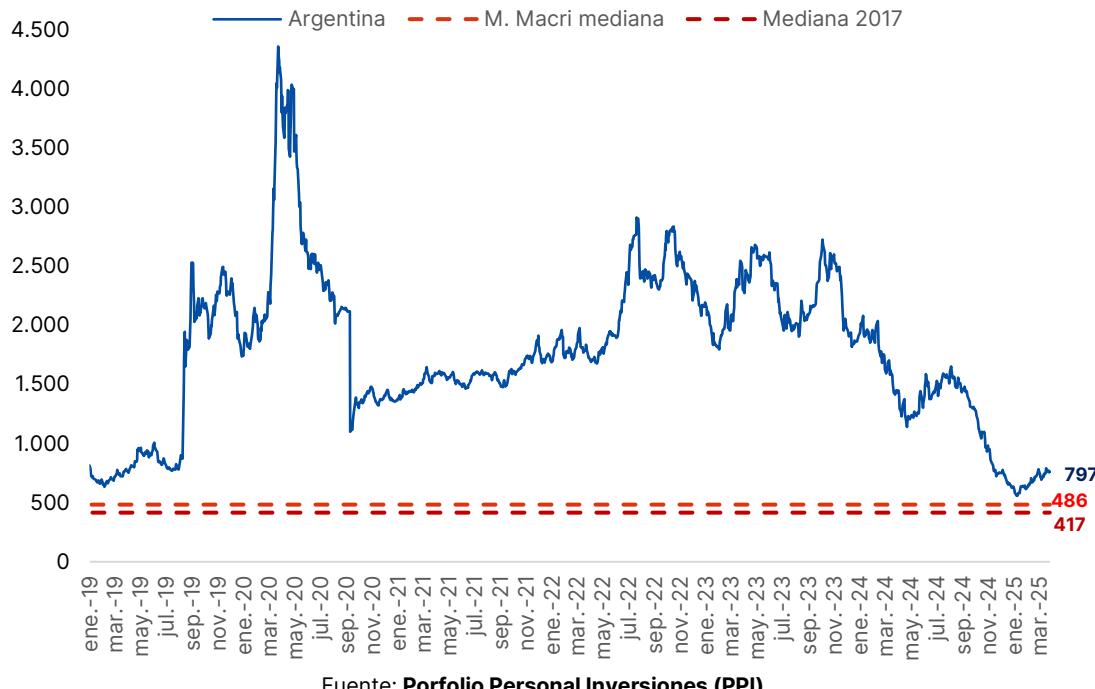
Más allá del factor idiosincrático, es importante considerar el desempeño del resto de los mercados emergentes y de frontera. Según los índices, los primeros registraron un repunte hacia el final de la semana, cerrando *flat*, mientras que el promedio de los bonos *distressed* retrocedió 1%. Dado que estos títulos de deuda soberana presentan calificaciones crediticias similares a los bonos Globales argentinos, resultan la referencia más adecuada para su comparación. En este contexto, la deuda argentina en *hard dollar* mostró un comportamiento alineado con sus pares, por lo que no se descarta la influencia de factores externos adversos.

Performance mercados emergentes/frontera vs Argentina



Retomando la performance de los Globales argentinos, cayeron 0,4%, en promedio esta semana. Así, llevaron su precio promedio ponderado por outstanding de US\$66,5 el viernes pasado a US\$66,2 hoy. Haciendo zoom en la curva, el tramo más corto cayó 0,1% (GD29 y GD30) mientras que el tramo largo fue el más golpeado: el GD35 y GD41 se destacaron con caídas de 1,2% y 1,5% respectivamente. De esta forma, el riesgo país subió 30 puntos básicos en la semana para culminar muy cerca de los 800pbs (797pbs). Este valor se trama de un nuevo máximo desde mediados de noviembre del 2024.

Riesgo país muy cerca de los 800 puntos básicos



Fuente: Porfolio Personal Inversiones (PPI)

Clave: al igual que la semana pasada, el enfoque estará en novedades acerca del desembolso del FMI. Como explicamos, todavía resta clarificar el esquema de desembolsos, un factor fundamental que guiarán los siguientes pasos del equipo económico. En este sentido, más allá del clima relativamente adverso en los mercados riesgosos, esperamos que la evolución de los Globales este caracterizada por cierta volatilidad. En tanto, hoy, la deuda *hard dollar* arranca la mañana con caídas de hasta 1,2%, en línea con el inicio del resto de los soberanos emergentes/frontera.

La volatilidad volvió a azotar al mercado de futuros

El viernes, el mercado de futuros volvió a alterarse. Todos los contratos subieron por encima del 1% diario. El de abril "fue el menos agresivo" al aumentar 1,1%. Luego el de mayo y junio, preparon 1,5% y 1,4%, respectivamente. En la parte media de la curva, los contratos de julio y agosto ajustaron su valor en +1,7% y, parecido, el de octubre en 1,6%. Por último, el tramo largo escaló 1,8% en promedio. Así, las tasas implícitas se acercaron o incluso superaron los valores *priceados* aquel 18 de marzo, cuando los futuros sufrieron la mayor suba diaria en este último tiempo. En concreto, solo la tasa implícita de abril (60,3%) quedó a 50,9 puntos porcentuales de su pico del 18/03 (111,9%). El resto superaron sus máximos. Por ejemplo, la tasa del contrato de mayo sobrepasó su pico al colocarse en 70,6% (1,2 p.p. por encima del 69,4% del 18/03). Dada estas subas, el diferencial entre las tasas implícitas de futuros y las tasas en pesos permanece en terreno positivo. Para tener referencia, las LECAPs a entre 1 a 3 meses rinden, en promedio, entre

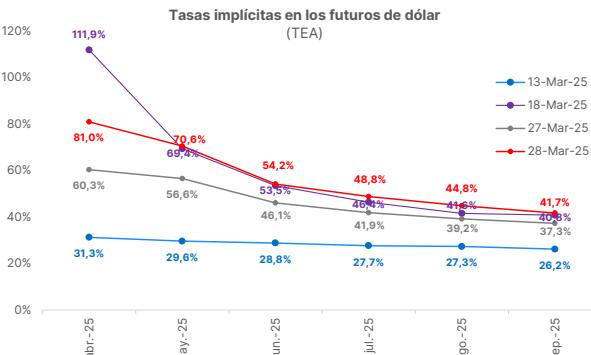
35,6% y 36,8% (S16A5, S28A5, S16Y5, S30Y5, S18J5 y S30J5). Mientras esta dinámica se mantenga, es esperable que el Banco Central continúe desprendiéndose de dólares en el MULC.

Los futuros saltaron el viernes



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Las tasas implícitas en futuros permanecen por encima de las tasas en pesos



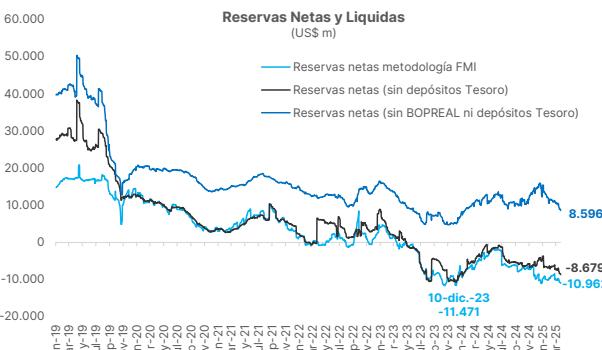
En relación con esto último, el viernes pasado el BCRA vendió US\$192 millones en el mercado oficial, el mayor monto de la semana. De esta forma, encadena diez ruedas consecutivas de ventas en las que se deshizo de un total de US\$1.637 millones, lo que equivale a vender US\$167 millones diarios. Esto impactó en las reservas netas que estimamos en -US\$10.962 millones en su medida más acida -contemplando los depósitos del Gobierno en el BCRA y los pagos de BOPREAL a 12 meses vista- al 26 de marzo (último día con datos monetarios disponibles). Debemos tener en cuenta que este número no incluye las ventas en el MULC por US\$324 millones de los últimos tres días. En la misma línea, las reservas netas sin restar los depósitos del Gobierno se estiman en -US\$8.679 millones al 26/03, mientras que la liquidez del Banco Central en US\$8.596 millones a la misma fecha.

Se profundiza la racha vendedora del BCRA



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Reservas netas y liquidas al 26/03



Clave: será crucial monitorear cualquier novedad sobre el acuerdo con el FMI. Esto traerá mayor certidumbre al mercado actual que, a hoy, se caracteriza por un alto nivel de volatilidad. De momento, sabemos que en la semana del 21 al 26 de abril se realizarán las *Spring Meetings*, que traerán noticias. Además, como mencionamos en “*¿Qué nos dejó el mercado de renta fija y dónde hacemos foco esta semana?*”, anoche el ministro de Economía, Luis Caputo, declaró en una entrevista en La Nación que se solicitó un abundante desembolso inicial -mayor al 40% (link a la [entrevista](#)). Por ahora, sin nueva información “a la vista” y, especialmente, sin mayor

claridad respecto del esquema cambiario a partir del acuerdo, no vemos una reversión en la actual dinámica vendedora del BCRA.

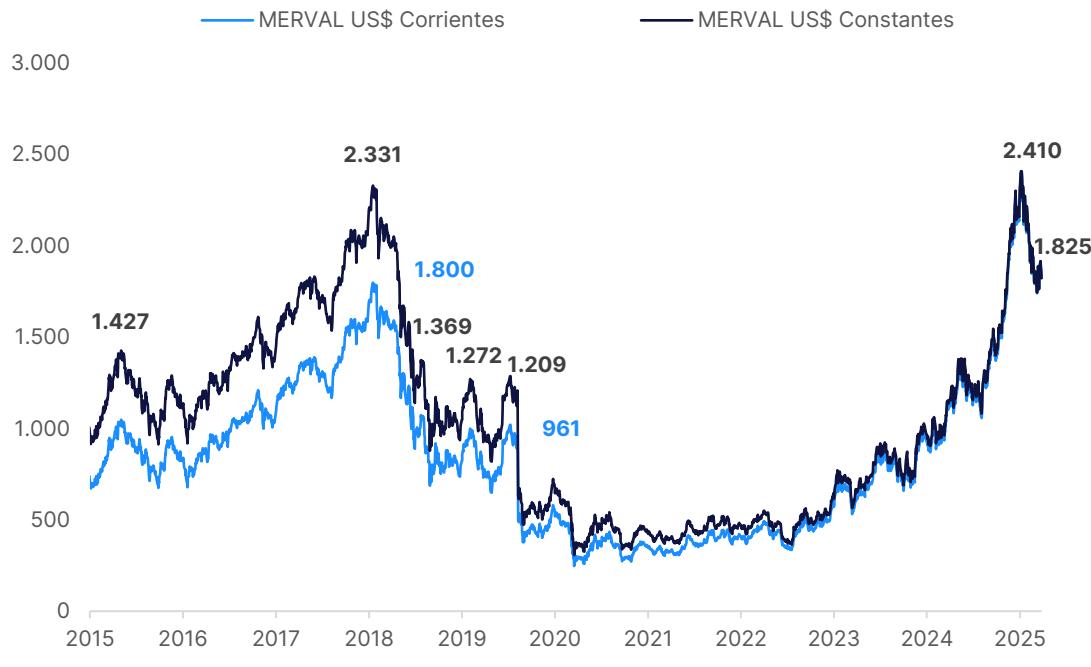
El Merval se encamina a cerrar marzo con una leve recuperación

El principal índice de acciones argentinas cerró nuevamente a la baja el viernes. Cayó 1,9% hasta US\$1.825. Así, terminó en terreno negativo tres de las cuatro ruedas de la semana (el lunes no tuvimos operaciones en la plaza local por el feriado). En la semana, acumuló un retroceso de 3,3%, cortando la racha alcista que había mostrado durante las primeras semanas de marzo. De cualquier manera, aún se encuentra 1,8% por encima del nivel al que terminó febrero.

El viernes, en el panel líder de la bolsa local, los rojos fueron mayoría. Las pérdidas más significativas estuvieron en YPFD (-3,2%), METR (-3,2%) y SUPV (-2,6%). Del otro lado, las únicas en terreno positivo fueron TXAR (+1,1%), BYMA (+0,5%), ALUA (+0,3%) y CRES (+0,3%). En Wall Street, la jornada de los ADRs argentinos fue incluso peor. Solamente BIOX (+1,2%) terminó al alza, mientras que GLOB (-6,3%), YPF (-3,7%) y DESP (-3,3%) fueron las más afectadas.

Ampliando el rango hacia la semana, la performance fue mayormente negativa. Los ADRs con peor desempeño fueron GLOB (-9,3%), CEPU (-7,9%) y TEO (-7,3%). Resulta llamativa la evolución de Globant, que el 12 de febrero se acercó a los US\$230 por acción y el viernes cerró por debajo de los US\$120. Esto se debió a que las perspectivas de crecimiento no son tan altas como esperaba el mercado, luego de un mal balance para el último trimestre de 2024. No obstante, a pesar de la baja, se encuentra cotizando en un ratio P/E en torno a 32x, que aún puede parecer alto frente a otras empresas de servicios de tecnología. Volviendo a las variaciones, solamente cuatro de los diecinueve ADRs terminaron en verde. Por lejos, la mayor suba fue de BIOX (+12,4%), que aún está 19,4% por debajo del nivel al que inició el año y acumula una caída del 61,3% frente a su precio en marzo del 2024. Por detrás, siguieron CRESY (+2,9%), VIST (+1,0%) y CAAP (+0,7%).

El Merval se encamina a cerrar marzo con una leve recuperación



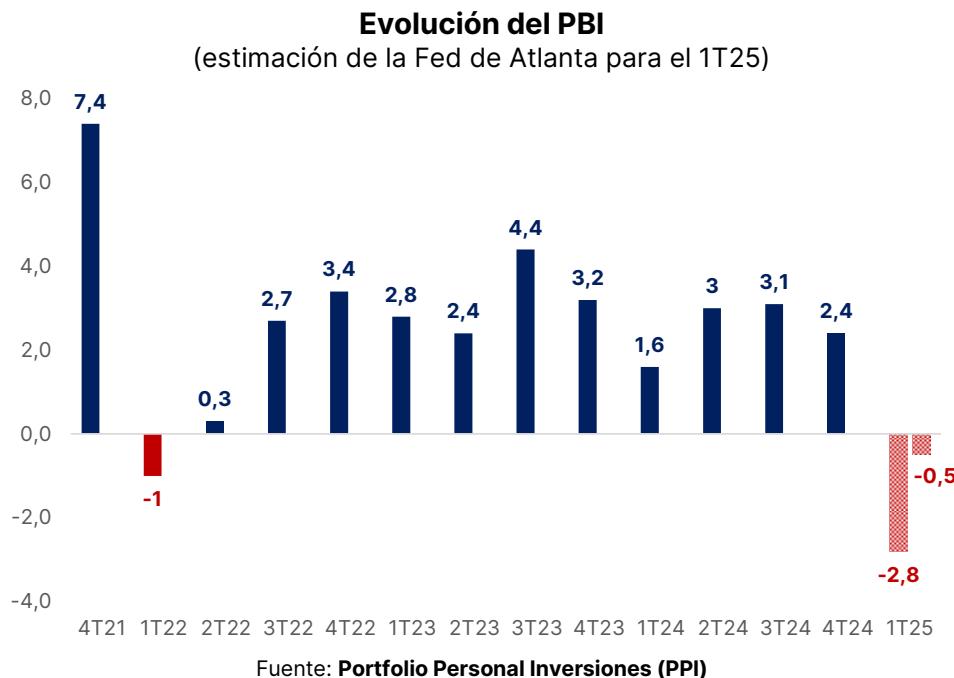
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Entre las noticias relevantes del mundo corporativo, destacamos que Transportadora de Gas del Sur (TGS) informó respecto del estado del complejo Cerri luego de la inundación que afectó Bahía Blanca y zonas aledañas a principios de este mes. Destacaron que el objetivo prioritario fue el restablecimiento confiable y seguro de las operaciones vinculadas al servicio de transporte de gas natural. Además, lograron restablecer las comunicaciones y enlaces entre el complejo Cerri y el resto de la sociedad, junto con el abastecimiento de energía al complejo. No obstante, continúan las tareas para lograr la energización completa de todas las instalaciones y sistemas, los cuales se encuentran alimentados mediante equipos portátiles, dado que el proveedor externo también fue afectado por la inundación. Por último, se están llevando a cabo los trabajos orientados a la puesta en marcha de la producción de líquidos. Este segmento había tenido un excelente último trimestre de 2024, lo que seguro contrastará con lo que pueda observarse en el primer trimestre del año.

Clave: a pesar de las bajas de la última semana, el Merval se mantiene en terreno positivo en lo que va de marzo. La rueda de hoy será clave para mantener esta métrica en verde. Además, podremos vislumbrar si el índice retoma la senda de la recuperación que intentó mostrar en las primeras semanas del mes. No descartamos que el camino a la recuperación esté cargado de volatilidad, no sólo en el plano interno por el acuerdo con el FMI, sino que también por factores externos: un enardecimiento de la guerra comercial podría disipar la recuperación de los índices.

La incertidumbre sobre los riesgos de recesión no se disipa

Los futuros de los principales índices bursátiles amanecen a la baja en la previa a la semana del gran anuncio de Donald Trump sobre los aranceles recíprocos. De esta forma, el Nasdaq, el S&P 500 y el Dow Jones retroceden 1,4%, 1,0% y 0,6%, respectivamente. Si bien aún parece una situación lejana, la palabra "estanflación" vuelve a estar en boga entre analistas financieros por los posibles efectos que puedan llegar a causar los aranceles. A principios de este mes, la Fed de Atlanta trabajó en un nuevo modelo para estimar el crecimiento del PBI del primer trimestre que excluye las importaciones y exportaciones de oro. La última actualización al viernes arroja una caída del 0,5% trimestral anualizado desde el 2,8% que proyectaba el modelo anterior. Además, el viernes también se dio a conocer el dato de inflación PCE, la medida favorita de la Reserva Federal. El mencionado indicador mostró una aceleración en la inflación núcleo y una postura defensiva por parte de los consumidores, quienes prefieren mantener una tasa de ahorro elevada a pesar del crecimiento en sus ingresos (para más detalles, ver nuestro [daily](#) del viernes). Más tarde, también en el último día de la semana pasada, se publicó la revisión final de la confianza del consumidor de la Universidad de Michigan para marzo, que se ajustó a la baja de 57,9 a 57 —nuevo mínimo—. A su vez, se revisaron al alza las expectativas de inflación, que pasaron de 4,9% a 5,0% a un año vista y de 3,9% a 4,1% en un horizonte de 5 a 10 años.



Clave: como anticipamos anteriormente, el foco de la semana estará puesto en el anuncio de Trump sobre los aranceles recíprocos previsto para este miércoles. La incertidumbre gira en torno a si, finalmente, el presidente estadounidense avanzará con su estrategia comercial o, si esta se postergará o suavizará. Por otro lado, los datos clave de empleo y actividad en EE.UU. podrían ofrecer una visión más clara sobre la fortaleza del mercado laboral. Se espera que los empleos disponibles JOLTS de febrero (martes) se ubiquen en 7.690 mil, lo que representaría una leve baja respecto a los 7.740 mil previos y podría reflejar una moderación en la demanda de trabajadores. El ISM manufacturero de marzo (también el martes) se proyecta en 49,8, el cual implicaría una posible contracción en el sector. En cuanto a la evolución del empleo, el informe ADP de marzo (miércoles) estima un aumento de 119 mil puestos, muy por encima de los 77 mil registrados en febrero. En tanto, las nóminas no agrícolas de marzo (viernes) se proyectan en 135 mil, una desaceleración frente a los 151 mil del mes previo. La tasa de desempleo, por su parte, se mantendría estable en 4,1%, reflejando cierta estabilidad en el mercado laboral. Estos datos podrían influir tanto en la postura de la Reserva Federal respecto a las tasas como en la percepción general sobre la resiliencia de la economía estadounidense.

Lo que pasó

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
24-mar	US	PMI Fabricación	Mar	49,8	51,7	52,7
	UE	PMI de fabricación	Mar	48,7	48,2	47,6
25-mar	AR	Llamado de Licitación	Mar	-	-	-
	US	Confianza del Consumidor	Mar	92,9	94,0	98,3
26-mar	US	Órdenes de Bienes Durables	Feb	0,9%	-1,0%	3,2%
	BR	Balanza de Cuenta Corriente	Feb	-\$8758m	-\$9000m	-\$8655M
27-mar	AR	Licitación del Tesoro	Mar	-	-	-
	AR	Estimador Mensual de Actividad Económica	Ene	0,6%	0,5%	
	AR	Expectativas de Inflación UTDT	Mar	40,5%	41,6%	
	US	PBI Anualizado QoQ	4Q	2,4%	2,3%	2,3%
	US	Subsidios Iniciales de Desempleo	Mar	224K	225K	223K
	US	Reclamos Continuos	Mar	1856K	1885K	1892K
28-mar	AR	Informe de Evolución del Mercados de Cambios	Feb	-	-	-
	US	PCE Mensual	Feb	0,3%	0,3%	0,3%
	US	PCE Núcleo YoY	Feb	2,8%	2,7%	2,6%

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

Lo que vendrá

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
31-mar	AR	Liquidación de Licitación	-	-	-	-
	JAP	Desempleo	Feb	2,5%	2,5%	
1-abr	AR	Recaudación Impositiva	Mar			\$13,52bn
	US	Aperturas de Empleos JOLTS	Feb			7740K
	US	ISM Manufacturero	Mar			50,3
	UE	IPC Mensual	Mar			0,4%
	UE	Tasa de Desempleo	Feb			6,2%
2-abr	US	Órdenes de Bienes Durables	Feb			0,9%
	US	Cambio de Empleo ADP	Mar			77K
	BR	Producción Industrial Anual	Feb			1,4%
	BR	Producción Industrial Mensual	Feb			0,0%
3-abr	US	Subsidios Iniciales de Desempleo	Mar			224K
	US	Reclamos Continuos	Mar			1856K
4-abr	US	Cambio en Nóminas no Agrícolas	Mar		140K	151K
	US	Tasa de Desempleo	Mar		4,1%	4,1%

Fuente: **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

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 Martín

Analyst

nmartin@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist

meider@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst

gstvass@portfoliopersonal.com

Damián Lucas Vlassich

Analyst

dvlassich@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst

mcordeviola@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.