09 de abril de 2025

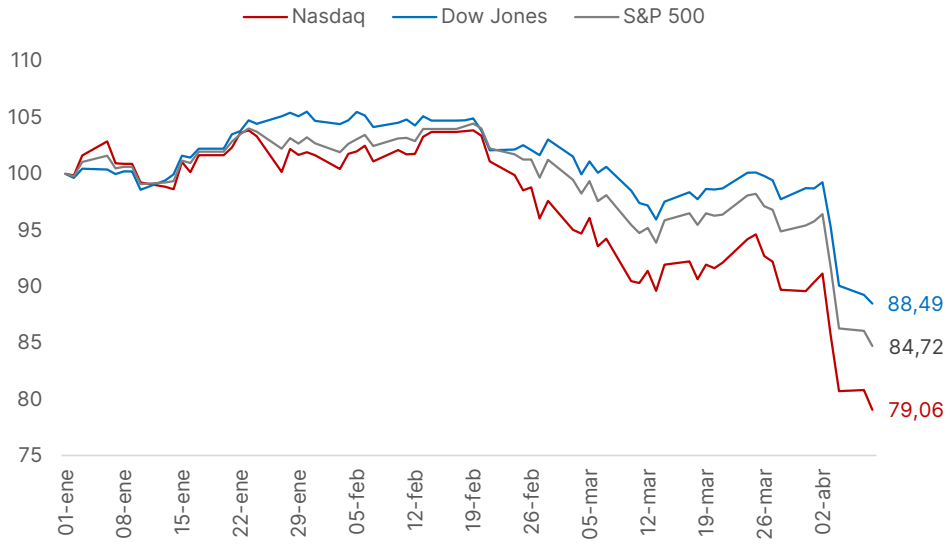
Daily Mercados

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

China está dispuesta a pelear hasta el final

Escala la guerra comercial. **Ayer Karoline Leavitt, secretaria de prensa de la Casa Blanca, oficializó la amenaza de Trump de imponer nuevos aranceles de 50 %** —llevando el total a 104%—, que entran en vigor hoy. En respuesta, **China anunció que elevará sus aranceles sobre los bienes estadounidenses de 34 % a 84 % a partir de mañana**. En este contexto, los futuros índices bursátiles vuelven abrir a la baja: el Dow Jones, el S&P 500 y el Nasdaq retroceden 1,1%, 0,6% y 0,2%, respectivamente.

Evolución de los principales índices bursátiles



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

Por otro lado, **Scott Bessent intentó calmar el ruido en torno al *selloff* del *equity*, argumentando que se trata de una dinámica normal del mercado y que no hay nada sistémico detrás del movimiento**. Sin embargo, no logró su cometido y activó el *selloff* en la curva de *Treasuries*. Hoy la 10Y sube 15 pbs y la 2Y 7 pbs. Además, se refirió a las represalias de China, que las calificó como desafortunadas y acusó al país de ser el peor infractor del sistema comercial internacional. Así, el dólar (DXY) sufre una brusca caída de 1,1% en las primeras horas de la rueda.

En varios informes ya destacamos que, en esta nueva fase de la guerra comercial, China parte con ciertas fragilidades: actividad debilitada, tensiones en su mercado inmobiliario y riesgos de deflación. En cambio, Estados Unidos venía mostrando una economía aún resiliente, con pleno empleo y un proceso de desinflación que, aunque lento, apuntaba a un *soft landing* relativamente ordenado. Sin embargo, esa asimetría también tiene un límite. **Históricamente, China mostró una disposición muy distinta a la de Occidente cuando se trata de tolerar costos sociales.** El caso más extremo, en el que el Partido Comunista priorizó objetivos estratégicos de largo plazo incluso a costa del bienestar inmediato de su población, fue el de Mao Zedong. Claramente, el modelo actual es diferente: un gobierno mucho más pragmático, con una economía más abierta, aunque aún operando bajo la lógica de la planificación centralizada. **Esa estructura le permite absorber *shocks*** —como una guerra comercial— **sin tener que lidiar con los costos políticos que enfrentan las democracias occidentales.** Esa asimetría es clave. Si EE.UU. entra en recesión o si los precios suben demasiado como resultado del conflicto arancelario, es probable que Trump

pierda popularidad de cara a las elecciones de medio término del año que viene. Esto podría costarle no solo la Cámara baja, sino también parte de su capital político.

Se llega a un acuerdo con el FMI mientras el mercado queda expectante a la letra chica
Ayer por la noche, el FMI anunció que Argentina **alcanzó un *staff-level agreement* por un programa de Facilidades Extendidas de 48 meses por US$20.000 millones**, que equivale a 15.267 millones de DEGs o 479% de la cuota del país en el organismo. El préstamo es a diez años años, con cuatro años y medio de gracia. **Esto era un paso previo necesario para que el *Board* trate el programa y lo apruebe**. El comunicado del FMI no específica cuándo sucederá, pero se espera que esto ocurra en los próximos días. En esta línea, ayer por la tarde (previo a que se conociera que Argentina alcanzó el acuerdo a nivel técnico), la periodista Florencia Donovan publicó en La Nación que, según fuentes diplomáticas al tanto de las negociaciones, **el programa se sometería a votación este viernes 11/04**.

El comunicado del FMI fue conciso y sin precisar muchos detalles, por lo que las principales inquietudes del mercado siguen sin tener respuesta. **Aún se desconoce la letra chica del programa (es decir, qué demandará en términos de política económica, especialmente que pasará con el esquema cambiario) y de cuánto será el primer desembolso**. El Fondo sólo destacó que el nuevo acuerdo apoyará la siguiente fase del programa de estabilización y la agenda de reformas, que afianzará la estabilidad macro, fortalecerá el sector externo y propulsará un crecimiento económico más sostenible.

Sin embargo, Donovan deslizó en su nota detalles adicionales que "voceros del FMI no confirmaron ni desmintieron la información". **El desembolso inicial podría llegar a ser de 60% o US$12.000 millones**, por encima del 40% o US$8.000 millones que había mencionado Kristalina Georgieva días atrás en una entrevista con Reuters. Ambas cifras se encuentran bastante por encima del típico *upfront* que suele hacer el Fondo, el cual suele ubicarse en el rango 10/20% del dinero total del programa. **Esto llevaría a las reservas netas a terreno levemente positivo desde un estimado de -US$11.680 millones al 04/04**, considerando como pasivos de corto plazo los depósitos del Tesoro en el BCRA por US$1.916 millones y obligaciones de BOPREAL por US$2.656 millones pagaderos a doce meses vista.

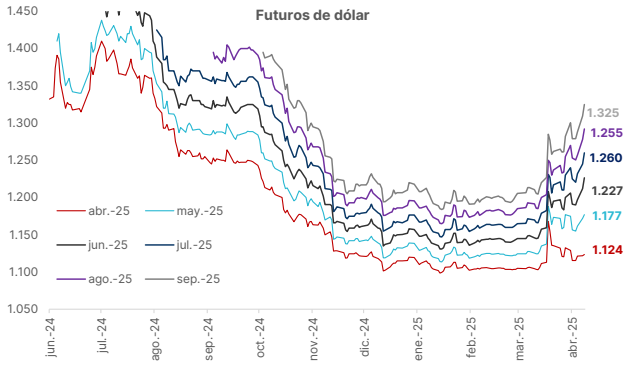
La pregunta del millón es si el FMI desembolsará dólares o DEGs. Esto será un punto clave para saber qué tan de "libre disposición" son los fondos otorgados, lo que tendrá consecuencias directas sobre el poder de fuego del BCRA. Estimamos que las reservas líquidas se encuentran en US$7.480 millones al 04/04. En este punto, destacamos que el FMI tuvo diferentes posturas en los últimos dos programas de Argentina. En el caso del *Stand By* firmado en la gestión Macri en 2018, el 92% de los desembolsos fueron en dólares y el 8% restante en DEGs. En cambio, el *Extended Fund Facilities* firmado en la administración Fernández en 2022 fue totalmente desembolsado en DEGs.

En cuanto al esquema cambiario, **Donovan mencionó que "se espera que exista una banda de flotación a partir de la cual el BCRA podría intervenir en el mercado de cambios" y que "se descarta una devaluación abrupta del tipo de cambio"**. En caso de ser cierto, un desembolso inicial "elevado" para recomponer las reservas del BCRA servirá para responder ante un eventual testeo del techo de la banda de flotación. Según la nota, aún se desconoce si los límites de la banda serán públicos.

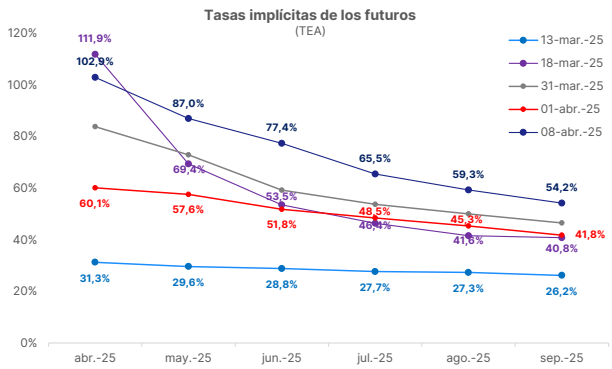
Ante los trascendidos periodísticos acerca de posibles modificaciones al esquema cambiario en el marco del nuevo acuerdo con el FMI, el mercado sigue optando por tomar cobertura cambiaria

contra el dólar oficial. **La curva de futuros de dólar extendió su alza**, la cual se profundizó post publicación de la nota de Donovan. El contrato de abril subió 0,1% a $1.124, el de mayo 0,4% a $1.177, el de junio 1,2% a $1.227 y el de julio 1,2% a $1.260. En tanto, las posiciones de agosto a noviembre escalaron entre 1,1% y 1,3%, a la par que las de diciembre en adelante treparon entre 1% y 1,2%. En consecuencia, **las tasas implícitas de los futuros marcaron nuevos máximos**, excepto la de abril que quedó a un paso del pico de 111,9% TEA del 18/03 al cerrar en 102,9%. Por su parte, la tasa de mayo saltó a 87% TEA, la de junio a 77,4% y la de julio a 65,5%.

Los futuros extendieron su alza



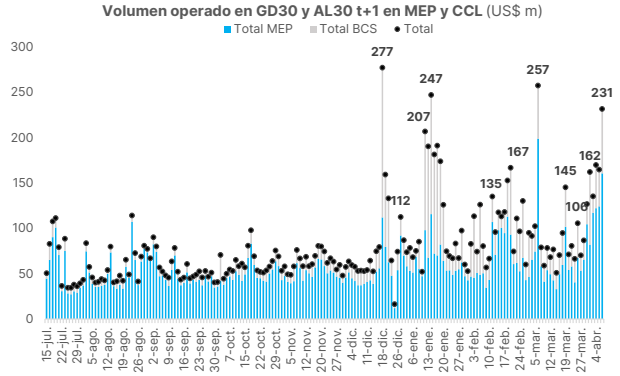
Las tasas implícitas marcaron nuevos máximos



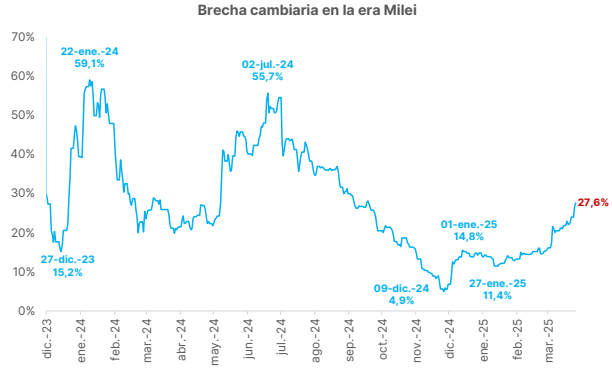
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En sintonía con los futuros, ayer los dólares financieros también estuvieron demandados. **El dólar MEP aumentó 0,3% de $1.372 a $1.377 y el CCL 0,7% de $1.364 a $1.374 en una rueda en la que el volumen operado en GD30 y AL30 t+1 se disparó de US$165 millones a US$231 millones**. Este volumen es el cuarto más elevado en la era Milei, al ubicarse por detrás del récord de US$277 millones del 18/12/24 y de los picos de US$257 millones del 06/03/25 y de US$247 millones del 14/01/24. A priori, este mayor volumen da indicios de presencia del BCRA en el mercado financiero. Así, **la brecha cambiaria cerró en 27,6%, el mayor nivel desde principios de octubre**.

Salto en el volumen operado en GD30 y AL30 t+1



La brecha cambiaria se ubica en el mayor nivel desde octubre



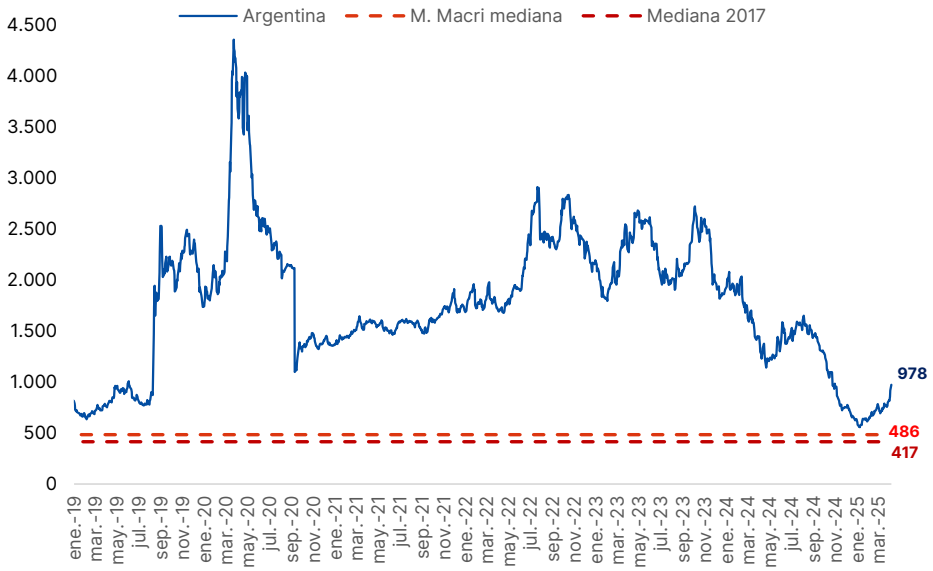
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La deuda soberana *hard dollar* hilvanó su cuarta rueda de bajas

A pesar de que la rueda de ayer había comenzado con tono optimista para los Globales argentinos, estos no pudieron eludir la turbulencia internacional y finalizaron con retrocesos. En el tramo largo, los bonos registraron caídas de entre 0,4% y 0,6%, mientras que, el tramo corto (GD29 y GD30)

mostró una leve suba de hasta 0,1%. De esta manera**, luego de cuatro jornadas consecutivas de descensos, el riesgo país finalizó en 978 puntos básicos.**

El riesgo país cada vez más cerca de los 1.000 puntos básicos



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

Es importante destacar que el sentimiento negativo local no dista de lo que sucede en otros mercados emergentes/frontera, donde el mal clima continúa extendiéndose. Así, el ETF EMB también retrocedió en la última jornada, al marcar una baja de 0,7%. De este modo, el contexto internacional adverso sigue presionando a las curvas de deuda soberana de mayor riesgo. Como desarrollamos en "*China está dispuesta a pelear hasta el final*", **la escalada de la guerra comercial entre Estados Unidos y China continúa generando volatilidad en el mercado**. Este *crack* en los mercados no hace más que profundizar el efecto *flight to quality*, alejando a los inversores de las estrategias riesgosas.

Por otro lado, en cuanto al plano local (**ver "*Se llega a un acuerdo con el FMI mientras el mercado queda expectante a la letra chica*"), el *board* del Fondo Monetario Internacional (FMI) trataría el acuerdo con Argentina este viernes 11**. La noticia no logró impulsar una recuperación en la deuda soberana argentina en dólares, lo cual resulta razonable dado que no se ofrecieron detalles adicionales sobre el acuerdo y el contexto internacional continúa pesando más que los factores idiosincráticos.

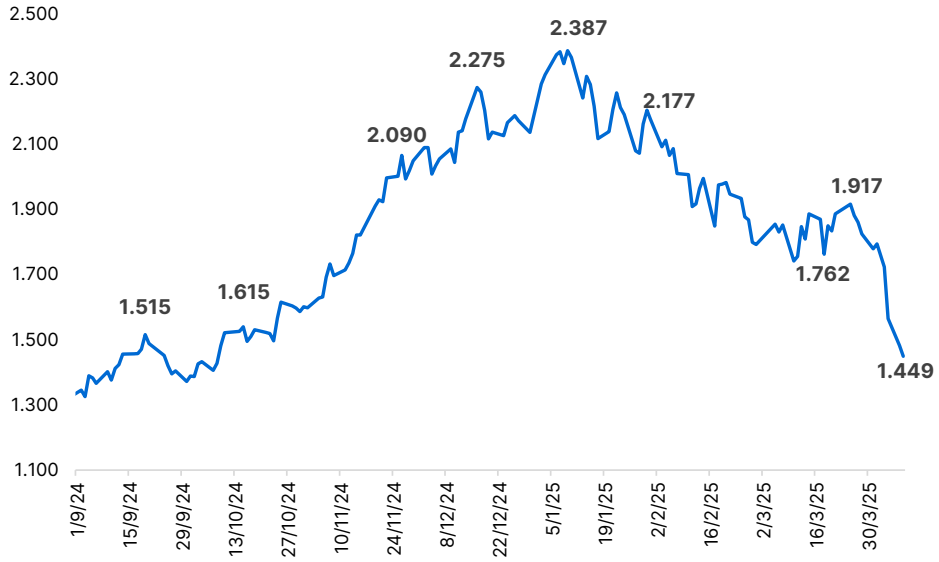
¿Y las curvas en moneda local? También siguieron retrocediendo. La deuda en pesos ya venía mostrando debilidad y el contexto internacional, como mencionamos, no contribuye a revertir esa dinámica. Además, la mayor presión sobre las divisas emergentes se trasladó al peso, donde se observó una suba en el tipo de cambio financiero (CCL Senebi). Dentro del universo de renta fija en pesos, los instrumentos a tasa fija como los BONCAPs y BONTAMs se mantienen como los menos atractivos en términos relativos. Por otro lado, se conoció el REM de marzo, el cual reflejó un incremento en las expectativas de nominalidad para el corto plazo. De esta manera, es posible que el mercado haya quedado algo rezagado en sus proyecciones, lo que podría favorecer a los instrumentos ajustados por inflación. De hecho, **en nuestras Carteras PPI de abril decidimos rotar de BONTAMs hacia CER largo, resultando el 50% de la cartera de pesos destinada a instrumentos CER de mayor *duration* y el 50% restante a activos a tasa fija cortos.**

El Merval intentó el rebote, pero volvió a caer

La rueda arrancó con un importante rebote tanto en los principales índices estadounidenses como en las acciones argentinas. Sin embargo, durante la rueda se profundizaron las tensiones entre EE.UU. y China y los mercados abortaron la recuperación. China decidió no dar marcha atrás con su imposición de aranceles en represalia a la política comercial de Trump, que anunció un gravamen de hasta el 104%. Así, **al cierre de la rueda el Merval retrocedió otro 2,2% hasta US$1.449, volviendo a niveles de principios de octubre de 2024.** En lo que va de abril ya cayó 18,6%, y en el año acumula una baja del 32,2%.

A diferencia de las últimas ruedas, ayer vimos algunos papeles en verde en el panel líder de la bolsa porteña. De las 6 acciones que terminaron en terreno positivo, se destacaron **SUPV (+2,8%), TECO2 (+2,2%)** y **BMA (+1,9%)**. Por su parte, en el sector de servicios regulados volvimos a ver profundas caídas, encabezadas por **METR (-12,2%), TGNO4 (-12,1%)** y **TRAN (-8,6%).** En el exterior, el clima fue similar, con **SUPV (+2,6%), MELI (+1,7%)** y **GGAL (+0,8%)** al frente de los pocos ADRs positivos. A su vez, **BIOX (-6,8%), CRESY (-5,3%)** y **VIST (-5,5%)** registraron las caídas más marcadas.

El Merval intentó el rebote, pero volvió a caer



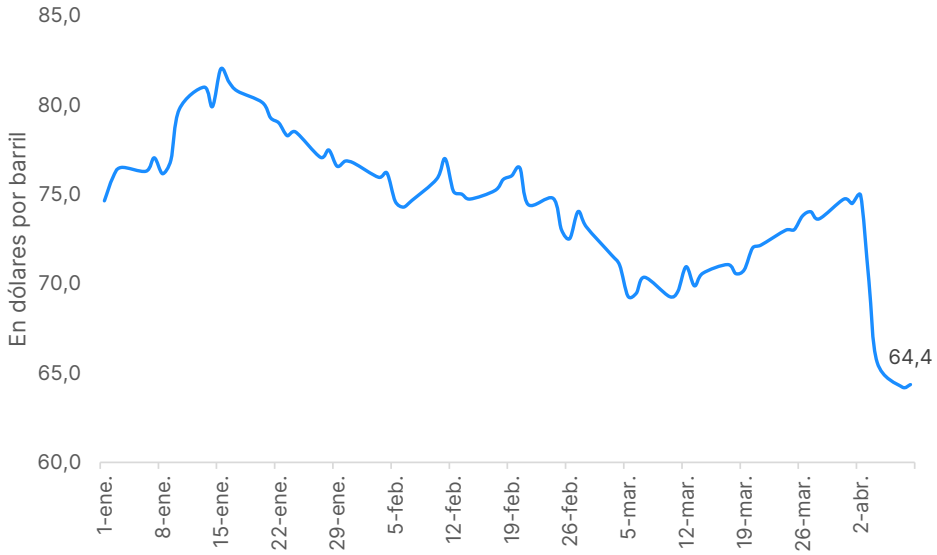
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Esta mañana, los mercados nuevamente amanecen con variaciones negativas, luego de que China respondiera subiendo nuevamente los aranceles hasta el 84% para los bienes importados desde Estados Unidos. El devenir de los acontecimientos en esta guerra comercial marcará el ritmo del mercado. Así, veremos en el transcurso del día si alguna noticia profundiza las bajas en los activos o, por el contrario, fomenta el rebote. **En el caso de los instrumentos argentinos, en muchas oportunidades mencionamos que un *driver* al alza podría ser el nuevo acuerdo con el FMI. Ayer, sin mayores detalles, el organismo anunció el *Staff Level Agreement* por US$20.000 millones que podría tratarse este viernes.** No obstante, **en este contexto internacional, la noticia no parece ser suficiente para posibilitar la recuperación de las acciones locales**. En el exterior, en el *pre-market*, el ADR de GGAL cae hasta 4%, mientras que, YPF retrocede casi 2%. Como mencionamos en los últimos días, el *pre-market*, nos sirve de guía para tomar las primeras impresiones del mercado, aunque debemos esperar al principio de la rueda para confirmar la tendencia.

Uno de los *commodities* más afectados por la guerra comercial es el petróleo, que esta mañana ronda los US$55 dólares para el caso del WTI y US$60 para el Brent, y que en los últimos días cayó más de 20%. Esto resulta particularmente relevante para el desarrollo de Vaca Muerta y los márgenes de las compañías que allí operan. **Si bien es lógico que las ganancias se resientan, estos niveles de precios no imposibilitan la continuidad de las actividades.** Aun así, si esto se profundiza, no descartamos que en algunas empresas dedicadas al *shale*, por la naturaleza de la explotación (requiere inversiones constantes), las inversiones disminuyan. Al respecto, en una entrevista, **el presidente de YPF, Horacio Marín, mencionó que la compañía puede ser resiliente en US$40 dólares por barril, pero a su vez destacó que por cada US$10 de caída en el precio del barril, la industria argentina puede perder cerca de US$2.500 millones**. Asimismo, la compañía, dentro del programa 4x4, lleva adelante distintas inversiones para mejorar la eficiencia, que en un contexto adverso como el actual, le permiten defender sus resultados. En este sentido, pusieron en operaciones el *Real Time Intelligence Center* en la refinería de La Plata, siendo similar al otro centro inaugurado recientemente en el que monitorean las operaciones de Vaca Muerta. Por último, no debemos olvidar la importancia de los *hedges* frente a eventos de este tipo. El efecto final sobre los ingresos de la compañía dependerá de la existencia de algún tipo de cobertura del precio del crudo. Uno de estos casos puede ser Pampa Energía, que informó que tiene cobertura para el precio del petróleo, aunque sus ingresos también provienen de otros segmentos más estables, como la generación de energía.

Precio internacional del petróleo Brent en 2025

-En dólares por barril-



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

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

Melina Eidner
Economist
meidner@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass
Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Damián Lucas Vlassich
Equity 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.