

28 de julio de 2025

# Perspectivas de la semana

ppi

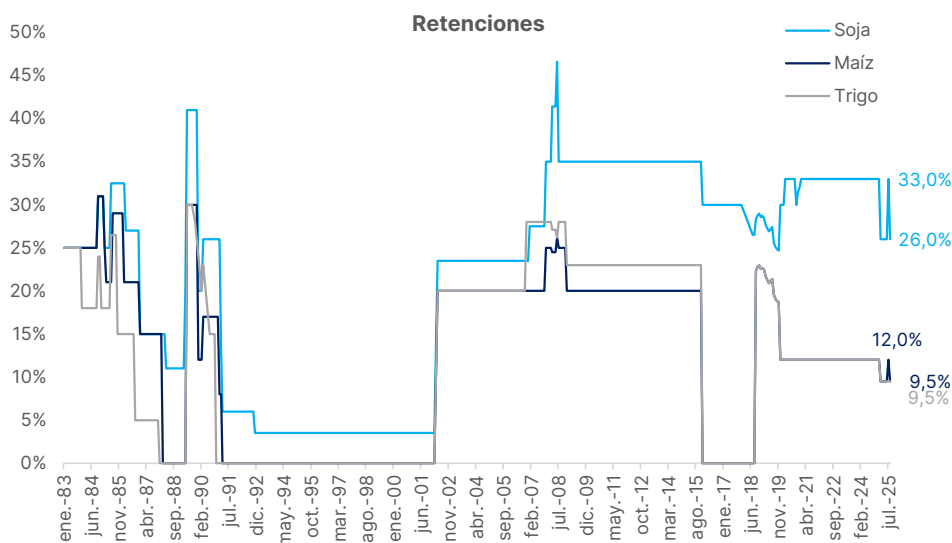
Sarmiento 459, CABA, Argentina  
0800 345 7599 | +5411 5252 7599  
[consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

## La baja de retenciones es una señal de reordenamiento macro relevante

El presidente Javier Milei anunció el sábado en La Rural que implementará una reducción permanente en las retenciones del agro. La medida se da luego de que las alícuotas para la cosecha gruesa (soja, maíz, girasol y sorgo) volvieran a subir el 01/07, tras una baja transitoria implementada a partir del 27/01. En tanto, a la fina (trigo y cebada) se le había extendido la reducción hasta marzo 2026. Dicho esto, el Gobierno volvió “permanente” las bajas que habían sido catalogadas como transitorias en el período entre fines de enero y fines de junio. Es decir, el presidente afirmó que mientras él se mantenga en el cargo, esta reducción no tendrá marcha atrás. Así, las alícuotas de los principales cultivos quedarán de la siguiente forma:

- Soja de 33% a 26%, la menor desde noviembre 2019.
- Derivados de soja de 31% a 24,5%.
- Maíz de 12% a 9,5%, la más baja desde agosto 2018, previo a que se reimpusieran los derechos de exportación (DEX) en la gestión Macri.
- Trigo permanece en 9,5% de forma permanente, también la menor desde agosto 2018.
- Cebada permanece en 9,5% de forma permanente.
- Girasol de 7% a 5,5%.
- Sorgo de 12% a 9,5%.

### Baja permanente de las retenciones del agro



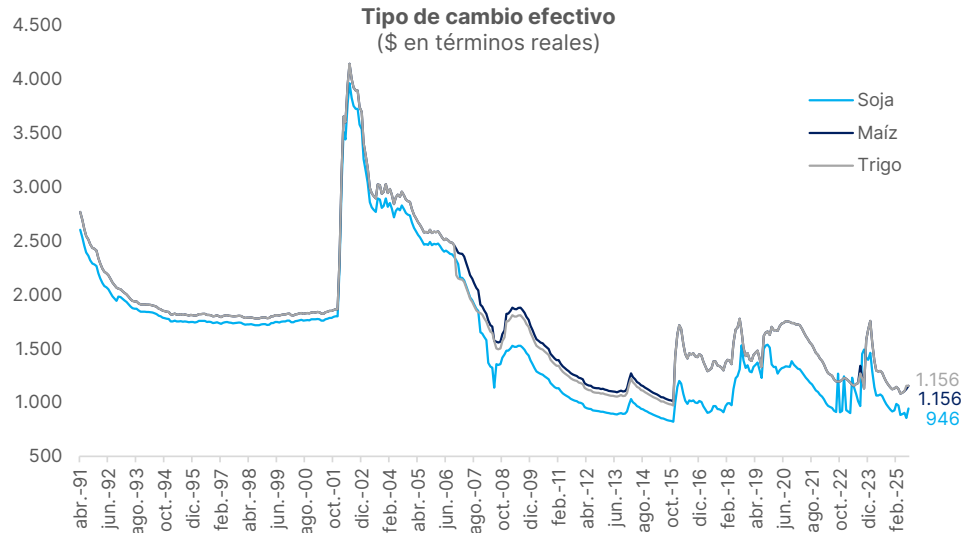
Fuente: **Portfoli Personal Inversiones (PPI)**

A su vez, las retenciones para la carne aviar y vacuna recortarán de 6,75% a 5%. Vale recordar que, a fines de enero, el Gobierno había eliminado los DEX para las economías regionales, como el azúcar, algodón, tabaco, arroz, cuero bovino, foresto industria, entre otras.

El *timing* de la medida fue clave por dos motivos. En primer lugar, dará aire en los márgenes del sector que, en zonas alejadas de la zona núcleo, había comprimido tanto hasta volverse negativo. Dado esto, podría tener un impacto positivo en las decisiones de siembra temprana y tardía para la campaña 2025/2026 de los cultivos de la gruesa (soja y maíz), ya que todavía no arrancó la siembra temprana ni tardía. Así, podría pensarse en una producción, al menos en el margen, más alta en la campaña que viene. En segundo lugar, la suba del tipo de cambio efectivo podría provocar ventas de granos y oleaginosas acopiados por parte de los productores, lo que se traduciría en mayores exportaciones, aunque no queda claro que el efecto neto en el mercado de

cambios sea positivo. Vale recordar que al tratarse, en buena medida, de personas humanas, los pesos recibidos por la eventual venta podrían transformarse en demanda de dólares en el mercado oficial (FAE). Por ende, todo dependerá del nivel de tasa de interés en pesos. En simultáneo, la suba de los precios en el mercado local (productor vender a exportador) provocaría presión en los precios de los alimentos (peso de 25,6% en el IPC a junio).

**La baja de retenciones se traduce en mejoras en los tipo de cambio efectivos**



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

**Clave: estimamos que la baja permanente de retenciones tendrá un costo fiscal anual de alrededor de 0,2% del PBI, lo que no pondría en riesgo la piedra angular del programa económico. Entendemos que la gradualidad en la reducción se debe al compromiso con el FMI de alcanzar un superávit de 2,2% del PBI en 2026 (que dada la carga de intereses estimada de 2,2%, daría un resultado financiero de cero). Si bien la medida no tiene un efecto macro de cortísimo plazo, creemos que es una señal de ordenamiento macro en el sentido correcto y sólo el preludio de las reformas estructurales que vendrían luego de las elecciones legislativas.**

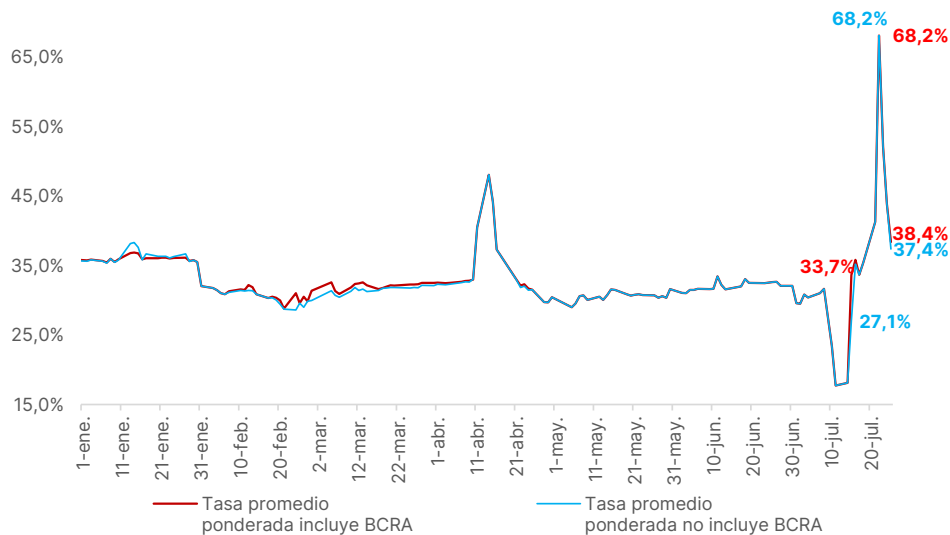
**Recorrido por el mercado de renta fija soberana argentina**

El Tesoro anunció el menú para la licitación del martes 29 de julio, en la que vencen alrededor de \$11,8 billones. La propuesta se compone mayoritariamente de reaperturas de LECAPs de corto plazo, aunque también incorpora opciones para quienes buscan cobertura cambiaria en el actual contexto de volatilidad del FX: se licitarán dos nuevos instrumentos dólar linked con vencimientos en agosto y septiembre.

La licitación se llevará a cabo en un contexto desafiante para el mercado de deuda en pesos. En las últimas dos semanas, este segmento se vio atravesado por una elevada volatilidad, producto de la menor liquidez del sistema bancario tras el desarme de las LEFIs. Como reflejo de este escenario, al cierre del viernes la curva de LECAPs operaba con TEMs entre 3% y 4,5% (para la letra más corta), tras haber alcanzado picos de hasta 5,3% el lunes. Por su parte, las BONCAPs cerraron la semana con rendimientos en el rango de 3% a 3,3%. En tanto, los instrumentos CER, que llegaron a cotizar en torno a +17% a inicios de la semana, terminaron el viernes con rendimientos promedio de CER +14%. En este marco de baja y paulatina normalización de tasas que se vio durante las últimas ruedas de la semana, resultó sorpresivo que el viernes el Banco Central participó en la rueda de repo ofreciendo tasas del orden del 38% de TNA, con el objetivo

aparente de evitar una compresión adicional de tasas hacia el cierre de la semana. A diferencia del episodio previo donde la intención era claramente estabilizar el mercado cambiario, esta vez la justificación es menos evidente, dado que los rendimientos aún permanecen relativamente elevados y el tipo de cambio mostró cierta calma en los últimos días.

**Tasa promedio ponderada de repos a 1d - ¿el Central le puso piso a la tasa el viernes?**

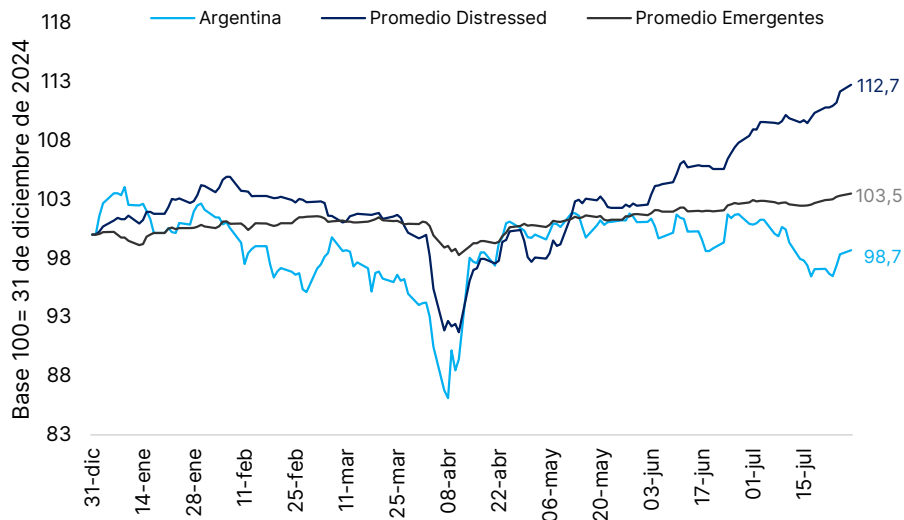


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Volviendo al detalle del menú, el Tesoro licitará instrumentos con vencimientos escalonados. Dentro de las LECAPs, se incluirán las con vencimiento el 15 de agosto (S15G5), el 29 de agosto (S29G5), el 12 de septiembre (S12S5) y el 31 de octubre de 2025 (S31O5). También se ofrecerá un BONCAP con vencimiento el 17 de octubre de 2025 (T17O5). En cuanto a los instrumentos dólar linked, licitarán dos nuevos títulos con vencimiento el 29 de agosto (D29G5), el 30 de septiembre (D30S5) y se reabrirán el del 31 octubre (D31O5) y el del 15 de diciembre de 2025 (TZVD5). Finalmente, se emitirá un BONCER con vencimiento el 30 de octubre de 2026 (TZXO6). El comunicado oficial se puede leer [aquí](#).

En la vereda de enfrente, la deuda soberana hard dollar reaccionó positivamente al acuerdo técnico con el FMI sobre la primera revisión del EFF firmado en abril. Como mencionamos en nuestro [Daily del viernes](#), el staff-level agreement es un paso previo para que el Board del organismo, que se reunirá a fin de mes, apruebe el desembolso pendiente de alrededor de US\$2.000 millones. En este contexto, los Globales avanzaron 0,8% y 1,0% el viernes, encabezados por el GD46 y el GD35. Así, el precio promedio ponderado por outstanding cerró en US\$68,1, incrementándose 1,3% en la semana y el riesgo país argentino volvió a quebrar a la baja los 750 puntos.

**Evolución bonos emergentes/frontera vs Argentina (GD35)**



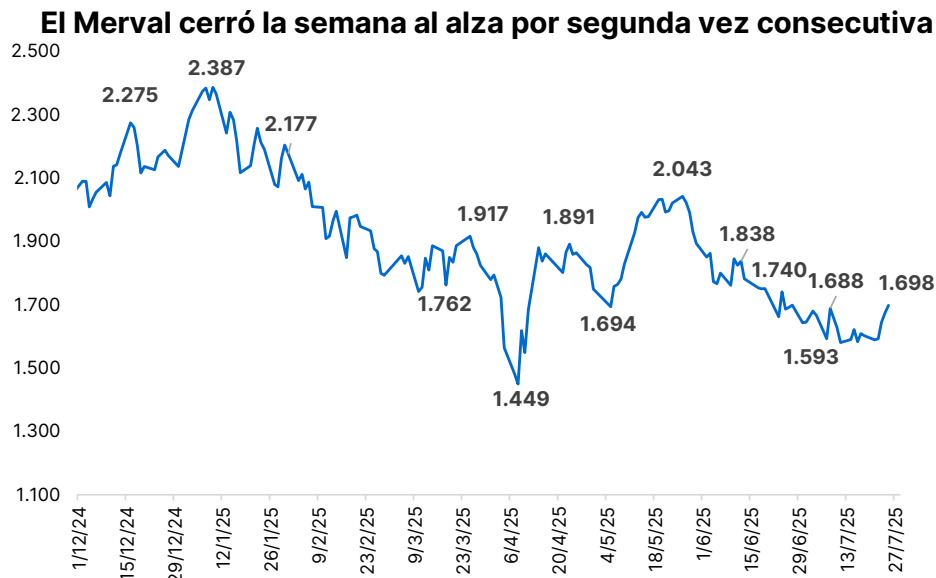
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**Clave:** dentro de los factores más relevantes en la semana seguiremos de cerca las maniobras del Banco Central que tengan por objetivo interferir en las tasas del mercado en la previa de la última licitación del mes y la más ajustada en términos de liquidez en el último periodo. Dentro de nuestro *view*, consideramos que el rollover podría ser menor a 1x, ya que los bancos podrían no renovar la totalidad de sus vencimientos ante necesidades de liquidez, lo que contribuiría con el proceso de normalización de tasas. En lo que respecta a la deuda en dólares, observaremos si continúa el optimismo que el acuerdo técnico con el FMI trajo a la curva. Como resaltamos en distintas oportunidades, la confirmación del acuerdo con el staff del Fondo representa un respaldo importante al programa económico. A su vez, evaluaremos si este impulso resulta suficiente para que los Globales argentinos logren converger en su desempeño con el resto de los bonos emergentes y frontera. En las últimas semanas, factores idiosincráticos como las elecciones de medio término llevaron a que los Globales mostraran una evolución divergente respecto de sus pares.

**El Merval cerró la semana al alza por segunda vez consecutiva**

El Merval avanzó 1,4% el viernes y cerró en US\$1.698. Así, completó la semana con una ganancia acumulada de 6,0% y, a tan solo cuatro ruedas de terminar el mes, se ubica 3,3% por encima del cierre de junio. Cabe destacar que el contexto internacional fue favorable, sobre todo por las noticias de que EE.UU. había llegado a un acuerdo comercial con Japón y las especulaciones de que habría un trato similar con la Unión Europea, que se terminó confirmando el fin de semana, junto con prórrogas a los aranceles para productos chinos (para más información sobre la guerra comercial ver: "Acuerdo con la UE y una semana clave para los mercados globales"). Además, otro punto que mantuvo movidos a los inversores es que las acciones estadounidenses se encuentran en plena temporada de balances. En detalle, el viernes, el Dow Jones, el S&P 500 y el Nasdaq Composite subieron 0,5%, 0,4% y 0,2%, respectivamente. En la semana, el S&P 500 fue el más destacado con un avance de 1,5%, seguido por el Nasdaq y el Dow Jones, que subieron 1,2%. No obstante, en el plano emergente, el panorama fue opuesto. El EWZ cayó 0,7% el viernes y acumuló una baja semanal de 0,3%, mientras que el EEM retrocedió 0,3% en la rueda, pero logró terminar la semana con una suba de 0,4%.

Analizando la performance del panel líder el viernes, todas las acciones cerraron en verde. TGNO4 (+9,7%), TRAN (+7,2%) y VALO (+6,6%) lideraron las subas. En Wall Street, los ADRs se movieron en la misma sintonía, con la única excepción de MELI, que cayó 1,2%. Los más destacados fueron GLOB (+4,6%), EDN (+4,3%) y BMA (+2,8%).



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

**Clave: el índice hilvanó dos semanas consecutivas al alza, por lo que viene bien encaminado para cerrar el mes con ganancias. Con las buenas noticias que llegaron desde el exterior el fin de semana, vinculadas a los avances en la guerra comercial, es probable que el clima siga siendo favorable para el mercado accionario local. Además, se viene la temporada de balances en Argentina, que comenzará mañana con la presentación de Ternium (BYMA: TXAR), aunque la mayoría de las empresas tienen previsto publicar sus resultados la próxima semana. En el mercado primario, Pampa Energía (FIX: AAA) agendó para el miércoles la licitación de su nueva ON *hard dollar* CCL a 36 meses, con la que buscará emitir un monto ampliable de hasta US\$150 millones. El precio de emisión será a la par, el cupón se pagará de forma semestral y la amortización del capital será íntegra al vencimiento.**

**Acuerdo con la UE y una semana clave para los mercados globales**

Estados Unidos y la Unión Europea (UE) alcanzaron un acuerdo, por el cual el bloque aceptará un arancel de 15% sobre la mayoría de sus exportaciones a EE.UU., a cambio de reducir a cero los gravámenes sobre algunos productos estadounidenses. La presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, quien se reunió con Donald Trump el domingo en su club de golf en Turnberry (Escocia), destacó que el acuerdo dará “estabilidad y previsibilidad” a las empresas y consumidores. La UE sabía que el pacto favorecía a EE.UU., pero von der Leyen pidió a los periodistas “no olvidar de dónde venimos”, en referencia a los aranceles de 50% que Trump había amenazado con aplicar. En este contexto, los futuros de los principales índices bursátiles amanecen al alza: el Nasdaq, el S&P 500 y el Dow Jones suben 0,3%, 0,2% y 0,1%, respectivamente.

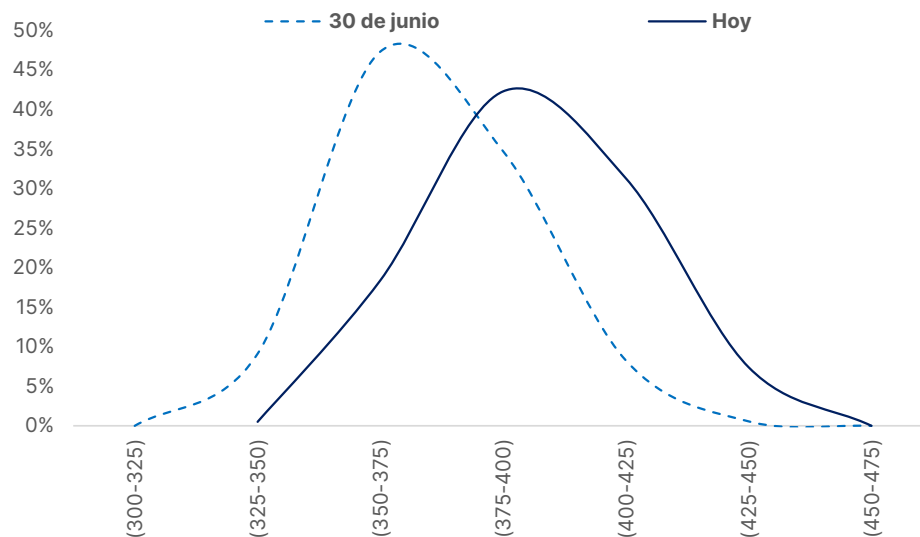
En paralelo, las negociaciones con China parecen encaminarse a extenderse más allá del 1º de agosto. Las delegaciones, encabezadas por el viceprimer ministro chino, He Lifeng, y el secretario del Tesoro estadounidense, Scott Bessent, se reúnen hoy y mañana en Estocolmo. Es el tercer

encuentro entre ambas partes en menos de tres meses. En la agenda, figuran la duración de la actual pausa arancelaria, así como los gravámenes que EE.UU. impuso por el tráfico de fentanilo y las compras chinas de petróleo ruso e iraní sancionado. Las conversaciones con China siguen un carril distinto, con aranceles muy superiores a los aplicados a otros países, lo que encarece significativamente el comercio bilateral. Cualquier avance podría allanar el camino para un encuentro entre Donald Trump y su par Xi Jinping, posiblemente en una cumbre prevista para este año en Corea del Sur. El líder chino invitó a Trump y a la primera dama Melania Trump a visitar China durante una llamada realizada el mes pasado, aunque aún no hay fecha definida.

**Clave: semana con agenda cargada. Por un lado, vence el plazo para cerrar los acuerdos comerciales —con la posibilidad de que el de China se extienda—. Además, tendremos decisión de política monetaria por parte de la Fed, la primera estimación del PBI para el segundo trimestre de este año, el PCE de junio y el esperado *job report* de julio. Como si fuera poco, será una de las semanas más relevantes de la temporada de *earnings*, con gigantes como Amazon, Apple, Meta y Microsoft presentando resultados.**

En cuanto a la Fed, el mercado espera que este miércoles mantenga el rango de tasas sin cambios en 4,25%-4,50%. Tras los buenos datos de inflación y empleo, junto con la prolongación de la guerra comercial, el organismo probablemente mantenga su postura de “*wait & see*”. De hecho, la probabilidad implícita de dos recortes en lo que resta del año cayó de 91% a fines de junio a 61% actual. Ahora el mercado le asigna 62% de chances a que el primer recorte llegue recién en la reunión de septiembre.

**Expectativas del mercado con respecto al *path* de tasas de la Fed**  
(hasta dic. 2025)



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

Ese mismo miércoles se publicará la primera estimación del PBI del 2T25, para el cual el mercado anticipa una recuperación desde -0,5% trimestral anualizado del 1T25 a 2,4%, en línea con el *nowcast* de la Fed de Atlanta. Más allá del rebote en el nivel de actividad —que probablemente refleje en parte un efecto contable por la caída de las importaciones tras los aranceles, lo que mejora el aporte neto del comercio exterior—, será clave seguir de cerca el desempeño del consumo.

El jueves se publicará el PCE de junio, la medida de inflación preferida por la Fed, para la cual se estima un rebote similar al observado en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y el Índice de Precios al Productor (IPP). Puntualmente, se espera que la inflación general acelere de 0,1% mensual en mayo a 0,3% en junio, lo que llevaría la variación interanual de 2,3% a 2,5%. En cuanto a la núcleo (que excluye alimentos y energía), se prevé que aumente de 0,2% a 0,3% mensual, manteniendo así el registro anual en 2,7%.

Finalmente, el viernes se publicará el *job report* de julio. El mercado proyecta que la creación de empleo no agrícola desacelere de 147 mil en junio a 109 mil en julio y que la tasa de desempleo suba de 4,1% a 4,2%. Por su parte, espera que la tasa de participación laboral se mantenga en 62,3% y el salario promedio por hora acelere de 0,2% a 0,3%.

## Lo que pasó

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
21-jul	AR	Estimador Mensual de Actividad Economica	May	-0,1%		1,9%
	BR	Balanza Comercial	Jun	R\$1.530M		R\$230.152M
23-jul	UE	Confianza del Consumidor	Jul	-14,7		-15,3
	US	Venta de Viviendas de Segunda	Jun	3,93M		4,03M
24-jul	AR	Salarios INDEC	May	3,0%		3,4%
	AR	Índice de Confianza del Consumidor UTDT	Jul	2,0%		0,0%
	US	Subsidios Iniciales por Desempleo	Jul	217K		221K
	US	Reclamos Continuos	Jul	1.955K		1.951K
	US	PMI de Fabricación	Jul	49,5		52,9
	UE	PMI de Fabricación	Jul	49,8		49,5
25-jul	AR	Informe de Evolución del Mercados de Cambios	Jun	-	-	-
	AR	Llamado de Licitación	Jul	-	-	-
	US	Órdenes de Bienes Durables	Jun	-9,3%		16,4%

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

## Lo que vendrá

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
28-jul	AR	Índice de Confianza en el Gobierno	Jul			2,6%
29-jul	AR	Licitación del Tesoro	Jul	-	-	-
	US	Empleos Disponibles JOLTS	Jun			7.769K
30-jul	US	Decisión de Tasa (banda alta)	Jul		4,50%	4,50%
	US	Decisión de Tasa (banda baja)	Jul		4,25%	4,25%
	US	ADP Cambio de Empleo	Jul		80K	-33K
	US	PBI Trimestral Anualizado	2T		2,4%	-0,5%
	JAP	Producción Industrial Mensual	Jun			-0,1%
	JAP	Decisión de Tasa	Jul			0,5%
31-jul	US	PCE Mensual	Jun		0,3%	0,1%
	US	PCE Mensual Núcleo	Jun		0,3%	0,2%
	JAP	Desempleo	Jun			2,5%
	AR	Expectativas de inflación UTDT	Jul			38,5%
1-ago	AR	Liquidación de Licitación del Tesoro	Jul	-	-	-
	AR	Recaudación Impositiva	Jul			\$16,16bn
	US	Cambio de Nóminas no Agrícolas	Jul		110K	147K
	US	Tasa de Desempleo	Jul		4,2%	4,1%
	US	PMI de Fabricación	Jul			49,5
	US	ISM Manufacturero	Jul			49,0

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)

### **Lautaro Casasco Herrera**

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

### **Lucas Caldi**

Research Asset Management  
[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@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.