

12 de noviembre de 2025

Daily Mercados

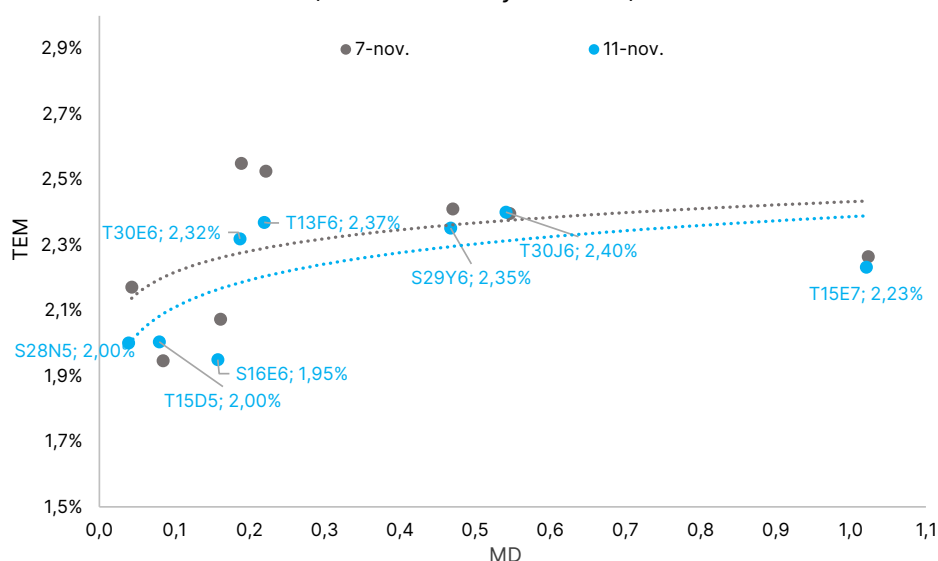
ppi

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

Las curvas en pesos siguen firmes

En una jornada marcada por el feriado estadounidense del *Veterans Day*, que redujo los volúmenes de operaciones, las curvas en pesos continuaron comprimiendo rendimientos. Las LECAPs y BONCAPs subieron entre 0,1% y 1,2%. Con este movimiento, las TEM se ubicaron entre 2,0% y 2,4%. En este segmento, el tramo largo volvió a destacarse, favoreciendo la estrategia que optamos en las [Carteras PPI de noviembre](#). En este último informe, teniendo en cuenta la normalización de las curvas en pesos, decidimos extender *duration* y sumar exposición a la parte más larga de la curva a tasa fija.

Curva de instrumentos a tasa fija
(curva del 7/11 y del 11/11)



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

Por otro lado, en el tramo CER, **los bonos de mayor *duration* mantuvieron el impulso ayer**. Los rendimientos a partir de diciembre de 2026 siguieron comprimiendo con fuerza, ubicándose en promedio en CER + 8% TIR. Entre nuestros *top picks*, los bonos del tramo medio TZXD6 (15/12/2026) y TZXD7 (15/12/2027) rinden CER + 7,5% y CER + 8% TIR, respectivamente.

Teniendo en cuenta esta performance y a la espera del dato de IPC de octubre, que se publicará hoy a las 16 h, los *breakevens* de inflación para el mes están en 1,6%, considerablemente baja teniendo en cuenta que las mediciones de alta frecuencia se ubican en 2,2% promedio. En línea con esto, el último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) proyecta una aceleración de la inflación al 2,2%, mientras que el Top 10 de consultoras la estima en 2,3%. Por este motivo es que remarcábamos nuestra preferencia para posicionarnos en CER de corto plazo (TZXD5: 15/12/2025) en vez de tasa fija. Para 2026, la cuestión ahora está más fina. A partir de noviembre, los *breakevens* de inflación promedian 1,7%, más en línea con el REM.

En tanto, **hoy volverá la actividad a los Globales**. Será clave ver si los bonos logran sostener el impulso del lunes. A pesar del feriado en el exterior, hubo noticias relevantes en el frente local. Vladimir Werning, vicepresidente del Banco Central, aseguró que las restricciones cambiarias restantes “no tardarán en ser levantadas a medida que avance la recuperación económica”. También destacó la “refundación de los derechos económicos y civiles” y respaldó el proceso de liberalización financiera que impulsa el Gobierno. Por otro lado, **en el frente externo, el secretario del Tesoro de Estados Unidos confirmó que ya se activó un tramo del *swap* de divisas con**

Argentina y destacó que la operación resultó incluso rentable para ellos (ver “**Se activó el swap: ¿cómo impacta en las reservas?**”). Estaremos atentos a la reacción de los Globales ante esta confirmación y si logran extender las subas del lunes, cuando promediaron un alza del 1,7%.

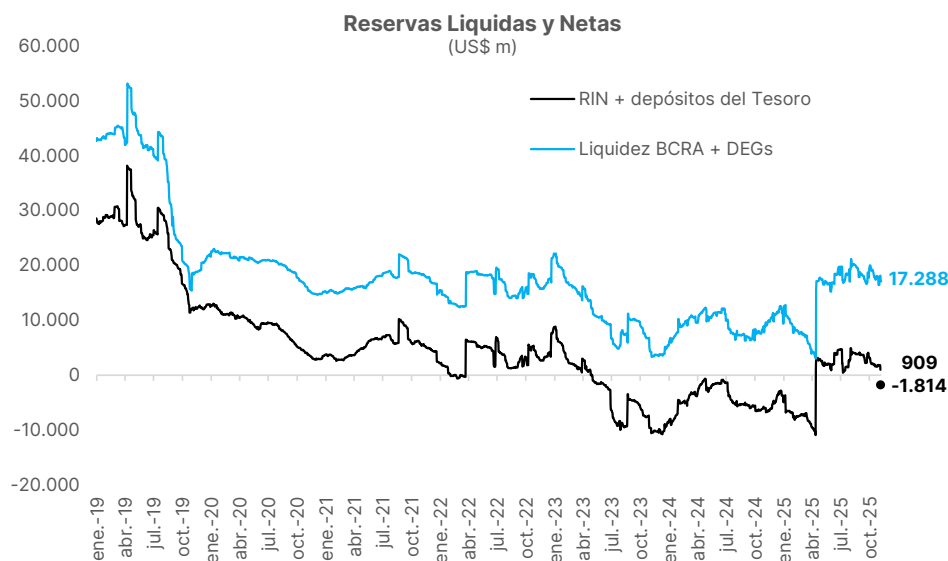
Se activó el swap: ¿cómo impacta en las reservas?

Las sospechas se confirmaron: el Tesoro recurrió al BCRA para hacer frente al pago de cargos e intereses al FMI. Los datos monetarios de ayer mostraron que éste **le compró alrededor de US\$808 millones el pasado 5/11**, evitando así acudir al mercado cambiario. Tras dejar pasar el feriado bancario del 6/11, **el Tesoro cumplió con su obligación trimestral al Fondo el 7/11, cuando sus depósitos en moneda extranjera cayeron en US\$810 millones, quedando con apenas US\$100 millones depositados en el Banco Central.**

Aunque la rueda de ayer se transitó de manera tranquila por el feriado en EE.UU., llegaron novedades desde el norte. **En una entrevista con *MSNBC News* ([link](#)), Bessent confirmó la activación de una parte “pequeña” del swap entre los Tesoros, que totaliza US\$20.000 millones.** También añadió que Estados Unidos obtuvo una ganancia con la operación. **La declaración aporta claridad sobre la cuenta del balance semanal “Otros Pasivos”, que al 31/10 sumaban US\$2.755 millones.** Con esta información, **todo indica que serían pasivos exigibles de corto plazo, y, por ende, deberían ser deducidos de las reservas netas.** En este contexto, el nuevo balance semanal del BCRA que se publica hoy (correspondiente a la primera semana de noviembre) será clave para actualizar estas cifras.

En este punto, vale la pena detenerse en el estado de las reservas internacionales del Central. **Al 7/11, estimamos que las reservas netas** (deduciendo como pasivos de corto plazo los vencimientos de BOPREAL a 12 meses, pero no los depósitos del Tesoro por US\$100 millones) **se ubicaban en US\$909 millones. Al incorporar los US\$2.755 millones como deducibles a corto plazo, las reservas netas caerían a terreno negativo (-US\$1.814 millones) por primera vez desde el 14 de abril (-US\$10.933 millones), justo antes del desembolso del FMI por US\$12.000 millones.** Cabe destacar que aún resta un nuevo desembolso del FMI por US\$1.037 millones, previsto para enero 2026 (tras la revisión del segundo semestre). En paralelo, estimamos la liquidez del BCRA en US\$17.288 millones (incluyendo DEGs) al 7/11.

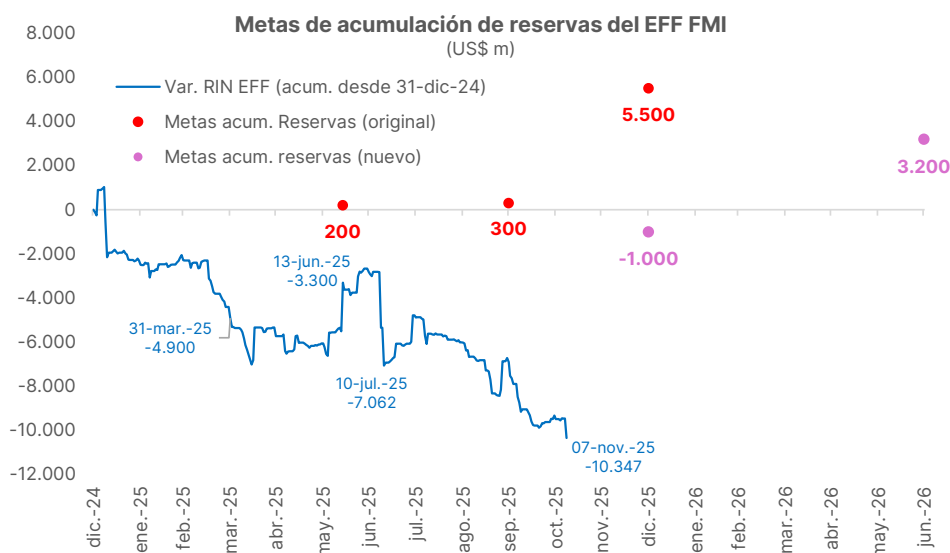
De haberse activado el swap, las RIN estarían en terreno negativo



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

Así las cosas, el **cumplimiento de la meta de acumulación de reservas del FMI luce cada vez más desafiante. Tras el pago de cargos e intereses, al 7/11, estimamos que al BCRA le restaban acumular US\$9.350 millones adicionales para alcanzar el objetivo de fin de año, y cerca de US\$13.550 millones para cumplir con la meta de mediados de 2026.** Ambas métricas alcanzaron sus niveles más exigentes en lo que va de la firma del Acuerdo de Facilidades Extendidas (EFF).

Cumplir con la meta de reservas está más lejos que nunca



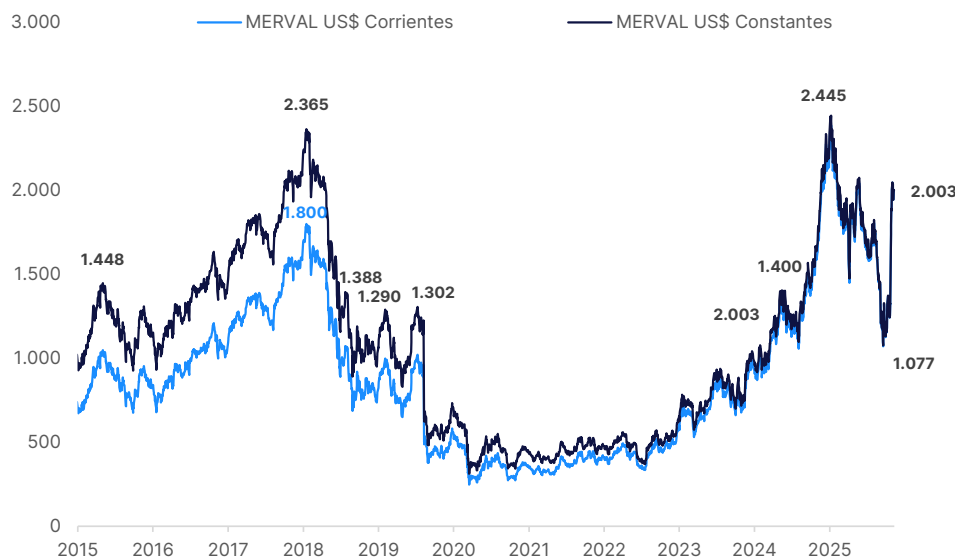
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El Merval volvió al punto de partida

El Merval avanzó 0,4% hasta US\$2.003. De esta forma, en tan solo dos ruedas recuperó prácticamente toda la corrección de la semana pasada (-3,0%) y volvió a posicionarse por encima de los US\$2.000, al igual que al cierre de octubre. Cabe destacar que no hubo referencia proveniente de Estados Unidos, debido a que fue feriado por el *Veterans Day*. En emergentes fue una rueda positiva, con el ETF EWZ avanzando 2,3% y el EEM 0,2%.

Entre los movimientos de las acciones que componen al panel líder, los verdes superaron a los rojos. La más destacada fue COME, al subir 14,1%, escoltada por TRAN (+5,5%) y TGSU2 (+4,1%). En el extremo opuesto, BYMA (-2,9%), TECO2 (-2,6%) y SUPV (-2,0%) fueron las más afectadas. Entre los ADRs locales, BIOX (+10,9%), CAAP (+4,6%) y CRESY (+4,2%) lideraron la parte positiva mientras que SUPV (-1,9%), GLOB (-1,6%) y TEO (-1,6%) se llevaron la peor parte.

El Merval retomó al nivel del cierre de octubre



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

Como mencionamos en nuestro Daily de ayer, a pesar de los pocos días transcurridos de noviembre, viene siendo un mes cargado para el mercado primario de emisiones corporativas. Entre las ya publicadas, **finalizó la licitación de la Clase IV de Banco Patagonia** (ticker local BGC40), con la cual tomó US\$47 millones, habiendo recibido ofertas por US\$57 millones. El cupón cortó en 6,25% con pagos semestrales y la liquidación será mañana. Por otro lado, **Banco Galicia subastará hoy sus ONs Clase XXX hard dollar MEP**, con las que busca US\$30 millones ampliables hasta US\$300 millones. Licitará cupón con pagos semestrales y amortizará el 100% del capital al vencimiento, el 30/11/2026. La suscripción se puede hacer hasta hoy, con un monto mínimo de US\$1.000 y múltiplos de US\$1 por encima de ese valor. Además, se puede realizar en especie mediante la entrega de las ONs Clase XXIII (ticker local BYCOO).

Con respecto a la temporada de balances, **Telecom Argentina (BYMA: TECO2; NYSE: TEO) presentó sus resultados del 3Q25**. La compañía informó ingresos por US\$1.550 millones, un crecimiento interanual de 54,1%. Entre los segmentos, el negocio de telefonía móvil no solo es el que más pondera dentro de los ingresos, sino también el que volvió a liderar la expansión, con un aumento de 89,5% yoy hasta US\$778 millones. **Este avance se debe, en gran parte, a la incorporación de Telefónica Móviles Argentina, más conocida como Movistar**. En cuanto a los gastos operativos, se registraron fuertes aumentos, liderados por beneficios a empleados, que subieron 47,7% yoy hasta US\$381 millones. Así, tras netear todos los gastos, el resultado operativo fue de US\$124 millones, un retroceso de 44,7% frente al año pasado. No obstante, las amortizaciones y depreciaciones pasaron de US\$64 millones a US\$363 millones, lo que afectó al resultado operativo, pero **dejó un EBITDA de US\$487 millones (+68,5% yoy)**. En el plano financiero, los costos por intereses subieron 14,9% yoy hasta US\$343 millones, dejando el resultado antes de impuestos negativo en US\$220 millones. Finalmente, tras incluir impuestos por US\$76 millones, **el resultado neto fue una pérdida de US\$145 millones en el trimestre, más del doble que los US\$72 millones del año pasado**.

Inyección de dólares en el mercado por el fin del *shutdown*

Probablemente hoy sea el fin del *shutdown*, que ya lleva 43 días. El lunes, ocho senadores demócratas moderados se sumaron a los republicanos para apoyar un plan que reabre el gobierno hasta el 30 de enero y financia algunas agencias hasta fin del próximo año fiscal. Trump debe

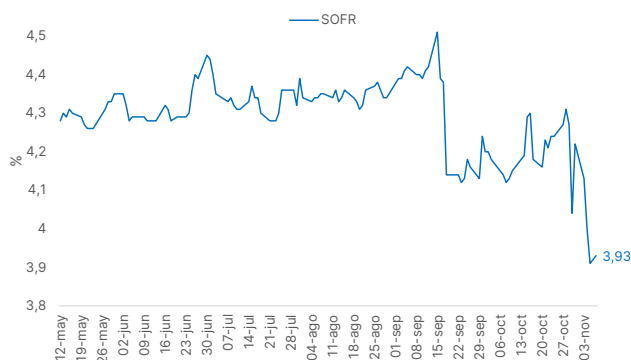
firmar la ley después de que pase por la Cámara de Representantes. El proyecto repone en sus cargos a los empleados despedidos, garantiza el pago retroactivo a los suspendidos y bloquea nuevos despidos hasta fin de enero. Queda afuera la extensión de los créditos fiscales que abaratan las primas de Obamacare, eje del reclamo demócrata. El líder del Senado, John Thune, prometió votar esos subsidios en las próximas semanas, aunque su continuidad después del 31 de diciembre no está asegurada. Bajo este marco, **los futuros de los principales índices bursátiles avanzan 0,5%, 0,3% y 0,2% en el premarket.**

En las últimas semanas aparecieron varias noticias vinculadas a la liquidez que ayudaron al mercado a dejar de lado, al menos por ahora, las preocupaciones por las valuaciones del equity. Primero, la Fed anunció en su última reunión de política monetaria el fin del QT. Una semana más tarde, el presidente de la Fed de Nueva York, **John Williams, señaló que el organismo podría volver pronto a expandir sus tenencias de Treasuries.** Aclaró que esas compras serían la siguiente fase para mantener el nivel de reservas bancarias en línea con las necesidades del sistema financiero, no un nuevo QE. Según explicó la volatilidad reciente en los mercados de repos muestra que las reservas están en el límite de dejar de ser amplias, por lo que pronto será necesario un volumen moderado de compras para estabilizar la liquidez de corto plazo.

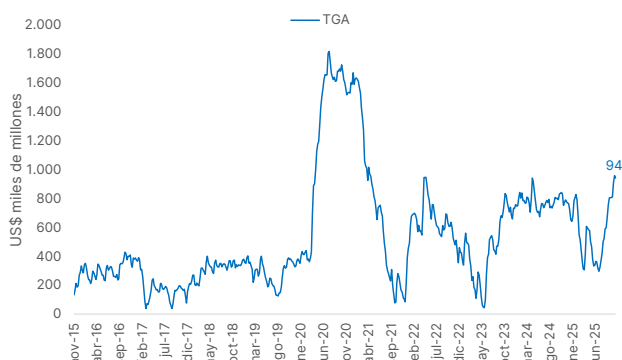
Además, el Tesoro anticipó que reducirá levemente el tamaño de las licitaciones de letras de corto plazo en diciembre, lo que también juega a favor de la liquidez. **El fin del shutdown sumaría otro impulso: el Tesoro busca mantener la TGA (Treasury General Account) en torno a US\$850 mil millones, pero hoy se ubica en US\$941 mil millones.** Una vez que el gobierno reabra, se espera que empiece a gastar ese excedente, lo que implicaría una inyección de liquidez adicional y, en consecuencia, un *momentum* extra para los activos.

De esta forma, **la SOFR (Secured Overnight Financing Rate),** la tasa a la que los bancos se prestan dinero *overnight* usando *Treasuries* como colateral, **bajó de 4,5% a mediados de septiembre a 3,93% actualmente.** Esta tasa, funciona como referencia variable en una enorme cantidad de contratos financieros a nivel global, desde préstamos corporativos hasta derivados, es un termómetro clave del costo del fondeo en dólares. Su fuerte descenso indica que financiarse en el mercado *overnight* se volvió más barato, reflejando condiciones monetarias más holgadas y mayor liquidez en el sistema financiero estadounidense.

Evolución de la SOFR



Evolución del saldo de la TGA



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

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@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.