

17 de noviembre de 2025

Perspectivas de la semana

ppi

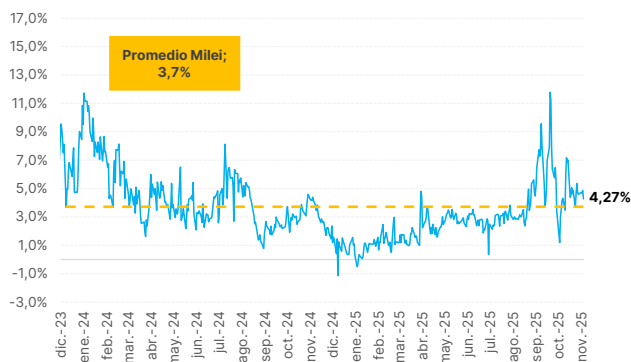
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

La deuda soberana en dólares consolida su firmeza

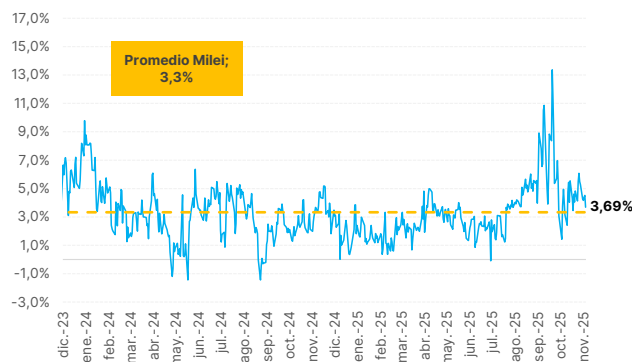
Contra el viento internacional, que se intensificó hacia el cierre de la semana, la renta fija argentina logró encadenar otra semana en terreno positivo. El arranque fue contundente: el lunes, los Globales avanzaron 1,6% en una sola rueda, más de lo que habían acumulado en toda la semana previa. El salto respondió a versiones periodísticas que apuntaban a que Luis Caputo habría deslizado ante inversores del exterior la posibilidad de que el Gobierno acelerara las recompras de bonos soberanos en el tramo corto de la curva (GD29/GD30) y ajustara partes del esquema económico para apuntalar la acumulación de reservas. Tras un martes sin operaciones por el feriado en EE. UU. y un miércoles prácticamente neutro, el tono externo terminó ganando la pulseada: jueves y viernes los Globales retrocedieron en línea con el mal humor de emergentes. Aun así, el saldo semanal fue positivo, con una suba promedio del 1,1% en la deuda *hard dollar* bajo ley NY. En paralelo, los soberanos ley local redoblaron la apuesta y avanzaron, en promedio, 2,6% a lo largo de la semana.

En este contexto, vale destacar la oportunidad que seguimos favoreciendo en el spread legislación. Consideramos que los rumores sobre la posible recompra de los Globales cortos aceleraron la compresión de rendimientos en los ley NY. Bajo esta lectura, el spread legislación en este tramo se amplió, por lo que esperamos que los bonos ley local comiencen a replicar la misma dinámica de compresión, especialmente en el tramo corto de la curva. Por eso, seguimos favoreciendo los soberanos ley local de menor *duration*. A modo ilustrativo, el GD30 rinde 9,80% mientras que su par legislación local, el AL30, exhibe un rendimiento de 11,93% (diferencia de 202 puntos básicos). Trasladando esta diferencia al precio, el spread GD30/AL30 se ubica en 4,3%. Esto equivale a unos 60 puntos básicos por encima del promedio de la era de Milei, que ronda el 3,7%. En el caso del AL29 y GD29 su spread de rendimientos alcanza los 216 puntos básicos. En esta línea, su spread de precio llega a 3,69% frente al 3,33% promedio de la era Milei.

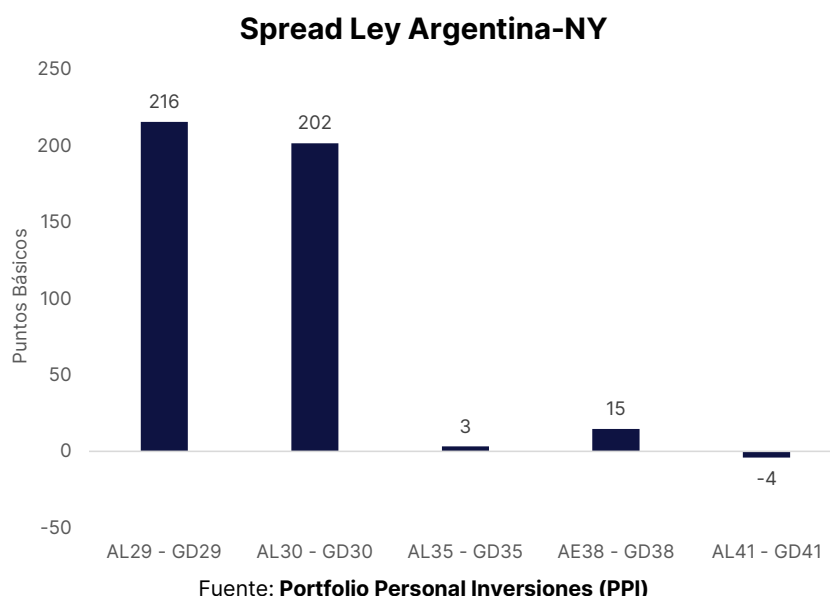
Spread de precio GD30/AL30



Spread de precio GD29/AL29



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



Clave: luego de una semana en la que los activos argentinos mantuvieron su propia dinámica, aun cuando el contexto internacional se fue volviendo más adverso para los mercados de mayor riesgo, seguiremos de cerca la evolución de los Globales. En particular, estaremos atentos a cualquier novedad sobre la eventual recompra de deuda soberana o sobre el acuerdo comercial entre Estados Unidos y Argentina, anunciado el viernes por la Casa Blanca, pues podría aportar un nuevo impulso a las cotizaciones. Entre los eventos que vale monitorear, mañana, 18 de noviembre, finaliza el período de colocación de la nueva emisión de CABA, lo que podría aportar señales adicionales sobre el apetito del mercado por los subsoberanos. Por otra parte, en el segmento en pesos, el Tesoro concretó un canje de la LECAP S28N5 y la LELINK D28N5 por el BONCAP T30E6 y la LELINK D16E6 para amortiguar los vencimientos de la próxima licitación. En los próximos días se conocerá el monto total efectivamente canjeado.

El Tesoro habría empezado a comprar dólares

La señal que el mercado esperaba podría haber llegado: el Tesoro Nacional compró dólares. El miércoles pasado, los depósitos en moneda extranjera del Tesoro en el BCRA aumentaron US\$20 millones, mientras que los de pesos cayeron US\$24 millones, señales consistentes con compras de dólares por parte de este. La combinación de *bids* atípicos, el rebote intradiario desde \$1.395 y la magnitud de las operaciones refuerzan la idea de que las compras se hicieron directamente en el MLC, y no contra el BCRA como en episodios previos (US\$906 millones este mes para pagos al FMI y US\$123 millones en octubre a organismos internacionales). De todas formas, esto recién lo confirmaremos con los datos monetarios de hoy.

Aunque las compras podrían entusiasmar a quienes imaginan que se vuelvan recurrentes (o incluso un sendero diario como alguna vez sugirió el FMI), el propio presidente del BCRA, Santiago Bausili, enfrió esa expectativa el viernes. Aseguró que fijar un ritmo explícito de acumulación de reservas “no es la mejor opción” en este contexto y que, si bien la acumulación de reservas es una meta, solo avanzará cuando la demanda de pesos lo permita ([link](#)).

Transacciones del Tesoro

(US\$ m)

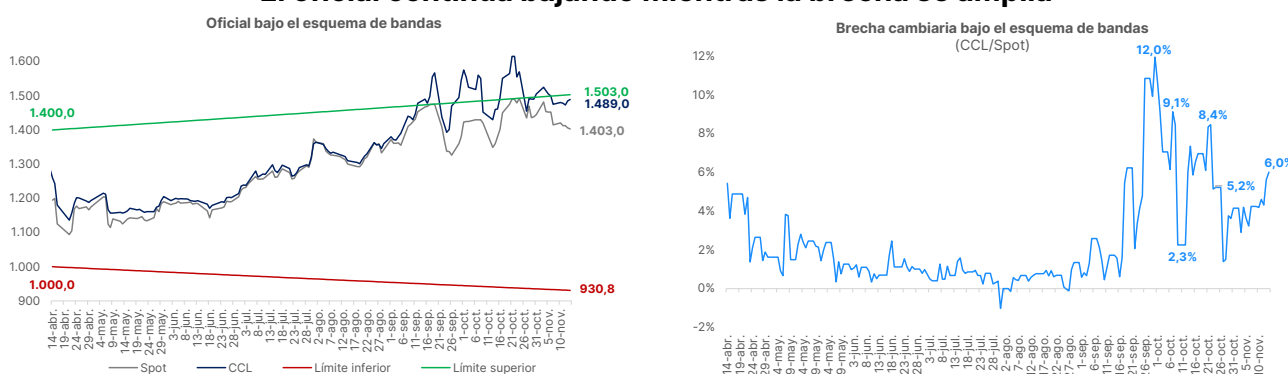
Mes	Compraventas al BCRA	Compraventas en MLC	Total
abr.-25	0	0	0
may.-25	0	0	0
jun.-25	0	1.229	1.229
jul.-25	0	175	175
ago.-25	0	-207	-207
sep.-25	0	1.650	1.650
oct.-25	123	-2.070	-1.947
nov.-25	906	20	926
Acum.	1.029	797	1.826

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

En la rueda del viernes, el mercado cambiario mostró una dinámica mixta: mientras el tipo de cambio oficial continuó comprimiendo, los dólares financieros se movieron de forma mixta. El spot retrocedió 0,2%, pasando de \$1.406 el jueves a \$1.403, y acumuló una baja semanal de 0,8% desde los \$1.415 del viernes anterior. Aún más, si se toma como referencia el jueves de la semana pasada, la corrección es más marcada, alcanzando 3,4% desde los \$1.452. Con estos movimientos, el tipo de cambio oficial volvió a ampliar su margen dentro del esquema de bandas, ubicándose 6,7% por debajo del límite superior de \$1.503.

En paralelo, los dólares financieros se desalinearon. El contado con liquidación avanzó 0,3% hasta \$1.489, mientras que el MEP retrocedió 0,7% para cerrar en \$1.451,2. Estos movimientos ampliaron tanto el canje como la brecha cambiaria. El *spread* entre el CCL y el tipo de cambio oficial subió a 6,0%, el nivel más alto desde el 22 de octubre, mientras que el canje (spread entre CCL y MEP) saltó a 2,6% el viernes desde 0,6% los días post elección.

El oficial continúa bajando mientras la brecha se amplía



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

¿Qué está detrás del nuevo ensanchamiento de brechas? En un contexto donde las emisiones de bonos corporativos en el mercado internacional a rendimientos atractivos de 7,5%–8,5%, la demanda de dólar cable para suscribirlos estaría incrementándose. En otras palabras, los dólares deben convertirse de *onshore* a *offshore*, subiendo el canje. A su vez, a medida que se agranda el canje CCL–MEP, también lo hace el *spread* entre el CCL y spot.

Clave: La forma más directa de reducir la brecha para el gobierno sería eliminar la restricción cruzada de 90 impuesta a minoristas a fines de septiembre, devolviéndoles su rol natural de arbitrajistas. No obstante, no sería un tema menor dónde se cierre este *spread*: si converge en

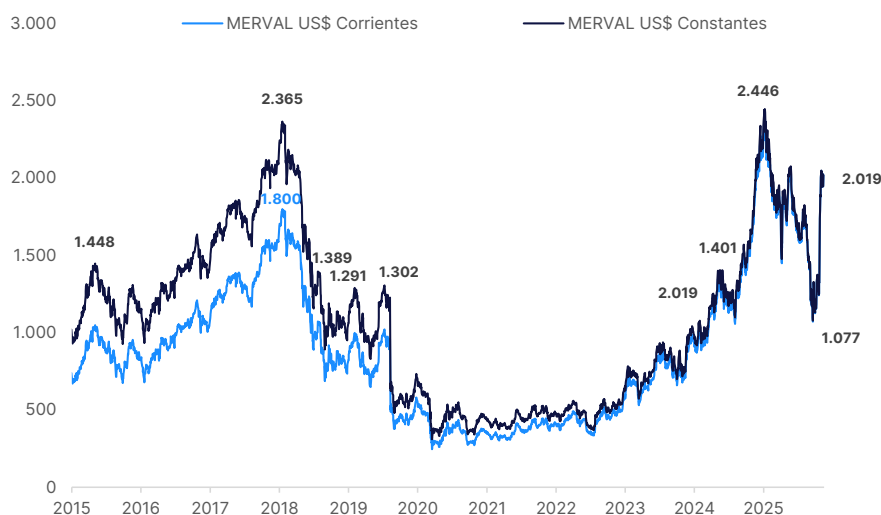
un punto intermedio entre el spot y el CCL, la distancia del tipo de cambio oficial al techo de la banda se achicaría, reduciendo significativamente el margen para compras del Tesoro o el BCRA dentro del esquema. Por ende, la evolución de la brecha cambiaria vuelve a ser un indicador relevante a monitorear. No solo importa su cierre, sino en qué punto dentro del esquema de bandas lo haga, porque de ello depende la flexibilidad para comprar reservas que tendrán Tesoro/BCRA.

El Merval cerró la semana con la cabeza en alto

El Merval, tras dar un paso en falso el jueves (-3,9%), el viernes subió 3,8% hasta US\$2.019. Así, en la semana terminó con una ganancia de 3,9%, borrando las pérdidas de la anterior y dejando la variación mensual en 0,8%. El impulso vino de la idiosincrasia local, porque afuera fue una semana complicada, con el mercado empezando a cuestionar el crecimiento de la inteligencia artificial y con la Fed anticipando que podría extender su postura *hawkish*. En ese marco, el Dow Jones y el S&P 500 avanzaron 0,4% y 0,1%, mientras que el Nasdaq Composite cayó 0,5%. En emergentes tampoco hubo una tendencia clara, con el EWZ subiendo 1,6% y el EEM bajando 0,7%.

Entre las acciones que componen al índice, ninguna cerró en terreno negativo. El podio ganador lo completaron ALUA (+13,4%), TRAN (+8,9%) y COME (+8,4%). En el exterior, los ADRs se movieron de manera similar, con GLOB (-2,3%), GGAL (-0,7%) y BIOX (-0,6%) siendo los únicos que cerraron a la baja. En tanto, EDN (+4,7%), YPF (+4,6%) y SUPV (+4,4%) fueron los que protagonizaron la mejor performance.

El Merval se consolida por encima de los US\$2.000



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

En el plano corporativo, YPF anunció que adquirió \$57.827,5 millones, equivalentes a US\$39,9 millones de valor nominal, de sus ONs Clase XXI (YCMCO). El precio promedio fue 99,0%. Con esta recompra, el capital remanente de la emisión quedó en US\$190,1 millones.

La semana pasada, Globant (NYSE: GLOB) presentó los resultados del 3Q25. Reportó ingresos por US\$617,1 millones (+0,4% yoy), mientras que el costo de ventas subió a US\$402,4 millones (+2,5% yoy). Así, el resultado bruto fue de US\$214,8 millones, apenas por debajo de los US\$222,3 millones del año pasado. Dado que los gastos de administración y comercialización totalizaron US\$151,7 millones (-1,6% yoy), el resultado operativo cayó 13,4% yoy hasta US\$56,5 millones. En el frente financiero, la compañía registró una pérdida neta de US\$6,8 millones (vs una pérdida de US\$4,0 millones el año pasado), por lo que el resultado antes de impuestos culminó en US\$48,4

millones (-14,9% yoy). Finalmente, tras netear el impuesto a las ganancias, el resultado neto terminó en US\$34,2 millones (-24,8% yoy).

Clave: está quedando claro que el optimismo por los activos locales perdura. Sin embargo, los movimientos en Estados Unidos rigen el curso de los inversores a nivel global. Por lo tanto, la evolución del Merval va a depender de que ambos drivers se mantengan en línea. Además, nos estamos acercando a una de las últimas semanas de la temporada de balances en el plano local y se vienen los bancos, con BBAR inaugurando el sector. También cabe resaltar que el mercado primario de emisiones está muy activo, pues las compañías locales ya llevan emitidos US\$2.900 millones en el exterior desde la victoria de LLA en las elecciones de medio término. Seguiremos de cerca otros nombres que resuenan para una búsqueda de fondos *offshore*.

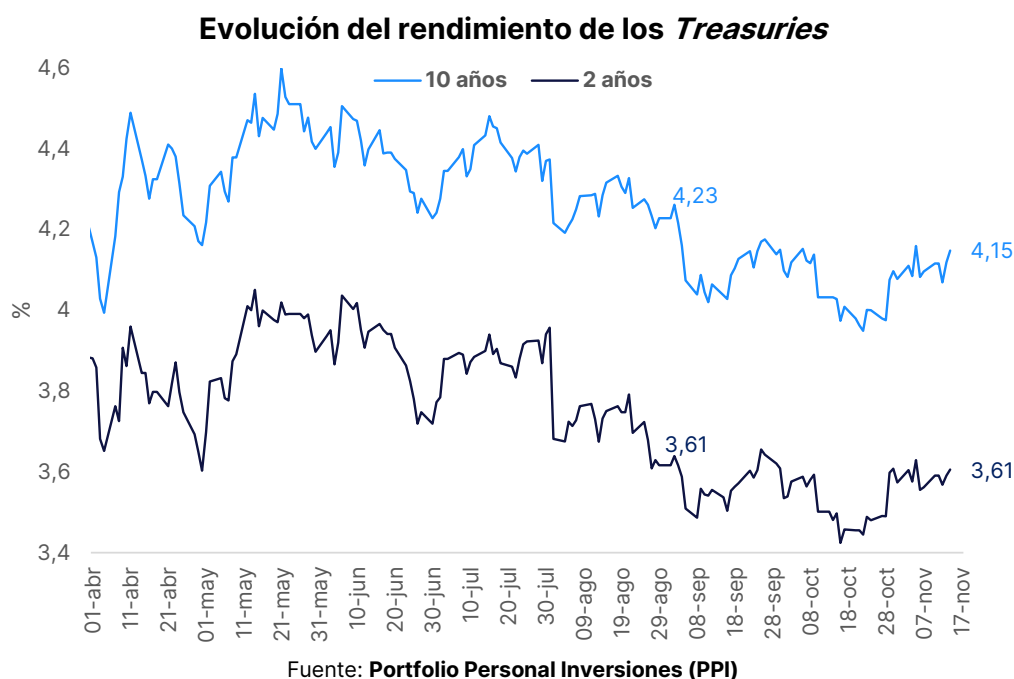
Fechas preliminares para la presentación de balances correspondientes al 3Q25

lunes	martes	miércoles	jueves	viernes	sábado	domingo
27	28	29	30	31	01	02
	Ternium (TXAR)	Mercado Libre (MELI)				
03	04	05	06	07	08	09
Transportadora de Gas del Sur (TGSU2; TGS) y Transener (TRAN)	Pampa Energía (PAMP; PAM)	IRSA (IRSA; IRS)	Loma Negra (LOMA; LOMA), BYMA (BYMA) y Edenor (EDN)	YPF (YPFD; YPF)		
10	11	12	13	14	15	16
CRESUD (CRES; CRESY), Transportadora de Gas del Norte (TGNQ4) y Telecom (TECO2; TEO)	Mirgor (MIRG)	Bioceres Corp. (BIOX) y Central Puerto (CEPU; CEPU)	Globant (GLOB)			
17	18	19	20	21	22	23
	Banco BBVA (BBAR; BBAR)					
24	25	26	27	28	29	30
	Grupo Galicia (GGAL; GGAL) y Supervielle (SUPV; SUPV)	Banco Macro (BMA; BMA)				
01	02	03	04	05	06	07

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

Tras el fin del shutdown, vuelve el foco sobre los datos del mercado laboral

La semana pasada, tras el fin del *shutdown*, los rendimientos de los *Treasuries* subieron a lo largo de toda la curva. La tasa a 10 años (10Y) cerró el viernes en 4,15% (+5 pbs), mientras que la de 2 años (2Y) lo hizo en 3,61% (+4 pbs). Sin embargo, ahora la preocupación gira en torno al impacto que podrían tener los datos que no se vienen publicando, especialmente los *job reports*, sobre el mercado de bonos.



Puntualmente, el reporte de septiembre saldrá sin el dato de tasa de desempleo, pero sí incluirá la variación del número de puestos de trabajo, las nóminas no agrícolas. Si tomamos el ADP de ese mes como referencia, donde se observó una destrucción de 29 mil empleos en su muestra, podríamos ver una lectura débil en el dato oficial. Ese resultado podría terminar definiendo el accionar de la Fed en la última reunión del año. Hoy predomina la incertidumbre: el mercado asigna una probabilidad del 55% a que el rango de tasas se mantenga inalterado en 3,75%–4%.

Vale recordar que el ADP de octubre mejoró respecto a septiembre, con una creación de 42 mil puestos de trabajo. Además, la inflación (último dato de septiembre) corre al 3% interanual, aún por encima de la meta de la Fed. Esto se sumó a las declaraciones de distintos miembros del FOMC, que pusieron en duda el recorte de diciembre y llevaron a las probabilidades que observamos hoy. Sin embargo, si los datos oficiales evidencian cierta fragilidad en el mercado laboral, podría abrirse una buena ventana para tomar exposición en el tramo largo de la curva. En este contexto, hoy el rendimiento de la 10Y comprime 3 pbs.

Clave: en cuanto a los datos económicos, la atención estará puesta en el *job report* de septiembre, que se publica este jueves sin el dato de tasa de desempleo. La mediana de los analistas de Bloomberg espera que las nóminas no agrícolas, que se ubicaron en 22 mil en agosto, muestren una recuperación y crezcan en 50 mil en septiembre. Esta semana también se conocerán datos relacionados a la industria, como la producción industrial de octubre y las órdenes de bienes durables de agosto, que funcionan como un *proxy* de la inversión. Ambos se publican mañana. El viernes llegará el turno de los PMIs preliminares de noviembre.

Por otro lado, continúa la temporada de resultados. El miércoles presenta Nvidia, clave no solo por su tamaño, sino también por las discusiones sobre el futuro de la inteligencia artificial, que crecieron la semana pasada y generaron volatilidad. En este marco, los futuros de los principales índices bursátiles hoy operan en terreno positivo: el Nasdaq avanza 0,3%, seguido por el S&P 500 y el Dow Jones, que suben 0,2% y 0,1%, respectivamente.

Lo que pasó

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
10-nov	AR	Informe Monetario Mensual	Oct	-	-	-
	AR	Liquidación de Licitación	Nov	-	-	-
11-nov	BR	IPC Mensual	Oct	0,1%	0,2%	0,5%
12-nov	AR	IPC Mensual	Oct	2,3%	2,2%	2,1%
	AR	IPC Mensual Núcleo	Oct	2,2%		1,9%
	AR	Índice de Salarios	Sep	2,2%		3,2%
13-nov	US	IPC Mensual	Oct	*	0,2%	0,3%
	US	IPC Mensual Núcleo	Oct	*	0,3%	0,2%
14-nov	UE	PBI Trimestral	3T	0,2%		0,2%
	JAP	Índice Industrial Terciario Mensual	Sep	0,3%	0,3%	0,1%

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

* Demorado debido a *shutdown*

Lo que vendrá

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
17-nov	AR	Resultado Fiscal Primario	Oct			\$696.965M
	AR	Resultado Fiscal Financiero	Oct			\$309.623M
	JAP	Producción industrial Mensual	Sep			2,2%
18-nov	AR	Índice de Costos de la Construcción	Oct			3,2%
	AR	Índice de Precios Mayoristas	Oct			3,7%
	US	Producción Industrial Mensual	Oct		0,0%	*
	US	Órdenes de Bienes Durables	Ago		2,9%	2,9%
19-nov	AR	Intercambio Comercial Argentino	Oct	-	-	-
	UE	IPC Mensual	Oct		0,2%	0,2%
	US	Minutas del FOMC	Oct	-	-	-
20-nov	AR	Índice de confianza del Consumidor UTDI	Nov			6,3%
	AR	Llamado a Licitación	Nov	-	-	-
	US	Cambio en Nóminas No Agrícolas	Sep		50k	22k
21-nov	US	PMI Manufacturero	Nov			52,5

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

* Demorado debido a *shutdown*

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.