

26 de noviembre de 2025

Daily Mercados

ppi

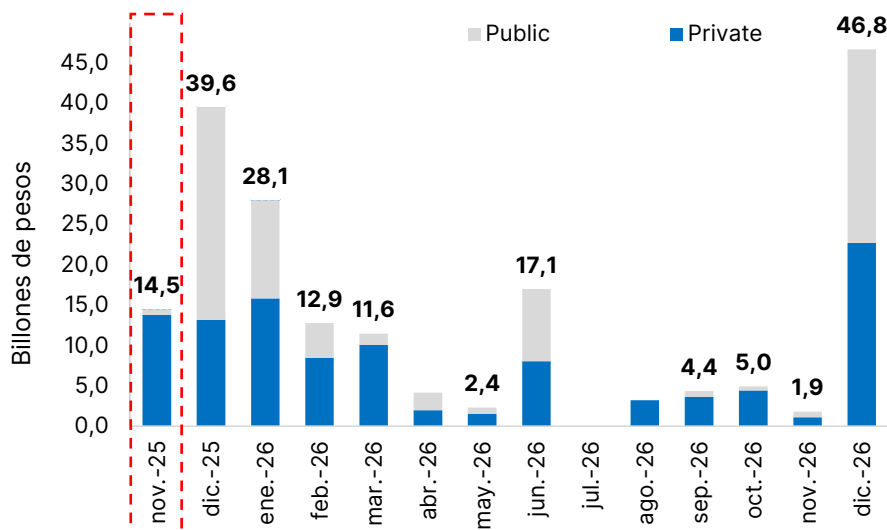
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

El Tesoro enfrenta una licitación clave con la lupa en el rollover

De cara a la última licitación de noviembre, y tras el canje intrasector público por unos \$2 billones, **hoy el Tesoro enfrenta un volumen abultado de vencimientos por alrededor de \$14,5 billones, de los cuales \$13,8 billones están en manos de privados.** La mayor parte se concentra en la LECAP (S28N5), la LELINK (D28N5) y la LETAM (M28N5), todas con vencimiento el viernes. Para enfrentar esta semana exigente, Finanzas publicó un menú muy amplio que incluye LECAPs, BONCAPs, BONCERs, LETAMs y, como novedad, el regreso de las LECER de corto plazo. El comunicado oficial con el detalle de todos los instrumentos que se pueden licitar se puede leer [aquí](#), o en nuestro [Perspectivas de ayer](#).

Dado el perfil de vencimientos y que los depósitos del Tesoro en el BCRA se encuentran por debajo de AR\$5 billones, el ratio de rollover será determinante, y ubicarlo por debajo del 1,0x luce muy difícil. En esta línea, y antes de conocerse las condiciones de la licitación, el BCRA recortó la tasa a 1 día del 22% al 20%, buscando abaratar el fondeo y redirigir liquidez hacia la licitación primaria. En la misma dirección, el BCRA elevó en 3,5 puntos la proporción de encajes a la vista que los bancos pueden integrar con deuda del Tesoro.

Perfil de vencimientos de la deuda en pesos del Tesoro



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

Con este escenario, en función de las *breakevens* de corto plazo de inflación (1,8% para los próximos meses) y los últimos registros de alta frecuencia, **mantenemos una preferencia por instrumentos CER de corto plazo, mientras que para quienes buscan estirar *duration* seguimos favoreciendo la tasa fija**, dado que las *breakevens* promedio del segundo semestre de 2026, también alrededor del 1,8% mensual, ahí sí nos parecen algo altas. En síntesis, **nuestros top picks son: la nueva LECER al 29 de mayo de 2026**, donde vemos espacio para un rendimiento en la zona de 6,25/6,50%, **y el BONCAP T30A7**, que hoy rinde 34% y donde tampoco descartamos que el Tesoro convalide un premio adicional para estirar la *duration* de sus vencimientos.

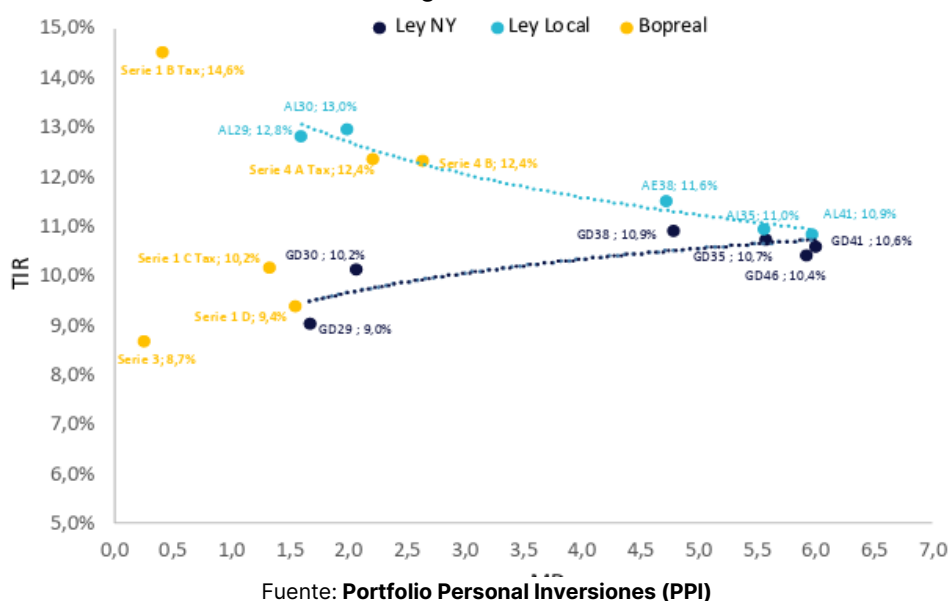
Nuestros clientes pueden ingresar a la licitación hasta el mediodía de hoy.

La deuda en dólares continúa moviéndose con cautela

En cuanto a la deuda soberana *hard dollar*, ayer tuvimos un día negativo. Durante el feriado local del lunes, los Globales habían avanzado 0,7%. Sin embargo, ayer volvieron a mostrar **rojos de**

0,6%, continuando con la tónica que había dejado la semana pasada. Con todo esto, **el riesgo país se vuelve a ubicar en los 656 puntos**, y la tasa promedio ponderada en 10,3%. En el detalle por bono el movimiento fue bastante llamativo: la parte corta de la curva se mantuvo más bien *flat*, con el GD29 y GD30 cayendo 0,1%, mientras que el tramo largo perdió 0,8%. En los bonos Ley Local la pérdida fue más pronunciada y la curva tuvo un desplazamiento paralelo ascendente tras caer 1,3% promedio. **Tras esta dinámica de precios el *spread* legislación se amplió todavía más.** Como venimos remarcando, esto nos parece que tiene poco sentido, y este gap debería tender a reducirse. Por lo que para posiciones de más corta duración seguimos favoreciendo el AL30 respecto de su par extranjero, GD30. Sin embargo, en el tramo largo mantenemos al GD35 como top pick, donde vemos que el diferencial de ley está mejor arbitrado.

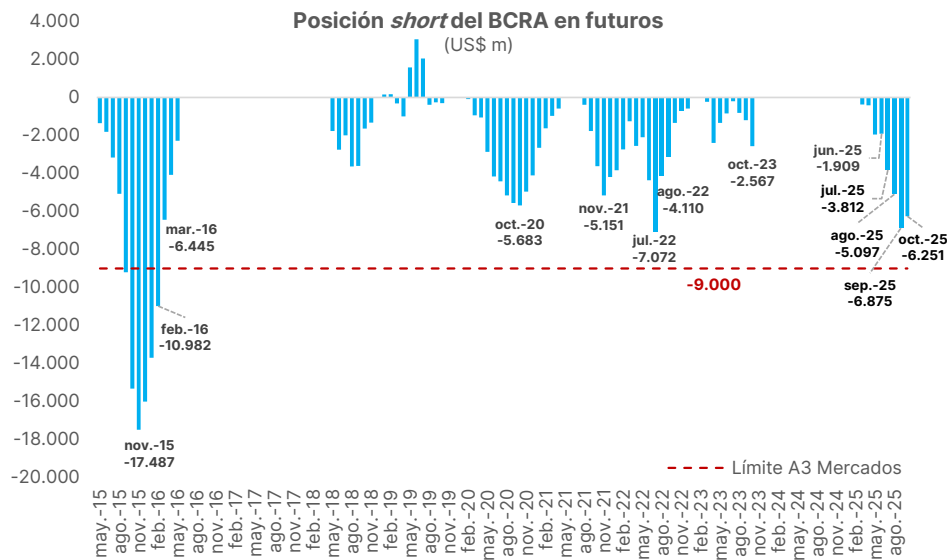
Bonos Soberanos en dólares - el *spread* legislación en los cortos se amplifica
(Por legislación - 25/11)



Semana de *fixings* influye en el mercado cambiario

Como suele ocurrir, **la última semana del mes la dinámica cambiaria está fuertemente condicionada por los *fixing* de las letras y bonos dólar linked y por los de los futuros de dólar.** **Ayer, el movimiento del mercado estuvo marcado por la fijación de la letra dólar linked D28N5**, de la cual \$3,01 miles de millones estaban en manos privadas (y \$0,75 miles de millones en manos del sector público). **El viernes, toda la atención pasará a la fijación de fin de mes de futuros de dólar y a la decisión del BCRA sobre si dar *roll* o no al contrato de noviembre.** Vale recordar que en los últimos dos meses el Central no dio *roll* en la posición más corta, reduciendo su posición *short* desde -US\$6.875 millones a fines de septiembre (máximo desde julio de 2022) a US\$6.251 millones en octubre. Con la mayor demanda de cobertura tras el resultado electoral y un *wording* que ratifica las bandas cambiarias, se espera que el BCRA extienda este camino.

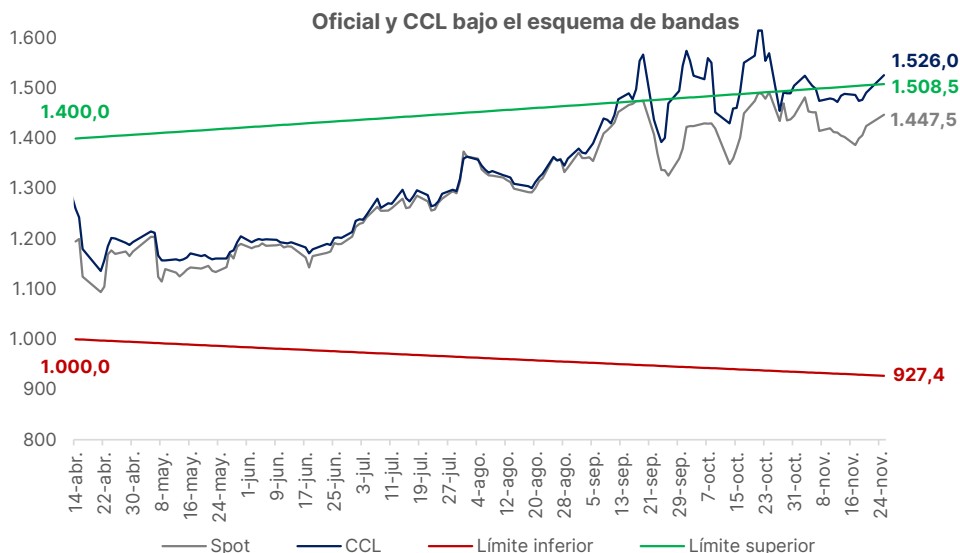
La caída del *short* del BCRA en octubre se extendería a noviembre



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

Con este trasfondo, el dólar (tanto el oficial como los financieros) arrancó la última semana del mes retomando la tendencia alcista de la semana pasada. Tras dos ruedas sin actividad (viernes y lunes), el oficial subió 1,6% ayer, de \$1.425 a \$1.447,5, quedando a apenas 4,0% del techo de la banda (\$1.508,5). En paralelo, el CCL escaló 2,3% hasta \$1.526, superando por 1,2% el límite superior de la banda después de diez ruedas por debajo. El MEP también se acopló, avanzando 1,9% hasta \$1.480,7. Así las cosas, la brecha entre el CCL y el spot se amplió hasta 5,4%.

Los TC extendieron la suba y el CCL superó el techo de la banda

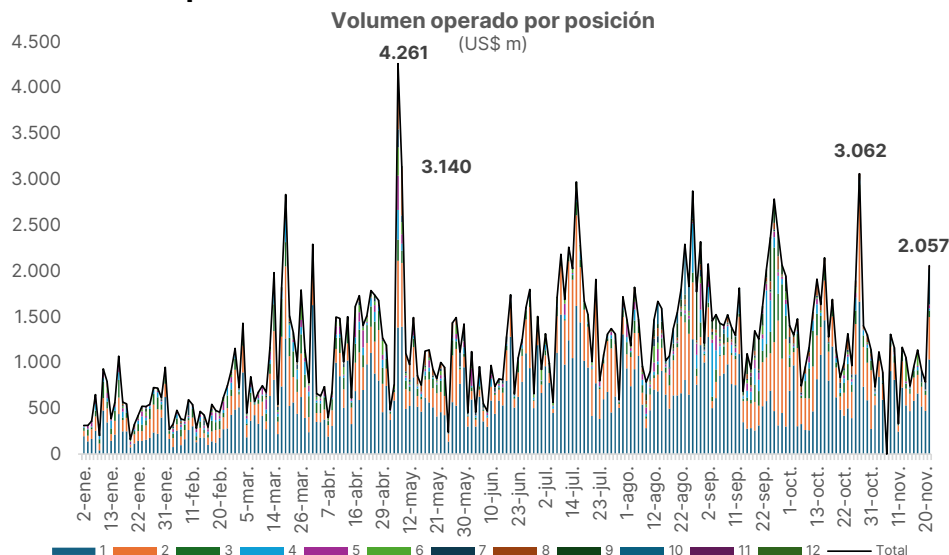


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El mercado de futuros de dólar también sintió el pulso de la semana de *fixings*. En ROFEX se operaron US\$2.057 millones, el mayor volumen desde los US\$3.062 millones del 28 de octubre (coincidente con el *fix* de la LELINK D3105). El interés abierto cayó US\$131 millones, concentrando en el primer contrato (-US\$234 millones), y compensado parcialmente por la

apertura neta en las posiciones de diciembre-25 (+US\$14 millones), enero-26 (+US\$36,5 millones) y mayo-26 (+US\$73 millones). Los ajustes acompañaron al oficial, con alzas entre 1,0% y 1,4% en los primeros diez contratos. Con este movimiento, la curva de futuros de dólar se ubica dentro de las bandas cambiarias hasta febrero del próximo año, cuando la semana pasada lo hacía hasta marzo.

Alto volumen operado en futuros de dólar en la última semana del mes



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

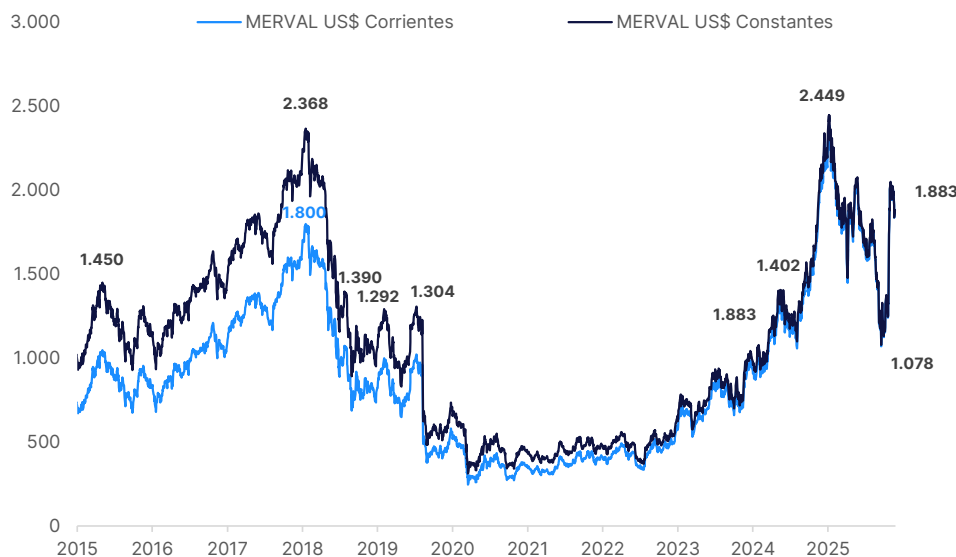
En paralelo, **los datos monetarios de ayer confirmaron nuevas compras del Tesoro**. Tras los casi US\$48 millones adquiridos en el mercado el martes 18/11 (ya validados con las cifras de ayer), **el miércoles 19/11 volvió a comprar algo más de US\$40 millones, aunque aún falta determinar si la operación fue en el MLC o directamente con el BCRA**. Ese día, los depósitos en moneda extranjera del Tesoro en el Central subieron US\$36 millones y los depósitos en pesos cayeron un equivalente a US\$42 millones, siendo la diferencia atribuible a pagos a organismos internacionales. Con los datos de hoy podremos confirmar dónde se realizaron estas compras.

El Merval comenzó la semana con el pie derecho

El Merval subió 2,5% hasta US\$1.883 en la primera rueda de la semana tras el feriado del lunes. Como anticipamos en nuestro Perspectivas, era muy importante para descomprimir al mercado una recuperación de los principales índices de Wall Street. Ayer, el Dow Jones, el S&P 500 y el Nasdaq Composite avanzaron 1,5%, 0,8% y 0,6%, lo que ayudó a estabilizar el ánimo global. En emergentes, el EWZ avanzó 1,0% y el EEM 0,3%.

Entre las acciones que componen al índice predominó el color verde, con COME (+4,8%), VALO (+4,2%) y LOMA (+2,8%) a la cabeza. En dirección opuesta, IRSA (-3,7%), YPDF (-2,2%) y ALUA (-2,1%) fueron las más negativas. **En el exterior, los ADRs argentinos mostraron una dinámica similar**. El podio ganador lo formaron SUPV (+5,8%), GGAL (+4,9%) y BMA (+4,1%), mientras que los más afectados fueron VIST (-1,0%), TGS (-0,4%) y CRESY (-0,3%).

El Merval repuntó en el comienzo de la semana



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

Entre las noticias corporativas, **continúa la actividad en el mercado de emisiones primarias. En este caso, YPF, una de las compañías referentes en Vaca Muerta, ofrece sus nuevas ONs Clase XLII hard dollar MEP.** El período de licitación es hasta mañana. El bono tendrá un cupón a definir en la subasta, que creemos puede llegar a cerrar en 7/7,25% y amortización de capital íntegra a los 39 meses desde la fecha de emisión. [Desde PPI somos colocadores y preparamos un comentario especial sobre esta emisión.](#)

Todo indica que la Reserva Federal bajará la tasa en diciembre

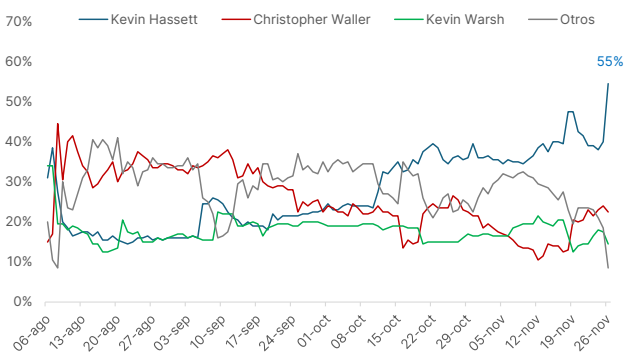
En un abrir y cerrar de ojos ya estamos casi a fin de año y, antes de que lleguen las fiestas, tenemos la última reunión de política monetaria de la Fed. **Tan solo una semana atrás, el mercado le asignaba apenas un 29% de posibilidad a que el rango de tasas finalice en 3,5% – 3,75%, es decir, un recorte de 25 pbs desde el nivel actual. Hoy esa probabilidad ascendió al 82%.**

No fue solo el *job report* de septiembre, que recién se publicó el jueves pasado por el *shutdown*, lo que empujó las expectativas, sino también las señales que dieron los distintos miembros del FOMC. El viernes, John Williams, presidente de la Fed de Nueva York, señaló que ve espacio para un recorte en el corto plazo ante la debilidad del mercado laboral. En esa línea, esta semana Mary Daly, de la Fed de San Francisco, apoyó explícitamente una baja en los tipos de interés en la próxima reunión. El elegido por Trump, el gobernador Stephen Miran, mantiene su postura de avanzar con recortes más agresivos.

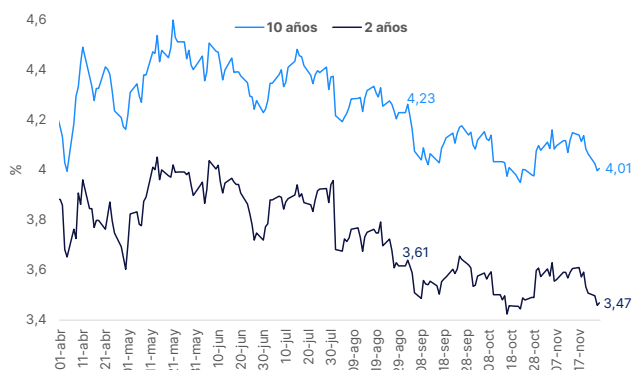
Ayer, el Índice de Precios al Productor de septiembre mostró un resultado algo mejor al esperado, lo que refuerza el escenario base con el que trabajan los *traders* hoy. Sin embargo, la inflación todavía corre por encima del *target* de 2% anual del organismo. Puntualmente, la inflación núcleo, que excluye alimentos y energía, pasó de -0,1% mensual en agosto a 0,2%, ligeramente por debajo del 0,3% que esperaban los analistas de Bloomberg. De esta manera, en los últimos doce meses avanzó 2,6% versus el 2,7% esperado y el 2,9% del mes anterior. En cuanto a la general, se situó en 0,3% mensual, en línea con lo esperado y acelerándose desde el registro de agosto (-0,1%). Así, en términos anuales la inflación se mantiene en 2,7%.

Bajo este marco, **ayer los rendimientos de los *Treasuries* comprimieron a lo largo de la curva.** La tasa a 2 años (2Y) retrocedió 4 pbs hasta 3,46%, mientras que la de 10 años (10Y) cayó 3 pbs y cerró por debajo del 4% en 3,99% (hoy rebotan levemente y se ubican apenas por encima). En perspectiva, desde que se publicó el *job report* de septiembre el jueves pasado, la 10Y y la 2Y comprimieron 13 pbs y 12 pbs, respectivamente. Además, **ayer *Bloomberg News* informó que el asesor económico de la Casa Blanca, Kevin Hassett, sería el principal candidato para convertirse en el próximo presidente de la Reserva Federal,** lo que también pudo haber influido en el movimiento de las tasas y en las probabilidades de recortes hacia adelante. De esta forma, Hassett se despegó del resto en los mercados de apuestas como *Polymarket*, donde concentra una probabilidad del 55% frente al 23% de Waller, quizás un candidato más tradicional para el puesto.

¿A quién designará Trump como el próximo presidente de la Fed?



Evolución del rendimiento de los *Treasuries*



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.