

27 de noviembre de 2025

# Daily Mercados

ppi

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

### Licitación del Tesoro: No te pierdas los 5 puntos destacados

El equipo de finanzas aprobó otra prueba. En los últimos informes, mencionamos que la dimensión de los vencimientos de deuda en pesos (\$14,5 billones), en relación con los depósitos del Tesoro en la cuenta del BCRA (cerca de \$5 billones), limitaba los grados de libertad para disminuir el ratio de *roll over* por debajo de 100%. No obstante, suavizar el esquema de encajes implicaba que parte de esa liquidez fluyera hacia instrumentos del tesoro en búsqueda de rendimientos. ¿Por qué pensamos que el resultado fue constructivo? Lo explicamos de forma sencilla en los siguientes cinco puntos:

#### 1.- El objetivo de *roll over* se cumplió.

El Tesoro capturó \$13,99 billones en la licitación, lo cual se traduce en un *roll over* del 96,3%. Como contrapartida, mañana se inyectarán \$0,55 billones desde la cuenta del Tesoro en el Banco Central. En el cuadro siguiente observamos el detalle de la licitación:

Instrumento	Fecha	Emitido (Mill.)	Valor Efectivo (P\$ Mill)	Tasa
T13F6	13/02/2026	3.715.465	5.040.028	2,69% (1)
S30A6	30/04/2026	1.616.647	1.814.832	2,54% (1)
S30O6	30/10/2026	822.483	847.898	2,49% (1)
T30A7	30/04/2027	1.030.964	1.061.893	2,51% (1)
M30A6	30/04/2026	2.728.077	2.728.077	4% (3)
X29Y6	29/05/2026	1.193.042	1.151.286	7,34% (2)
TZXO6	30/10/2026	446.824	566.126	7,79% (2)
TZXA7	30/04/2027	370.752	333.306	7,77% (2)
D30A6 (5)	30/04/2026	317	450.746	3,52% (4)
TZVN6 (5)	30/11/2026	Desierta	0	0,00%
Total Licitación (P\$ Mill.)			13.994.191	
Vencimientos (P\$ Mill.)			14.543.960	
<b>Resultado (+/- AR\$ Mill.)</b>			<b>-549.768</b>	
Ratio de Roll Over:			0,96	

(1) Tasa efectiva mensual

2) Spread sobre CER

(3) Margen sobre TAMAR

(4) Spread sobre devaluación del tipo de cambio oficial

(5) Nominales en US\$

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

#### 2.- Volvieron a estirarse los plazos.

A pesar de obtener un 36% de lo capturado en un título menor a los 3 meses de vencimiento (T13F6), el plazo medio volvió a quedar por arriba de los 6 meses. Al igual que en la primera licitación del mes, ante la menor incertidumbre política y calma cambiaria, aumentó el apetito por extender duración en los portfolios de deuda en pesos. El plazo medio de los instrumentos colocados este miércoles se ubicó en 183 días, lo cual permite cerrar noviembre con un plazo promedio de 215 días. ¿Parece poco? ¿Desde enero (444 días), el promedio mensual de colocación

no superaba los cinco meses! Un punto relevante para dejar detrás la concentración de vencimientos en el corto plazo y mejorar la sostenibilidad de la deuda en pesos.

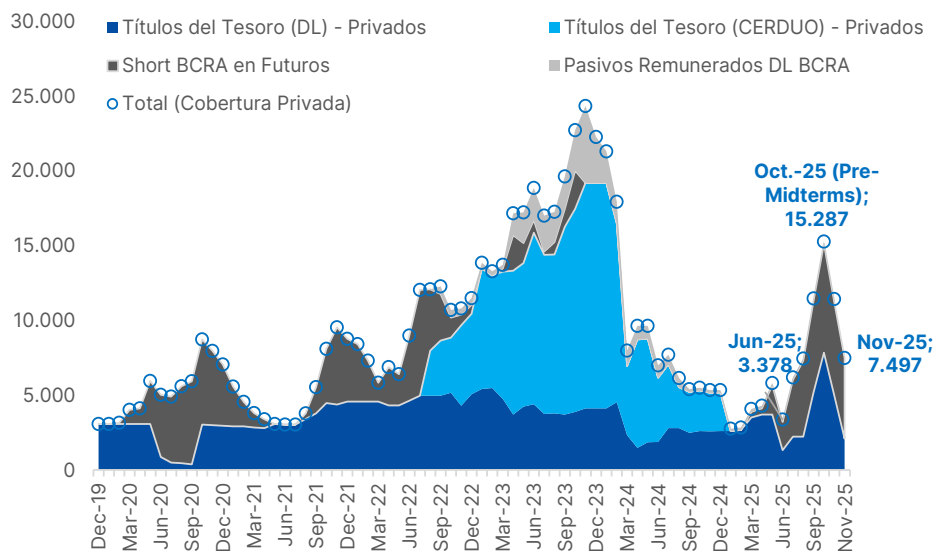
**3.- Requirió ofrecer premios en los rendimientos.**

Lograr un *roll over* cercano al 100% y emitir instrumentos de mayor plazo requirió ofrecer tasas ligeramente más altas que las del mercado secundario. Como referencia, creemos que la nueva letra ajustable por inflación (LECER) a mayo 2026 se colocó cerca de 25/35 puntos básicos por arriba de su curva comprable (*spread* real en TEA), mientras que en las alternativas tasa fija las TEM de colocación fueron de entre 10/15 puntos básicos (para los cortos) y hasta 5 puntos básicos en las BONCAPs largas.

**4.- El desarme de cobertura persiste.**

Más allá del refinanciamiento a nivel agregado, nos interesaba conocer el apetito por cobertura cambiaria. En ese sentido, de los casi US\$4.010 millones que vencían de la LELINK (D28N5), apenas se renovó el 7,8% en el mismo tipo de activo (US\$317 millones de la LELINK al 30 de abril de 2026). De esta manera, la calma cambiaria provista por el abultado flujo financiero, la expectativa de una cosecha fina récord (trigo) y la mayor certidumbre política aceleran el desarme de cobertura pre-electoral. De acuerdo con nuestros números, las estrategias de cobertura ofrecidas por el sector público consolidado (BCRA + Tesoro) al sector privado cayeron a un total de US\$7.497 millones desde los US\$15.287 millones del día antes de las elecciones de medio término. ¿Hasta dónde puede llegar? Creemos que esta dinámica puede llevar este agregado nuevamente a los niveles del verano anterior (US\$2.750/3.000 millones).

**Demanda por cobertura cambiaria del sector privado (ofrecida por el SP)**  
(US\$ m)



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

**5.- ¿Qué nos gusta en el universo en pesos?**

El sendero de inflación de indiferencia actual del mercado (cerca de 1,9% promedio mensual), sumado a los datos de alta frecuencia de noviembre, nos inclina por títulos CER para plazos hasta el primer semestre de 2026. Sin embargo, para aquellos que desean estirar duración, preferimos instrumentos tasa fija para instrumentos entre el segundo semestre 2026/primer semestre 2027. **Nos interesa mucho el comportamiento de la nueva LECER (X29Y6) y la dinámica de la BONCAP a abril 2027 (T30A7).**

### Un salto inesperado en las reservas

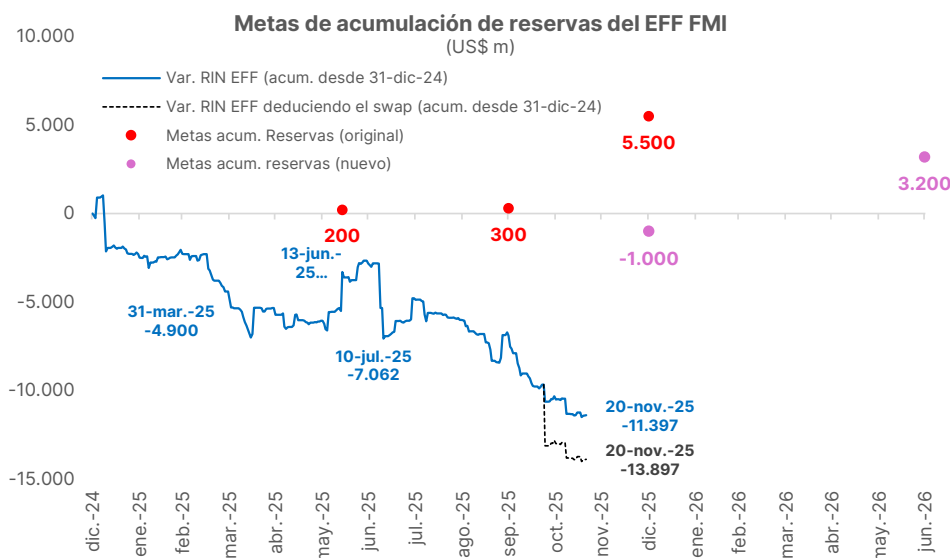
**Las reservas brutas saltaron US\$717 millones ayer** y treparon hasta US\$41.901 millones, su nivel más alto desde mediados de octubre (US\$41.904 millones el 14/10). Pero lo realmente llamativo es que, **al depurar los efectos de valuación en oro, yuanes y DEGs, queda una variación "sin explicar" de US\$657 millones.**

**¿Cómo se explica este incremento? Las pistas apuntan a la reciente colocación internacional de US\$600 millones de la Ciudad de Buenos Aires, que liquidaba ayer.** Sin embargo, resulta improbable que ese único factor explique por sí solo toda la suba: para cubrirla completamente, CABA debería haber vendido la totalidad de la colocación en una venta (en bloque) al Tesoro. Además, la Ciudad, al igual que las empresas que emiten deuda en el exterior, no está obligada a liquidar las divisas en el MLC hasta volver a requerir el acceso al MLC, lo que será en seis meses.

Por ello, **no descartamos otras hipótesis, como la liquidación de colocaciones de deuda corporativa reciente o algún desembolso de un organismo internacional.** Mañana podrían aparecer las primeras señales del origen de este movimiento y, con los datos del lunes, una foto más precisa.

**Aún con este salto excepcional en las reservas brutas, la meta de acumulación de reservas del EFF sigue fuera de alcance. Falta un poco más de un mes para el próximo *deadline* y todavía restan acumular US\$10.400 millones (al 20/11) para cumplir el objetivo, o US\$13.900 millones si se considera el swap con el Tesoro estadounidense** (que no está claro si el FMI computará, ya que es posterior a la firma del programa). Adicionalmente, el lunes las reservas internacionales deberían descender US\$1.000 millones por la primera amortización de las tres del BOPREAL Serie 3 (las otras dos serán en febrero y mayo). Con estas cifras en mente, el *waiver* parece inevitable.

### La desacumulación de reservas derivará en un nuevo *waiver*

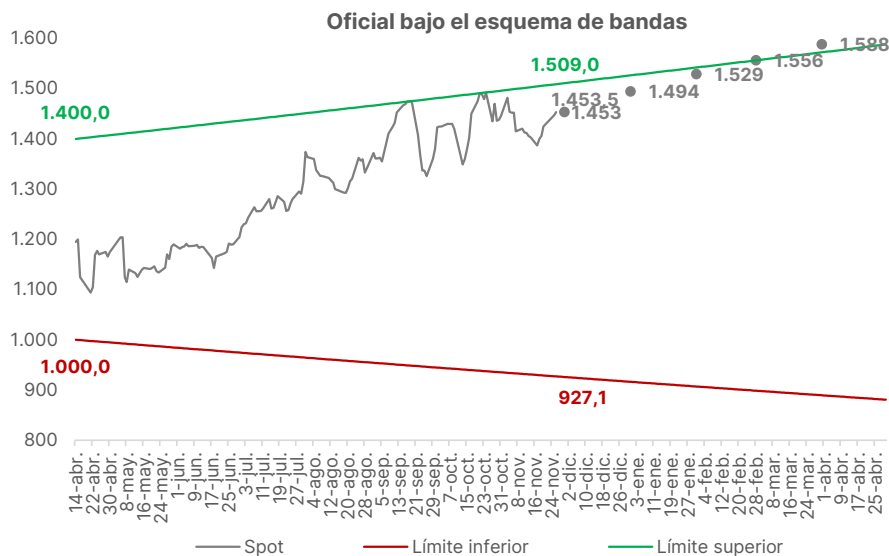


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

**En paralelo, y en una semana marcada por los *fixings*, el tipo de cambio oficial extendió la tendencia alcista.** El oficial subió 0,4% ayer (tras el 1,6% del martes) y cerró en \$1.453,5, quedando a solo 3,7% del techo de la banda (\$1.509). Los futuros acompañaron con subas de entre 0,3% y 0,6% en los primeros diez contratos. Con este movimiento, la curva se mantiene alineada con las bandas cambiarias hasta febrero de 2026, cuyo ajuste está prácticamente

apoyado sobre el límite superior. Cabe destacar que, hace menos de dos semanas, toda la curva hasta julio-26 operaba dentro de las bandas.

### El oficial y los futuros continúan ajustando al alza en una semana particular



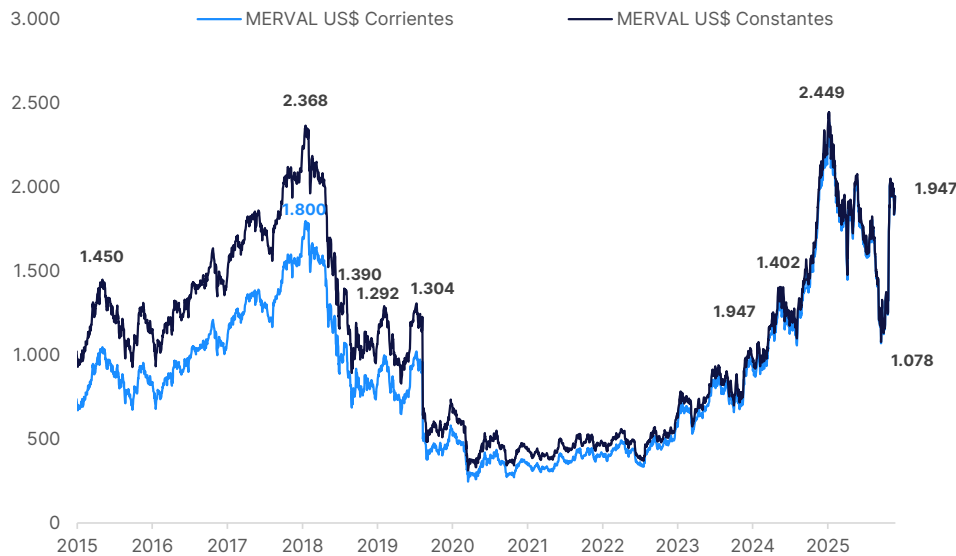
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

### El Merval extendió las ganancias

Tras el buen comienzo de semana, ayer el Merval siguió por el mismo camino al subir **3,4% hasta US\$1.947**. De esta forma, recuperó parte del desliz de las últimas semanas y llega a las ruedas restantes de noviembre con una caída mensual de 2,8%. Quedará ver si el índice logra superar esa marca y cerrar el mes en terreno positivo. No obstante, como mencionamos en nuestro Perspectivas, todo seguirá dependiendo del mal clima internacional. En este sentido, **no podemos dejar de resaltar que la recuperación reciente está muy ligada a que, desde el martes, el panorama mejoró en Wall Street. ¿La razón? Mayormente que el mercado está prácticamente convencido de que la Fed bajará la tasa de referencia 25 bps en diciembre**. En detalle, ayer el Nasdaq Composite, el S&P 500 y el Dow Jones subieron 1,0%, 0,9% y 0,8%, respectivamente. En paralelo, los ETFs EWZ (+2,8%) y EEM (+0,8%), referentes del plano emergente, también terminaron al alza.

**Volviendo al panel líder, todas las acciones cerraron con variaciones positivas**, con EDN (+9,9%), BBAR (+8,7%) y BMA (+8,2%) liderando la carga. Por su parte, **entre los ADRs, los únicos que cerraron a la baja fueron MELI (-1,3%) y GLOB (-0,6%)**. En el otro extremo, el podio ganador lo conformaron EDN (+10,8%), BBAR (+10,1%) y CRESY (+8,2%). Un punto para destacar es que, a pesar de la floja presentación de resultados esbozada por los bancos (para más detalles ver: "El sector bancario opacó el final de la temporada"), sus papeles lideraron el alza.

### El Merval se acerca nuevamente a la barrera de los US\$2.000



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

Por otro lado, te recordamos que hoy es el último día para ingresar órdenes en la nueva licitación **hard dollar** MEP de YPF. El bono tendrá un cupón a definir en la subasta, que estimamos podría cerrar en torno a 7/7,25%, y amortizará íntegramente a los 39 meses desde la subasta. [Desde PPI somos colocadores y preparamos un comentario especial sobre esta emisión.](#)

Entre las noticias corporativas, según algunos medios, **el Grupo Vila-Manzano avanzaría para quedarse con la red de estaciones Shell en Argentina. La operación sería por un monto cercano a US\$1.400 millones.**

Por último, **Genneia anunció el rescate total de sus ONs Clase XXXI (GNCXO) con vencimiento en septiembre de 2027 y un cupón de 8,75%.** El rescate se llevará a cabo el 11 de diciembre a la par, junto con los intereses devengados hasta el momento. Recordemos que esta transacción está ligada a la reciente colocación de fondos en el exterior que hizo la compañía por US\$400 millones a una TNA de 8%.

### El sector bancario opacó el final de la temporada

La temporada de balances local, que venía mostrando buenos resultados en general, está llegando a su fin y, como de costumbre, los bancos son los últimos en presentar sus números. En este caso, no fue una sorpresa que mostraran un trimestre complicado. **La transición tras el desarme de las LEFIs, la suba de encajes y la incertidumbre previa a las elecciones de medio término conformaron un combo letal,** que encareció el fondeo y pegó fuerte en los márgenes. **A esto se sumó un aumento significativo de la morosidad, lo que dejó a varios bancos con resultados escuetos e incluso con pérdidas.** En detalle, analizamos los resultados de las principales instituciones:

- **Grupo Financiero Galicia (BYMA: GGAL; NYSE: GGAL):** el Grupo registró un **resultado neto por intereses de \$1.245.416 millones (+24% yoy)**, sostenido por mayores ingresos financieros, aunque condicionado por el mayor costo del fondeo. **Esto respondió en gran parte a que los préstamos y otras financiaciones consolidadas crecieron +90% yoy, compensando la caída del NIM de 28,6% en el 3Q24 a 14,5% este trimestre.** En paralelo, el resultado neto por comisiones ascendió a \$407.304 millones (+21% yoy), mientras que

**el resultado por instrumentos financieros cayó con fuerza hasta \$46.749 millones (-83% yoy; claramente impactados por la volatilidad del trimestre).** La diferencia de cotización aportó \$54.369 millones (+24% yoy) y otros ingresos operativos sumaron \$214.595 millones (+57% yoy). Como anticipábamos, **uno de los golpes más duros vino de la incobrabilidad, que trepó 234% yoy hasta -\$736.466 millones** y llevó al ingreso operativo neto a \$1.236.025 millones (-23% yoy). Tras gastos operativos por \$396.198 millones en personal (+98% yoy), \$261.829 millones en administración (+14% yoy) y \$66.781 millones en amortizaciones y depreciaciones (+35% yoy), **el resultado operativo quedó en \$112.007 millones, muy por debajo de los \$592.503 millones del 3Q24.** Con un resultado por posición monetaria neta de -\$287.712 millones (vs -\$300.761 millones) y un crédito impositivo de \$86.155 millones, **el trimestre cerró con una pérdida neta de \$87.710 millones frente a la ganancia de \$182.977 millones del año pasado.** Así, el ROE cerró en -4,7% y el ROA -0,8%.

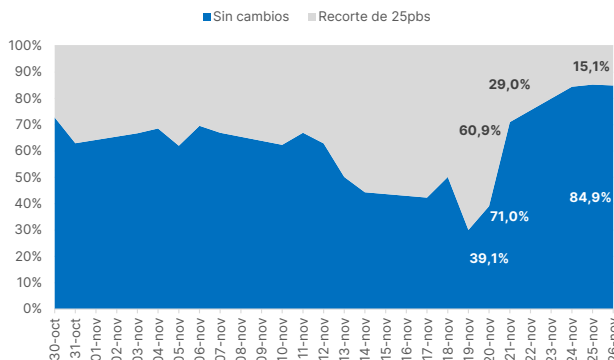
- **BBVA Argentina (BYMA: BBAR; NYSE: BBAR): el resultado neto por intereses retrocedió 3,5% yoy hasta \$585.469 millones a pesar de que los préstamos y otras financiaciones sumaron 76,7% yoy hasta \$12.782 mil millones.** Ello se debió al **desplome del NIM, de 24,5% el año pasado hasta 16,7% este trimestre.** En contraste, el resultado neto por comisiones avanzó con fuerza hasta \$137.081 millones (+46,3% yoy), compensando en parte la **caída del resultado por instrumentos financieros, que se redujo a \$58.826 millones (-41,5% yoy).** La diferencia de cotización aportó \$83.620 millones (-28% yoy), la medición a valor residual cayó a \$22.611 millones (-41,5% yoy) y los denominados otros ingresos operativos sumaron cerca de \$71.288 millones. No obstante, **el cargo por incobrabilidad trepó a -\$209.957 millones (+190% yoy),** lo que redujo el ingreso operativo neto a \$663.718 millones (-17,5% yoy). Así, luego de netear los gastos de personal por \$147.208 millones (-10,9% yoy), \$145.939 millones en administrativos (+10,2% yoy) y \$24.783 millones en amortizaciones (+13,7% yoy), **el resultado operativo quedó en \$169.089 millones, reflejando un desplome de 56,4% interanual.** En este contexto, con una pérdida por posición monetaria de \$110.947 millones (+50,6% yoy) y un impuesto a las ganancias de \$23.282 millones, **el resultado neto cerró en \$38.071 millones (-70,9% yoy).** Por último, **fue el único banco con retornos positivos este trimestre, manteniendo el ROE en 4,7% y el ROA en 0,7%.**
- **Banco Supervielle (BYMA: SUPV; NYSE: SUPV): el resultado neto por intereses fue de \$153.486 millones (-15,4% yoy).** Si bien el total promedio de préstamos fue de **\$3.033.113 millones, frente a \$1.820.462 millones durante el 3Q24, el NIM retrocedió agresivamente a 10,8% (vs 24,7% del año pasado).** Llamativamente, el banco además **registró una pérdida por medición de instrumentos financieros de \$28.474 millones,** que compara con una ganancia de \$30.622 millones el año pasado. Así, los ingresos financieros netos totalizaron \$125.012 millones (-41,0% yoy). Por su parte, dado que los ingresos por servicios netos sumaron \$48.595 millones (-10% yoy), los resultados por actividades de seguros otros \$8.006 millones (+4,7% yoy), el RECPAM generó una pérdida por \$29.179 millones (vs -\$59.927 millones del 3Q24), los cargos por incobrabilidad ascendieron a \$58.316 millones (+330,2% yoy) y los gastos operativos totalizaron \$125.574 millones (-10,3% yoy), la pérdida antes del impuesto a las ganancias ascendió a \$50.274 millones (vs ganancia de \$14.110 millones en 3Q24). De esta manera, tras un crédito impositivo de \$30.949 millones, **la pérdida neta del trimestre fue de \$50.274 millones, contra la ganancia de \$11.678 millones del 3Q24.** En este caso, **Supervielle registró las peores métricas de rentabilidad, con el ROE ubicándose en -20,3% y el ROA en -3,1%.**

- **Banco Macro (BYMA: BMA; NYSE: BMA):** tuvo ingresos por intereses que totalizaron \$1.214.622 millones y egresos que alcanzaron \$528.383 millones, lo que dejó un **resultado neto por intereses de \$686.239 millones (-8% yoy)**. Al igual que en el caso de BBVA, esto respondió a una lógica de márgenes cayendo más de lo que el crecimiento en préstamos pudo compensar: **su posición de préstamos avanzó 69% yoy hasta \$10.123.605 millones, pero el margen neto de intereses cayó de 31,5% a 18,7% interanualmente**. Por su parte, los resultados netos por comisiones avanzaron 14% interanual hasta \$177.314 millones, dejando un subtotal de resultados de \$863.553 millones (+5% yoy). En adelante, **el resultado neto por instrumentos a financieros a valor residual se desplomó 86% yoy hasta \$19.530 millones**, junto con la diferencia de cotización en oro y moneda extranjera que pasó de +\$21.427 millones en el 3Q24 a -\$13.790 millones este trimestre. En este caso, **los cargos por incobrabilidad fueron por \$158.636 millones (+424% yoy)**, dejando ingresos operativos netos 29% menores interanualmente por \$779.624 millones. Tras netear gastos administrativos por \$101.620 millones (-15% yoy), beneficios al personal de \$229.888 millones (+8% yoy), depreciaciones por \$41.786 millones (+4% yoy) y otros gastos por \$241.962 millones (+29% yoy), **el resultado operativo se desplomó 69% yoy hasta \$164.368 millones**. Puesto que la pérdida por posición monetaria neta pasó a \$203.078 millones desde -\$374.053 millones del año pasado, y que el banco cerró con un crédito impositivo de \$4.963 millones, **el resultado neto del período fue una pérdida de \$33.065 millones (vs ganancia de \$120.322 millones en el 3Q24)**. Para cerrar, **los ratios de rentabilidad del trimestre anualizado se deterioraron: el ROE fue -2,6% y el ROA -0,7%**.

### **Rebota el S&P 500 ante la expectativa de que la Fed recorte la tasa de política monetaria**

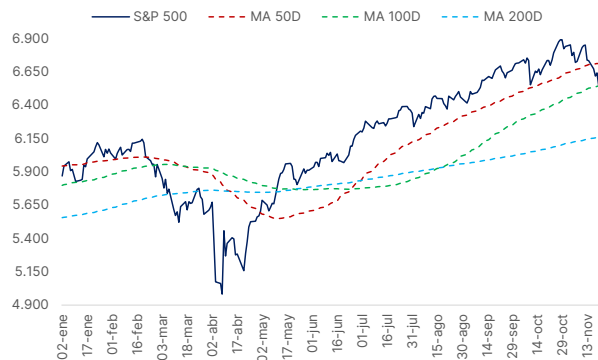
La semana pasada había cierto nerviosismo en torno a las valuaciones de las compañías vinculadas a la inteligencia artificial y el VIX -que mide la volatilidad- llegó a tocar los 27,1 puntos. Es un nivel elevado si se tiene en cuenta que, en épocas de calma, suele moverse por debajo de 20. En ese contexto, el S&P 500 perforó la media móvil de 50 días y fue a buscar la de 100. De todas formas, **esta semana el ánimo cambió y hoy la atención está puesta en el efecto positivo que podría generar la reactivación del ciclo de baja de tasas de la Fed**. No solo por lo que pueda ocurrir en diciembre, donde la probabilidad de un recorte de 25 pbs pasó de 29% el miércoles de la semana pasada a 85% ayer, sino también por la noticia de que **Kevin Hassett (asesor económico de la Casa Blanca) se perfila como reemplazo de Powell**. Los mercados de apuestas ya le asignan una probabilidad de 53%, lo que abre la puerta a recortes más agresivos el año próximo. Con este telón de fondo, **el S&P 500 mostró un rebote técnico, volvió a ubicarse por encima de la media móvil de 50 días y acumula una suba de 1,8% en lo que va de la semana**. Así, ante la mayor confianza, el VIX ya cotiza por debajo de 20 en 17,1. Puntualmente ayer, los principales índices de Wall Street finalizaron con subas. El Nasdaq avanzó 0,9%, seguido del S&P 500 y del Dow Jones que hicieron lo propio en 0,7%, cada uno.

### Expectativa de la decisión de la Fed (reunión dic. 2025)



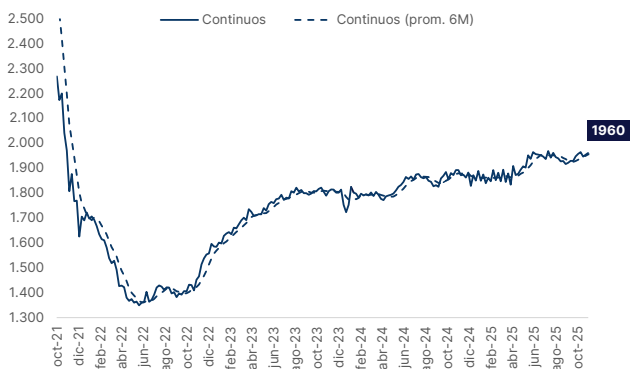
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

### Rebote técnico del S&P 500

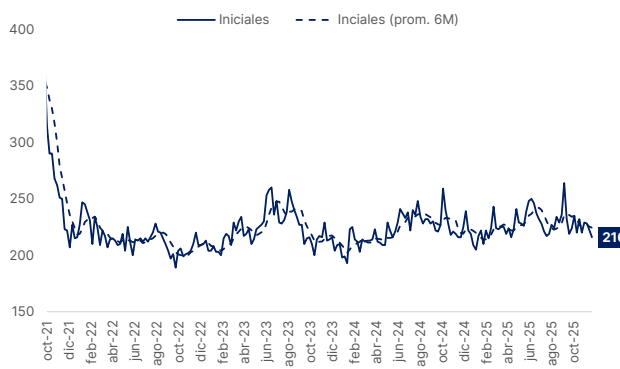


**El mercado parece estar más atento al *guidance* del FOMC y a un eventual cambio de rumbo a partir de mayo de 2026**, cuando finalice el mandato de Jerome Powell. Recordemos que luego del *job report* de septiembre el escenario base para el mercado seguía siendo que la Fed mantendría el rango de tasas sin cambios (en 3,75%–4%) hasta que habló Williams, el presidente de la Fed de Nueva York. Esto sumado a que **ayer las probabilidades prácticamente no se movieron a pesar de que los datos semanales de desempleo fueron positivos, al menos en el margen**. Las peticiones iniciales, que reflejan a las personas que solicitan el subsidio por primera vez, se situaron en 216 mil en la semana que concluyó el 22 de noviembre, por debajo de las 225 mil esperadas y de las 222 mil de la semana anterior. Por su parte, los reclamos continuos se ubicaron en 1.960 mil en la semana que finalizó el 15 de noviembre, apenas por debajo de los 1.963 mil proyectados por los analistas. Además, se revisó a la baja el dato de la semana previa, de 1.974 mil a 1.953 mil.

### Reclamos continuos por desempleo (en miles)



### Peticiones iniciales por desempleo (en miles)



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

## 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)

### **Diego Ilan Méndez, CFA**

Corporate Credit Team Leader  
[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

### **Lucas Caldi**

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

### **María Solana Cucher Fajans**

Economist  
[mcucher@portfoliopersonal.com](mailto:mcucher@portfoliopersonal.com)

### **Lautaro Casasco Herrera**

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