

2 de diciembre de 2025

Daily Mercados

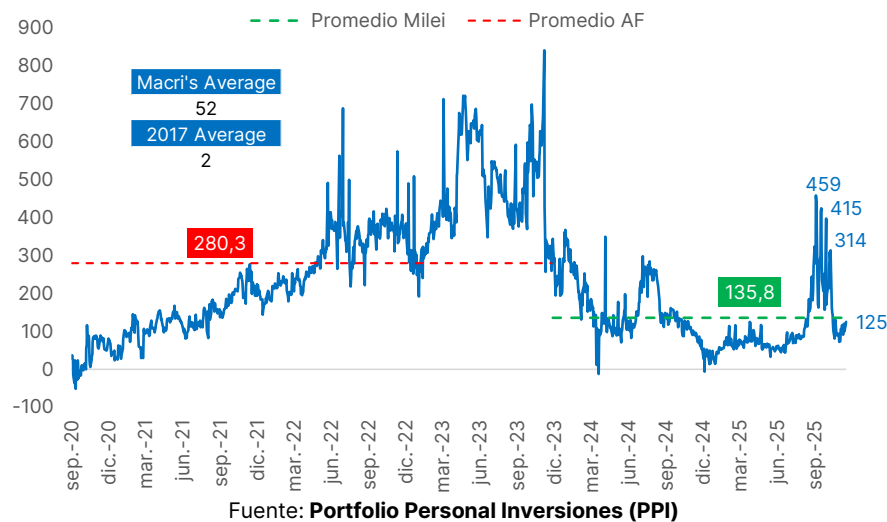
ppi

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

Los soberanos *hard dollar* comenzaron la semana con el pie izquierdo

La deuda en dólares exhibió un tono bajista ayer. Tras un lunes prácticamente sin movimiento, el martes los Globales retrocedieron en promedio 0,2%, llevando el precio promedio ponderado por outstanding a US\$73,7. Dentro de la curva ley NY, el GD30 y el GD38 cedieron 0,2%, mientras que el resto acompañó con caídas de 0,1%, a excepción del GD29, que terminó sin cambios. En contraste, los soberanos bajo ley local mostraron un ajuste algo más marcado: retrocedieron 0,7% en promedio, con el AL35 y el AE38 liderando las pérdidas con bajas de 1% cada uno. Con este comportamiento, **el spread de legislación se amplió a 125 puntos básicos, quedando apenas por debajo del promedio de la era Milei** (135,8 puntos básicos). Sin embargo, tal como venimos remarcando, el spread en los cortos es lo que más llama la atención. Ayer cerró en 302 puntos básicos en el promedio de los 29s y 30s.

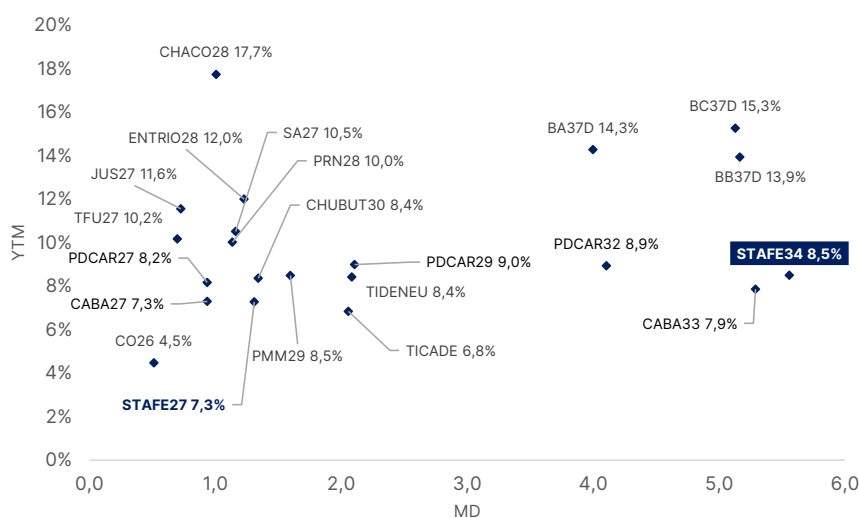
Spread legislación (TNA; puntos básicos)



Santa Fe se suma a las emisiones internacionales

Más allá del comportamiento puntual de la deuda *hard dollar* durante las últimas ruedas, **el contexto de nuevas emisiones internacionales y un riesgo país estabilizado en torno a los 648 puntos básicos, empieza a abrir el juego para que más provincias vuelvan a testear los mercados globales.** Tras la colocación de la Ciudad de Buenos Aires, ahora es Santa Fe la que se suma a la ola. **La provincia buscará captar hasta US\$1.000 millones mediante un bono internacional bajo ley Nueva York. Será un título a 9 años, lo que lo posicionaría como el subsoberano más largo en términos de duration (md. est. 5,6).** A su vez, contaría con cuatro amortizaciones anuales iguales de 25% y pagos de interés semestrales bajo base 30/360. La ventana de colocación estará abierta hasta el este jueves 4 de diciembre al mediodía. Cabe tener en cuenta que CABA logró colocar su nuevo bono a 8 años con una TEA del 8,3% (ya comprimió al 7,9%). Esto es una referencia clave para las nuevas incursiones subsoberanas. Pensamos que dado este precedente, en donde incluso la Ciudad de Buenos Aires tuvo que pagar algo de premio en la colocación para reingresar el mercado internacional de deuda, y la extensión de los plazos de pago que busca Santa Fe, la TEA podría ubicarse alrededor de 8,5%. Destacamos que la provincia tiene muy buenos ratios de liquidez y cobertura, por ser una de las provincias menos endeudada en términos relativos y de posición fiscal más sólida.

Curva de subsoberana *hard dollar* (Santa Fe – tasa indicativa)

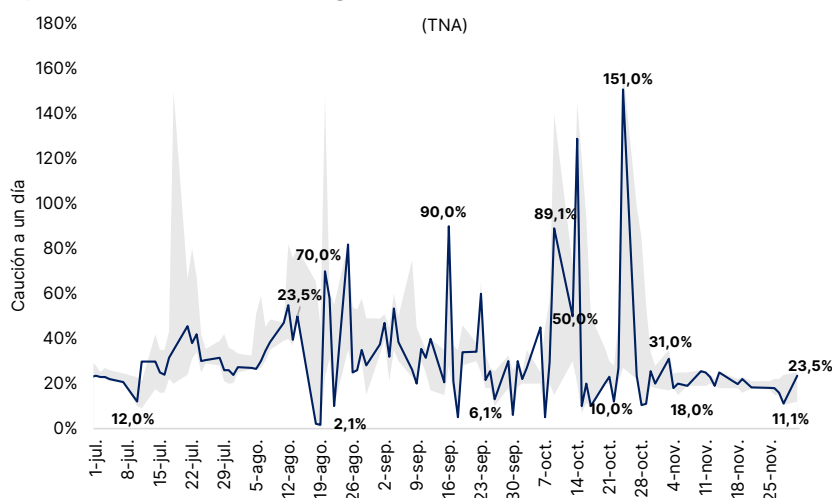


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Las tasas en pesos cedieron, mientras el TC quedó quieto

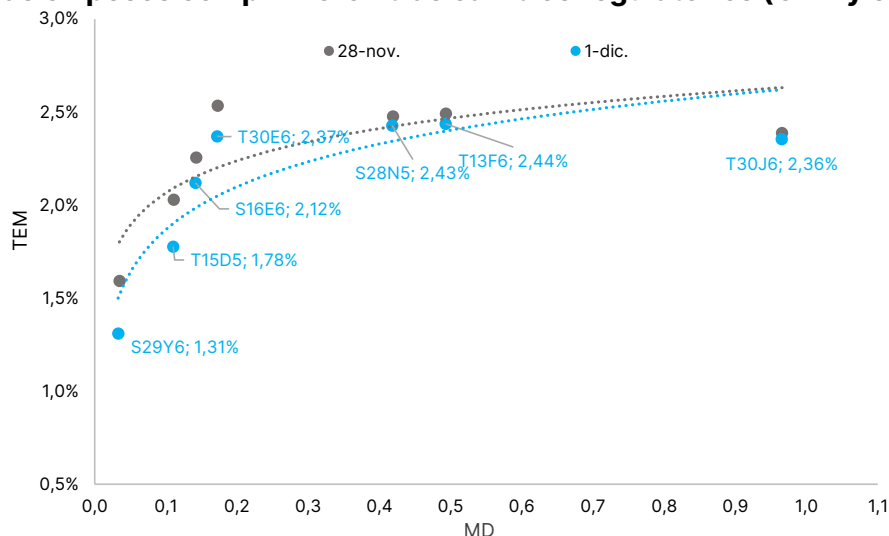
Diciembre arrancó con un dólar inmóvil, pero con un cimbronazo en las tasas en pesos. **Mientras el tipo de cambio oficial quedó congelado en \$1.451,5 (al igual que el viernes), las tasas comprimieron fuertemente (salvo la *overnight*) en respuesta a dos nuevas regulaciones que entraron en vigor: cambios en los encajes en moneda local y regulación de cartera a los FCI *Money Market*.** En detalle, **la caución operó apenas por encima del viernes: 20,5% vs. 20% TNA** en promedio, y cerró en 23,5% vs. 18% TNA. En sentido contrario, **el resto de la curva en pesos a tasa fija cedió con fuerza.** Las LECAPs terminaron con TEMs entre 1,8% y 2,4%, cayendo desde el rango 2,0%-2,5% del viernes. Un caso ilustrativo: la LECAP más corta (16/01/26) redujo su TEM de 2,23% a 1,78% tras un salto de 0,4% en su precio. Los BONCAPs se ubicaron entre 2,1% y 2,5% TEM, frente al 2,3%–2,5% previo, con la excepción del T15D5, que bajó de 1,6% a 1,3%. Consideramos prudente monitorear la evolución del tipo de cambio en este nuevo escenario de tasas cortas más bajas, ya claramente negativas en términos reales.

Tras la implementación de la regulación a MM, la caución subió en el margen



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

Las tasas en pesos comprimieron tras cambios regulatorios (CNV y encajes)



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

¿Qué estuvo detrás de estos movimientos? Para encontrar una explicación hay que ir unos días atrás a la emisión de dos regulaciones clave:

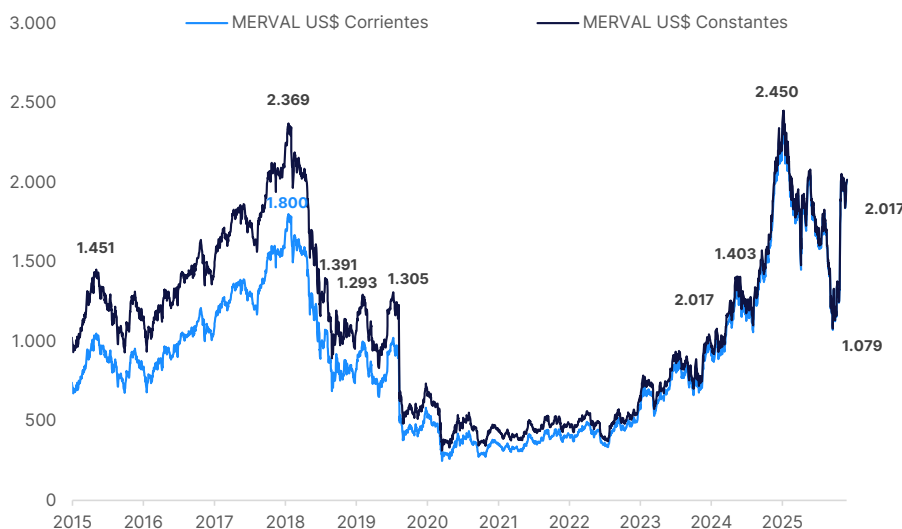
- **Nuevo límite de cauciones para los Money Market.** Desde ayer, los FCI *Money Market* ya no pueden destinar más del **20% de su patrimonio** a inversiones en caución ([link](#) a la normativa). A inicios de noviembre (7/11), ese ratio era **26%** según la CAFCI, por lo que el desarme de esos seis puntos porcentuales debía ir a algún lado: y fue tanto la parte corte de la curva en pesos como a depósitos a la vista remunerados, presionando los rendimientos a la baja. Así como comprimieron los rendimientos de la curva en pesos, la **tasas de las "remu" se desplomaron desde 18-19% TNA una semana atrás (e incluso 15% TNA el viernes) hasta apenas 10% TNA ayer.**
- **Cambios en la normativa de encajes bancarios.** Ayer también entró en vigor la [comunicación A8355](#) del BCRA, que redujo en 3,5 p.p. el efectivo mínimo de los depósitos a la vista (remunerados y no remunerados) y de la caución tomadora, a la vez que incrementó en la misma magnitud los encajes integrables en títulos públicos. Con este esquema, estimamos que los bancos liberaron alrededor de **\$1,95 billones** de sus cuentas corrientes en el BCRA ayer, ampliando la liquidez del sistema y empujando las tasas a la baja.

También en la rueda de ayer, las reservas brutas aumentaron US\$1.462 millones (US\$1.420 millones netos de efectos de valuación) para cerrar en US\$41.776 millones. Sin embargo, **este salto debe leerse junto con la dinámica del viernes, cuando las reservas habían caído US\$1.645 millones** (o US\$1.769,5 millones contemplando los cambios en oro, DEGs y yuan). El patrón responde a un efecto estacional: **cada primer día hábil del mes suben los encajes en dólares, que se ajustan fuertemente a la baja el último día del mes. Aun así, había un elemento que podía contrarrestar la suba del lunes: el pago del BOPREAL Serie 3, por US\$1.022 millones entre la primera amortización de las tres e intereses.** Aguardamos los datos monetarios a publicarse mañana para determinar el impacto sobre las reservas netas.

El Merval arrancó diciembre con el pie derecho

El Merval subió 1,3% hasta US\$2.017. Así, después de 10 ruedas, el índice volvió a superar la barrera de los US\$2.000. Un dato relevante es que esto ocurrió en un contexto adverso para los mercados internacionales, donde el Dow Jones, el S&P 500 y el Nasdaq Composite retrocedieron 0,9%, 0,5% y 0,4%, respectivamente. En emergentes, el ETF EWZ cayó 0,7% y el EEM se mantuvo prácticamente sin cambios.

Entre las acciones del panel líder, los verdes superaron a los rojos. El podio ganador lo integraron TRAN (+5,1%), CEPU (+4,8%) y EDN (+3,8%), mientras que CRES (-2,5%), YPF (-0,7%) e IRSA (-0,6%) quedaron al fondo de la tabla. **Ampliando el panorama hacia el exterior, la dinámica fue similar en Wall Street para los ADRs locales.** Los de mejor performance fueron CEPU (+3,1%), CAAP (+3,0%) y GLOB (+1,6%), al tiempo que BLOX (-4,7%), CRESY (-3,3%) e IRS (-2,0%) mostraron las mayores bajas.

El Merval sigue avanzando a paso firme

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

Entre las noticias corporativas, **Vista Energy vuelve a tantear el mercado de crédito internacional.** La petrolera ofrece ONs adicionales para su ya emitida Clase XXIX (ticker local VSCVO) a 2033. La licitación será por precio, con cupón fijo de 8,5%, y se llevará a cabo el miércoles.

Por otro lado, [según una publicación de Horacio Marín en su cuenta de X](#), Southern Energy y Securing Energy for Europe (SEFE) cerraron un acuerdo que marca un hito para el proyecto **Argentina LNG**. En tanto, prevén vender 2 millones de toneladas anuales de GNL durante 8 años, con un ingreso estimado de US\$7.000 millones.

En paralelo, Adecoagro presentó una oferta vinculante para quedarse con el 50% de Profertil que aún está en manos de YPF, después de haber acordado la compra de la parte de Nutrien. Con esta venta, pasaría a controlar cerca del 90% de la compañía, uno de los principales productores de fertilizantes nitrogenados del país.

Por último, **Tecpetrol oficializó la transferencia a Crown Point de sus participaciones en las áreas convencionales El Tordillo, La Tapera y Puesto Quiroga, además de los gasoductos y oleoductos asociados, y de un 4,2% en Terminales Marítimas Patagónicas.** Es un movimiento

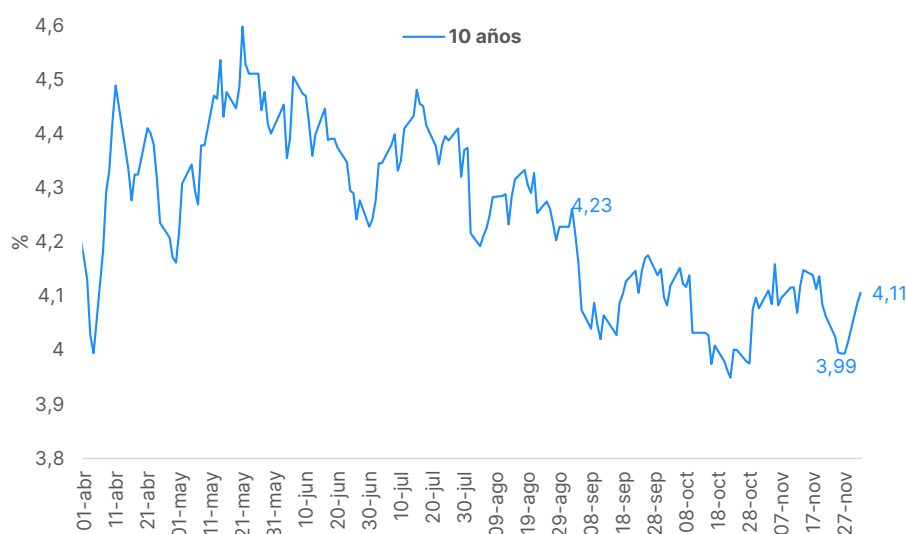
que ya se había anticipado a mitad de año, pero que ahora quedó perfeccionado con el cumplimiento de las condiciones contractuales y marca la salida definitiva de la compañía de ese paquete de activos en el Golfo San Jorge.

¿Qué hay detrás del movimiento en el rendimiento de los *Treasuries*?

Ayer la tasa a 10 años de los bonos del Tesoro estadounidense subió 7 pbs y hoy avanza otros 3 pbs, ubicándose en torno a 4,11%, cuando la semana pasada llegó a operar por debajo de 4%. En un principio parecía que el *selloff* respondía a la confirmación tácita de que Kevin Hassett, director del *National Economic Council* y principal asesor económico de la Casa Blanca, sería el reemplazo de Powell a partir de mayo del año que viene. Sin embargo, **en Japón la 10Y de los JGBs trepó 6 pbs y la 2Y otros 4 pbs, alcanzando niveles no vistos desde 2008.** Esto se dio en un contexto en el cual el gobernador del Banco de Japón, Kazuo Ueda, declaró que el Board discutirá seriamente una suba en la tasa de política monetaria en la próxima reunión del 19 de diciembre. Así, la probabilidad implícita en el mercado de swaps pasó de 58% el viernes pasado a 81% hoy.

Recordemos que cada vez que aparece un evento de este tipo en Japón termina impactando en las estrategias de *carry trade* global. Estas se apalancan en las tasas históricamente bajas de la economía japonesa para posicionarse en instrumentos con mayor rendimiento, como los *Treasuries* o los bonos de países emergentes. Ayer, por ejemplo, el EMB ETF retrocedió 0,7%. Algo similar ocurrió en los activos de riesgo, donde el Dow Jones, el S&P 500 y el Nasdaq cayeron 0,9%, 0,5% y 0,4%, respectivamente.

Evolución del rendimiento de la tasa a 10 años de los *Treasuries*



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

Por otro lado, **el Board de la Fed está más dividido que nunca**, con la inflación todavía por encima del *target* y algunas alertas encendiéndose en el mercado laboral. De hecho, **ayer conocimos datos de actividad que no fueron del todo buenos**, pero terminó pesando más lo de Hassett y lo de Ueda. El ISM industrial de noviembre se ubicó en zona de contracción, en 48,2, por debajo del 49 esperado y del 48,7 anterior. Además, el subíndice de empleo cayó de 46 en octubre a 44. Por su parte, la lectura final del PMI de noviembre para el mismo sector concluyó en 52,2, levemente por encima de la estimación previa (51,9).

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.