

5 de diciembre de 2025

Daily Mercados

ppi

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

El Tesoro toma impulso y vuelve a testear el mercado internacional

El MECON anunció una nueva licitación para el miércoles 10 de diciembre, **en la que colocará un bono en dólares ley Argentina con vencimiento el 30 de noviembre de 2029**. La emisión pagará un cupón del 6,5% TNA con pagos semestrales y contará con una estructura *bullet*, por lo que el capital se cancelará íntegramente al vencimiento en la próxima gestión. El MECON subrayó que la operación busca refinanciar parcialmente los vencimientos de capital de enero del AL29 y AL30 (US\$1.187,5 millones) sin interferir con el proceso de fortalecimiento del balance del Banco Central.

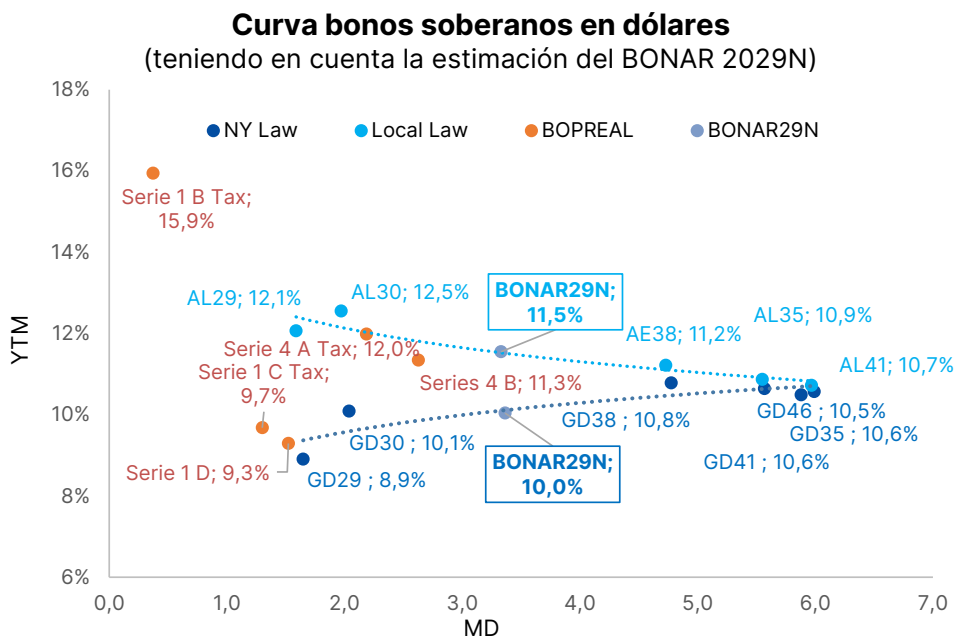
¿Cuál es nuestra opinión? El anuncio nos tomó un poco por sorpresa. En primer lugar, por el *timing*: **esperábamos que la salida a los mercados internacionales se postergara hasta completar diciembre**. Bajo nuestro escenario base, no vemos riesgos significativos para la acumulación de reservas que pongan en duda el pago de enero de 2026. En consecuencia, es razonable pensar que el riesgo país podría retomar una trayectoria descendente y quebrar la actual lateralización en torno a 640/650 pbs, **lo que habría habilitado una refinanciación a tasas más bajas**. Por otro lado, **llama la atención que la estrategia oficial apueste por una *duration* relativamente corta** (md estimada en 3,36). Desde nuestra óptica, **lo más lógico era que las próximas incursiones en moneda dura apuntaran al tramo largo de la curva esperando a que este tramo opere en rendimientos de un dígito**.

En este contexto, **estimar el *pricing* se vuelve un ejercicio complejo**. Si bien se trata de un soberano bajo ley local, entendemos que el Tesoro apunta a fijar el precio de la nueva emisión sobre la curva soberana ley Nueva York. **Para alcanzar una TIR del 10% en esa *duration* específica, el bono debería colocarse por debajo de la par, en torno a US\$89,5 (VN 100)**. Ese nivel implica una Modified Duration (MD) de 3,36, ubicándolo en el centro de la curva soberana, un punto de *duration* que todavía no fue testado por el mercado.

Lo cierto es que **las referencias de tasa para ese vencimiento son escasas**. En rigor, bajo las condiciones actuales, si el bono fijara precio sobre la curva ley local, la tasa sería consistente con una TIR cercana al 11,5%. Sin embargo, **no descartamos algún tipo de gran (e inesperado) inversor ancla internacional**. Por otra parte, aquellos inversores que quedaron con dólares atrapados tras el endurecimiento de los controles de capital antes de las elecciones podrían ver en este instrumento una puerta de salida o una nueva oportunidad de arbitraje (en torno al 2,7% dada la brecha cambiaria actual). Otra de las hipótesis podría girar en torno a que esto podría tratarse de una emisión necesaria para obtener títulos que luego se usarían en una potencial operación de repo contra bancos privados internacionales. Por último, si bien lo vemos menos probable, no descartamos que haya algún jugador de Sector Público involucrado en la operación.

Respecto a los montos a colocar, una alternativa para el Tesoro sería apuntar a refinanciar los vencimientos de deuda de enero. Si nos centramos únicamente en los Bonares (Ley Local), estamos hablando de US\$1.187 millones en concepto de capital. Si se incluyen todas las series de bonos Global (Ley Extranjera), la cifra asciende a US\$2.695 millones en capital. El pago total (con los intereses) para ese período se acerca a los US\$4.200 millones, de los cuales se puede asumir razonablemente que aproximadamente el 80% está en manos de inversores privados.

De acá al martes 10, cuando cierra la licitación, será clave seguir de cerca el movimiento del tramo corto de la curva para medir la reacción del mercado y afinar los escenarios de *pricing*.



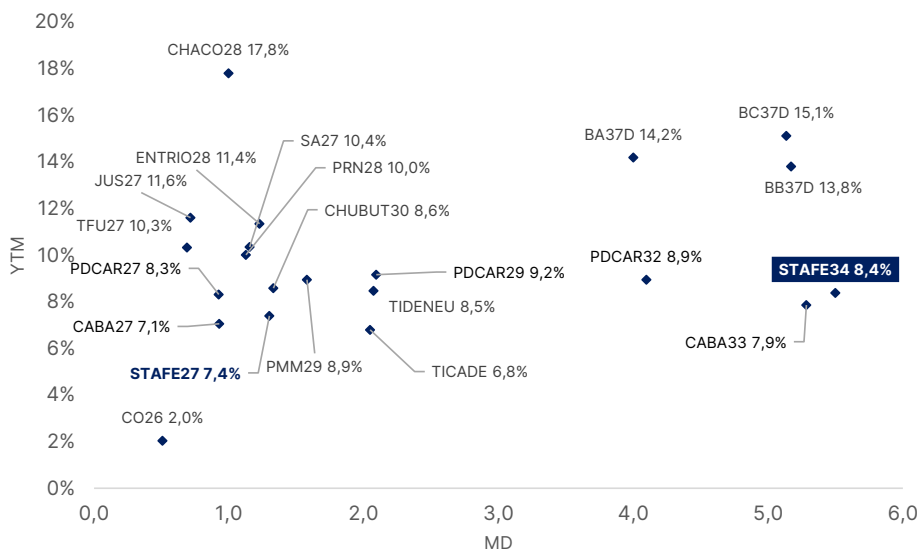
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Santa Fe tuvo una gran performance en su colocación

La provincia adjudicó US\$800 millones a una tasa del 8,375% TIR a 9 años. Este rendimiento se ubica apenas por encima del de la reciente colocación internacional de CABA. El resultado confirma la robustez fiscal santafesina: del tope de US\$1.000 millones buscados, consiguió captar la mayor parte y recibió ofertas por US\$1.800 millones. Mucho más que lo buscado.

La provincia muestra ratios de liquidez y cobertura muy favorables: es una de las menos endeudadas en términos relativos y cuenta con una posición fiscal especialmente robusta. En cuanto a vencimientos, solo enfrenta US\$94,8 millones de su bono 2027 en los próximos doce meses. Teniendo en cuenta la colocación, la provincia dispondría de aproximadamente US\$1.224 millones de caja, cubriendo ampliamente los US\$134 millones de compromisos previstos para los próximos 12 meses. Este panorama se traduce en un *cash coverage ratio* de 7,67x, el más alto entre las provincias, lo que evidencia una estructura financiera muy holgada para enfrentar sus pagos sin tensiones. Con este dinamismo sobre la mesa, **el mercado ya especula sobre las próximas jurisdicciones que podrían avanzar hacia una reapertura internacional.** Desde nuestra óptica, **Neuquén y Entre Ríos aparecen como candidatos naturales a seguir.**

Curva de sub-soberana *hard dollar*



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

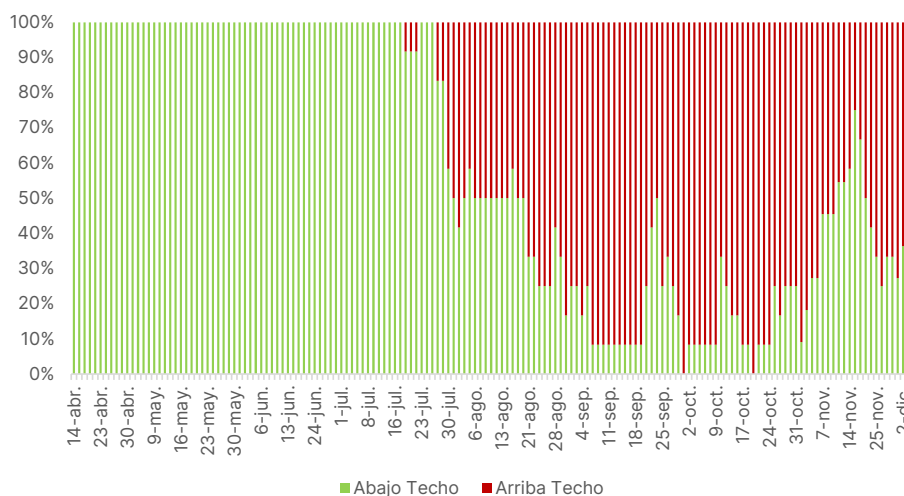
El dólar cede pero las bandas, en términos reales, también

Tras varios días cómodo alrededor de los \$1.450 (y un cierre de \$1.453 el miércoles), ayer el spot retrocedió \$9 (-0,6%) hasta \$1.444. Con este movimiento, quedó 4,6% por debajo de la banda superior (\$1.513), marcando la mayor distancia en siete ruedas.

En simultáneo, los futuros de dólar volvieron a ajustarse a la baja, aunque esta vez con menor intensidad que el spot (lo contrario a lo observado en las dos ruedas previas), promediando una corrección del 0,4%. Este comportamiento, sumado a una contracción del interés abierto de US\$28 millones (después de dos días de fuertes incrementos), sugiere que el BCRA no habría intervenido ayer. De hecho, tras siete ruedas consecutivas de compresiones diarias en los futuros, en los que se incluyen dos con posible participación oficial, cinco de los doce contratos (hasta abril-26) ya operan por debajo de la banda superior. Siete ruedas atrás, solo lo hacían tres.

Cinco de los doce contratos operan por debajo de la banda superior

% Ajustes Arriba/Abajo Techo



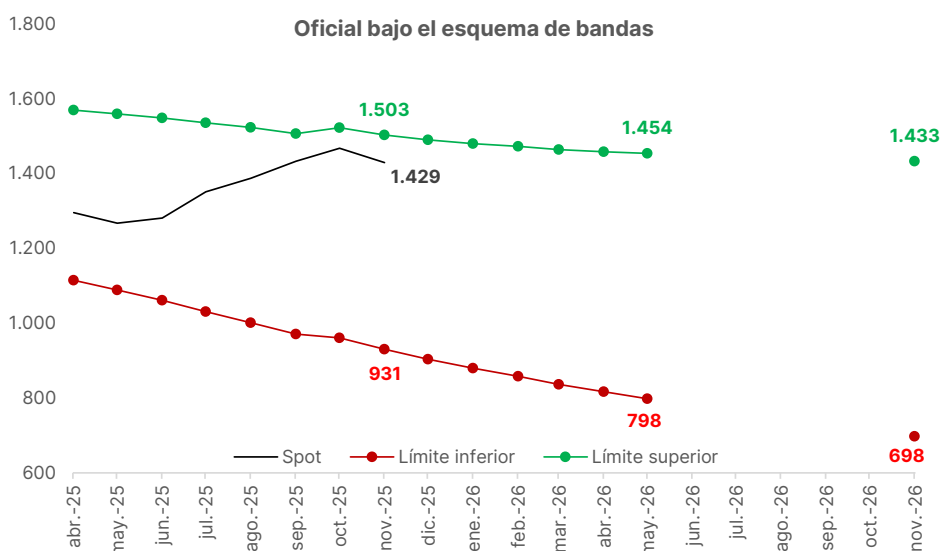
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Más allá de la estabilidad reciente del tipo de cambio y de la compresión de los futuros, no hay que perder de vista que todo este proceso es nominal. La banda cambiaria sigue deslizándose al 1% mensual, pero la inflación esperada es superior. Al recalibrar el esquema con las nuevas proyecciones del REM de noviembre las bandas en términos reales se achican.

El REM, el segundo después de unas elecciones de medio término muy favorables al oficialismo, **mostró un ajuste al alza de la inflación esperada a lo largo de toda la curva**. Relevado entre el 26 y el 28 de noviembre, ya conocía la aceleración del IPC de octubre (a 2,3%). **Tanto la mediana de la encuesta como el top 10 de analistas prevén una inflación de 2,3% en noviembre y 2,1% en diciembre**. Hacia 2026, proyectan que el IPC no quebrará el 1,5% antes de junio 2026.

Bajo las nuevas proyecciones del REM, el techo de la banda para mayo de 2026 sería de \$1.454 en pesos de hoy, un 3,3% por debajo en términos reales del valor estimado para noviembre. **A doce meses vista (noviembre 2026), la banda superior se contraería 4,6% interanual en términos reales**. En consecuencia, para que el tipo de cambio se mantenga dentro de las bandas, necesariamente debe continuar ajustándose a la baja en términos reales (apreciación).

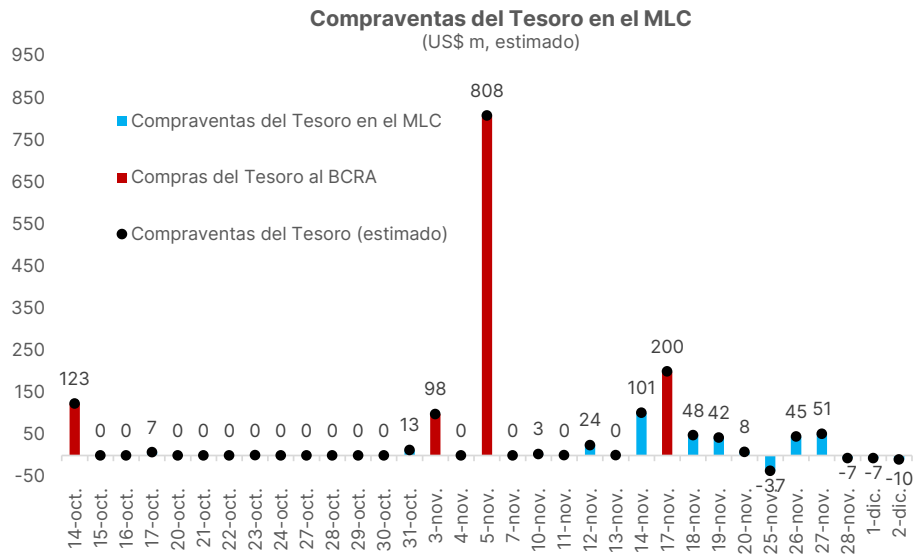
Las bandas cambiarias se contraen en términos reales



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

Ahora bien, vale un comentario respecto al mercado cambiario de las últimas ruedas: **los últimos datos monetarios (última rueda de noviembre y primeras dos de diciembre) sugieren que el Tesoro estuvo vendiendo dólares en el mercado, aunque en magnitudes acotadas**. Al depurar el impacto de la liquidación de la licitación del viernes y del pago del BONTE30 del lunes, **estimamos ventas netas por unos US\$23 millones en esos tres días**.

El Tesoro habría vendido dólares en el MLC



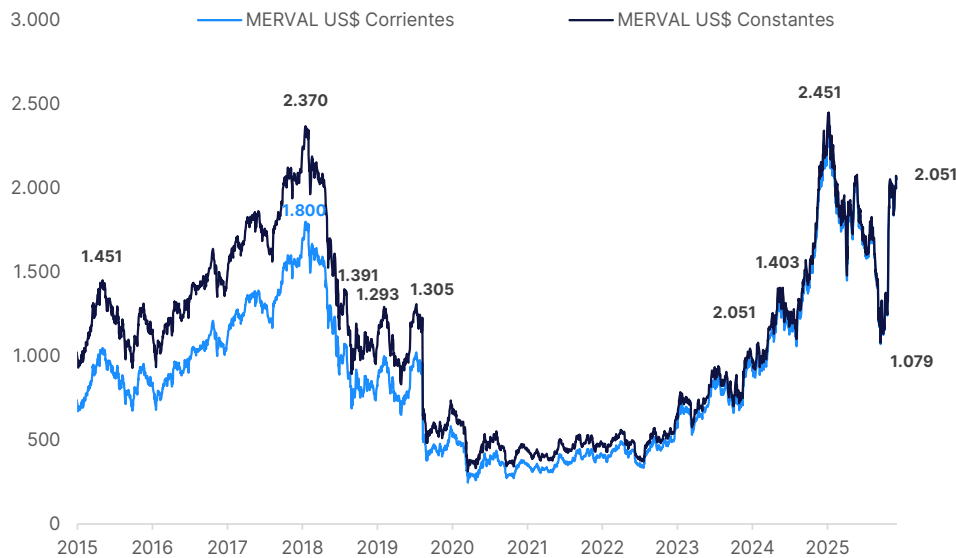
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Dos adelante, una atrás

El Merval cayó 1,1% hasta US\$2.051. Así, tras intercalar subas y bajas desde el lunes, llega al viernes con una ganancia semanal de 3,0% y mantiene una lateralización en torno a los US\$2.000 después de haber recuperado ese nivel. En el exterior tampoco hubo una señal clara: el Nasdaq Composite avanzó 0,2%, mientras que el S&P 500 y el Dow Jones retrocedieron 0,1% cada uno. En emergentes, el ETF EWZ subió 1,4% y el EEM bajó 0,1%.

Dentro del panel líder, solo TRAN (+4,0%) y BMA (+2,3%) lograron cerrar en terreno positivo. Las más golpeadas fueron EDN (-3,7%), GGAL (-2,8%) y COME (-2,6%). **En Wall Street, entre los ADRs argentinos, únicamente GLOB (+1,5%) y MELI (+1,0%) esquivaron las bajas.** Al fondo quedaron EDN (-6,2%), CEPU (-4,1%) y VIST (-3,5%).

El Merval lateraliza en torno a US\$2.000



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

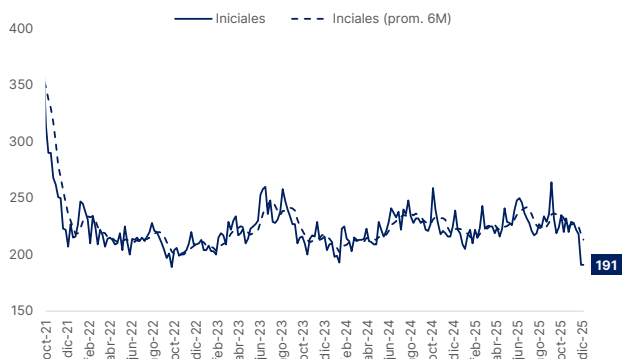
En el frente corporativo, según medios especializados, **Argentina podría concretar en los próximos años una exportación masiva de crudo a Chile, tras un posible acuerdo histórico entre ENAP y productoras como YPF, Vista Energy, Shell Argentina y Equinor.** El contrato tendría un importe proyectado de unos US\$12.000 millones hasta 2033 y permitiría abastecer alrededor del 35% de la demanda anual de ENAP con crudo de Vaca Muerta.

Por otro lado, en GNL, **se confirmó que Shell no seguirá en la fase inicial del proyecto Argentina LNG.** Era uno de los posibles socios para escalar la capacidad de licuefacción, pero decidió correrse y evaluar alternativas más adelante. Aun así, YPF mantiene el plan junto a ENI y ADNOC, con un módulo base de unas 12 millones de toneladas anuales y la intención de expandirlo a 18 millones en una segunda etapa.

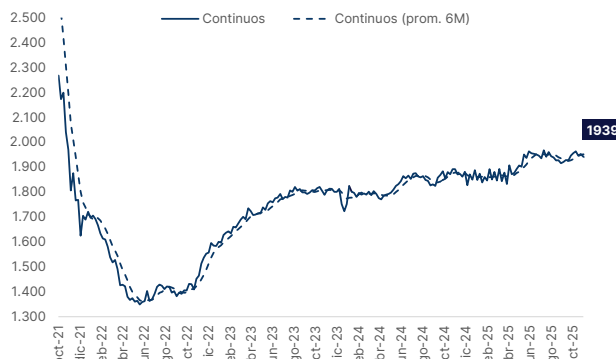
Algunas señales positivas en torno al mercado laboral

Hace tiempo que venimos hablando del enfriamiento del mercado laboral en nuestros Dailys. La tasa de desempleo viene subiendo de a poco, el ritmo de nuevas contrataciones se desaceleró y las encuestas a consumidores muestran que la percepción del mercado laboral empeoró. Ahora bien, todavía no está del todo claro cuán serio es el deterioro. **Ayer se publicó el dato de reclamos iniciales por subsidios de desempleo y marcó 191 mil solicitudes, el nivel más bajo desde octubre de 2021.** Incluso, por debajo de las 220 mil esperadas y de las 218 mil de la semana anterior. A su vez, los reclamos continuos se situaron en 1.939 mil en la semana que concluyó el 22 de noviembre, por debajo de los 1.963 mil que se esperaban y del 1.943 mil del registro previo.

Reclamos iniciales por desempleo
(en miles)



Reclamos continuos por desempleo
(en miles)



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

Además, el relevamiento de **Challenger** mostró que los anuncios de recortes de empleo en noviembre subieron 23,5% interanual. Ese salto parece grande, pero fue mucho menor al que esperaban los economistas (48%) y representa una mejora importante frente al incremento de 175,3% que vimos en octubre. Con una inflación que aún corre por encima del 2%, el argumento a favor de recortar la tasa es que la Fed debería adelantarse a un deterioro brusco del empleo, ya que existe el riesgo de un aumento no lineal del desempleo. Además, si bien es cierto que la tendencia general sigue perdiendo fuerza, la evidencia de una verdadera ola de despidos (más allá de algunos titulares) todavía es ambigua.

En contexto, los principales índices de Wall Street terminaron el jueves con movimientos mixtos. Por un lado, el Nasdaq Composite cerró positivo (+0,2%) junto con el S&P 500 (+0,1%), mientras que el Dow Jones cayó 0,1%. Por su lado, los rendimientos de los **Treasuries** subieron a lo largo

de la curva. La tasa a 10 años avanzó 5 pbs hasta 4,11%, mientras que la tasa a 2 años hizo lo propio en 4 pbs hasta 3,53%. De esta manera, el *spread* entre ambos tramos terminó en 57 pbs.

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.