

9 de diciembre de 2025

# Perspectivas de la semana

ppi

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

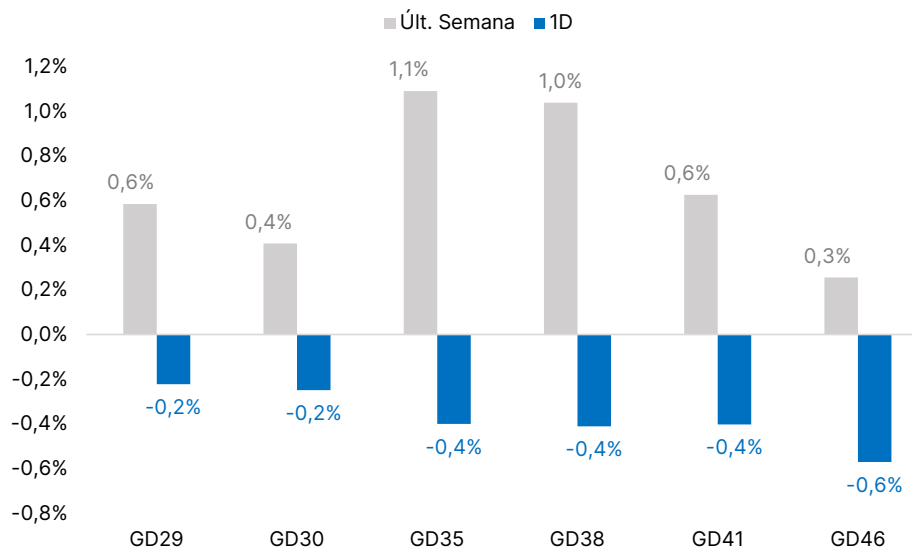
## El Tesoro vuelve a testear el apetito internacional

La semana estuvo marcada por la actividad en los mercados internacionales. Tras la sólida performance de Santa Fe, que colocó US\$800 millones al 8,375% de TIR a 9 años, el Tesoro decidió avanzar en la misma dirección. El MECON anunció el viernes que mañana licitará el nuevo BONAR29N, un bono en dólares ley argentina con vencimiento al 30 de noviembre de 2029. El instrumento pagará cupón del 6,5% TNA, tendrá pagos semestrales y una estructura bullet, por lo que el capital se devolverá íntegramente al final de la próxima gestión.

Como mencionamos en [el Daily del viernes](#), sabemos que el pricing del bono es una tarea que va más allá de estimar cuánto debería rendir por curva. Aun así, como referencia, cabe destacar que, dada la curva local para una modified duration de 3,3, la YTM del bono debería rondar el 11,5%, mientras que la referencia de la curva Ley NY arrojaría un valor cercano al 10%. Incluso dados estos niveles y considerando las últimas novedades, creemos que el Tesoro apunta a una TIR incluso por debajo de esta última referencia. De hecho, Caputo mencionó esta mañana que el objetivo es colocar por debajo del 9%, un monto de US\$1.000.

En paralelo, la curva soberana *hard dollar* mostró una reacción moderada pero positiva ante los anuncios de salida al mercado internacional por parte del soberano. El viernes, los Bonares cortos avanzaron entre 0,5% y 1,2%, mientras que el resto de la curva subió 0,3% y 0,4%. Los Globales también acompañaron con incrementos entre 0,3% y 0,5%. Este movimiento, sumado a una semana relativamente estable, dejó a ambos segmentos con variaciones semanales en terreno positivo. Sin embargo, el inicio de esta semana fue menos auspicioso. Pese al feriado local por el Día de la Virgen, las curvas retrocedieron alrededor de 0,4% en Wall Street.

### Retorno total de los Globales



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

Por otro lado, el foco local también estará puesto en la última licitación de pesos del año, que llega con vencimientos desafiantes. Los compromisos ascienden a unos \$40,3 billones, concentrados en el CER TZXD5 y el BONCAP T15D5. Mientras tanto, las curvas en pesos transitaron una semana de marcada compresión de rendimientos. Las LECAPs operan con TEMs entre 1,9% y 2,3%, y los BONCAPs lo hacen en la zona de 1,6% a 2,4%, reflejando el ajuste generalizado en todas las clases de instrumentos. En esta sintonía, la tasa TAMAR cerró el viernes en 26,6% TNA. Es decir, marcó un mínimo histórico en la serie.

**Clave:** esta semana habrá que monitorear el mercado primario. Sin lugar a duda, la principal novedad proviene del segmento de renta fija en dólares. En la antesala de la emisión del flamante BONAR29N, el Tesoro avanzó en un cambio regulatorio que podría incentivar la demanda. Las aseguradoras ahora podrán apalancarse tomando caución en dólares siempre y cuando el monto se coloque en licitaciones primarias de Títulos Públicos soberanos denominados en moneda extranjera. En lo que respecta a los pesos, considerando que los depósitos del Tesoro en el BCRA se ubican en \$3,4 billones al miércoles 3/12, un canje intrasector público luce probable dada la magnitud de las obligaciones. En esta línea, si consideramos únicamente los vencimientos en manos privadas, el monto se reduce a \$13,8 billones, una cifra significativamente más manejable.

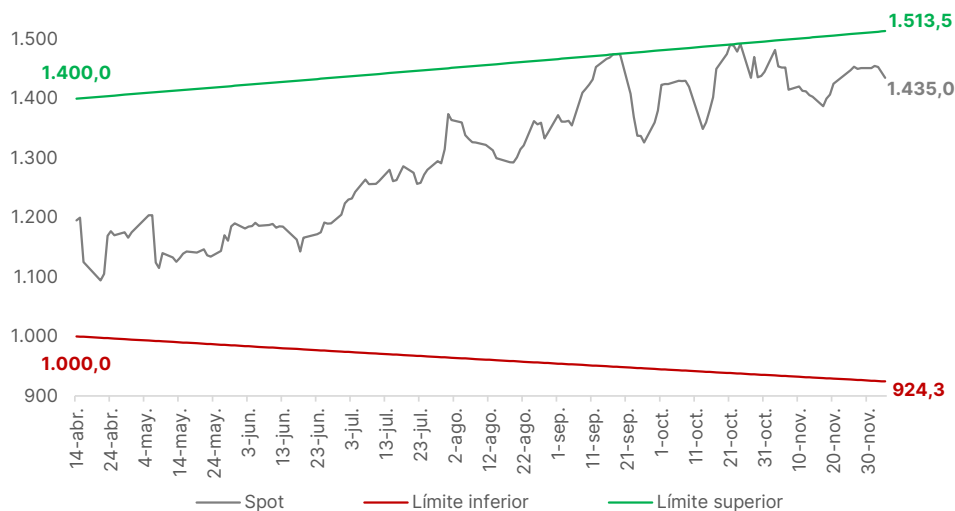
**TC a la baja pero con el Tesoro del lado de la oferta**

La decisión del Gobierno de volver a emitir deuda (con un [bono en dólares, ley local, al 30/11/2029](#)), tuvo un correlato favorable en el tipo de cambio oficial. El spot cayó 0,6% hasta \$1.435, ubicándose 5,2% por debajo del techo de la banda (\$1.513,5). Este retroceso no fue aislado: siguió a otra compresión del 0,6% el jueves y a movimientos marginales entre lunes y miércoles (+0,1%), período durante el cual el Tesoro también habría intervenido en el mercado. En conjunto, el spot acumuló una baja de 1,1% en la semana.

Haciendo doble clic en las intervenciones del Tesoro, como anticipamos en nuestro [Daily del viernes](#), Florencia Donovan confirmó que habría vendido US\$31 millones netos entre lunes y miércoles. Sin embargo, los datos monetarios muestran que el miércoles no hubo variaciones en los depósitos en moneda local ni extranjera, lo que implica que las ventas se concentraron entre lunes y martes, días en que el tipo de cambio se mantuvo estable y luego subió 0,2%.

**El dólar bajó tras la noticia del regreso a los mercados de deuda**

Oficial bajo el esquema de bandas

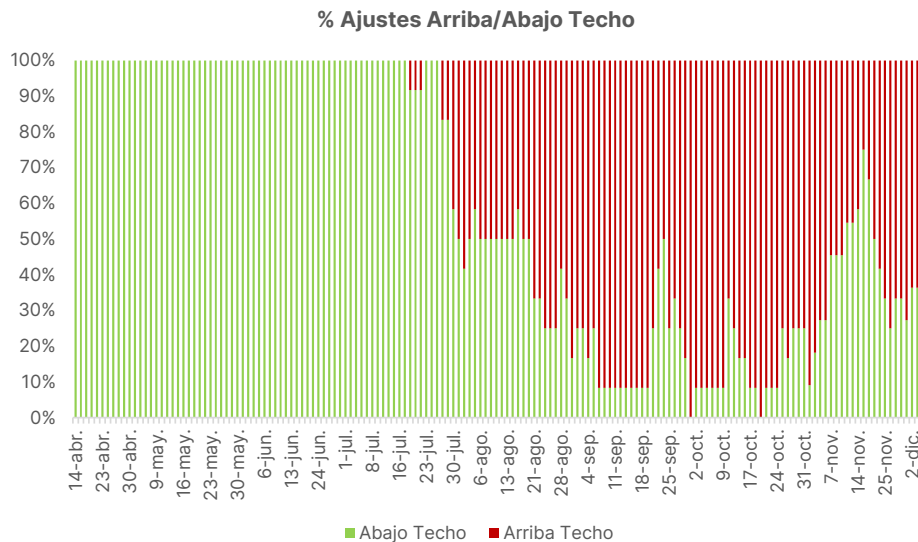


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En el mercado de futuros, tras señales tempranas de posible intervención a comienzos de la semana, el viernes lució como una rueda sin participación oficial. El interés abierto apenas subió US\$15 millones, muy por debajo de los saltos de US\$134 millones del martes y US\$56 millones del miércoles. Los ajustes volvieron a bajar entre 0,7% y 1,0%, sumando ocho ruedas consecutivas

de recortes. Con este movimiento, toda la curva hasta mayo-26 ya opera dentro de las bandas, es decir, seis de los doce contratos, frente a los apenas tres que lo hacían ocho ruedas atrás.

## Seis de los doce contratos de futuros se ubican por debajo del techo cambiario



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

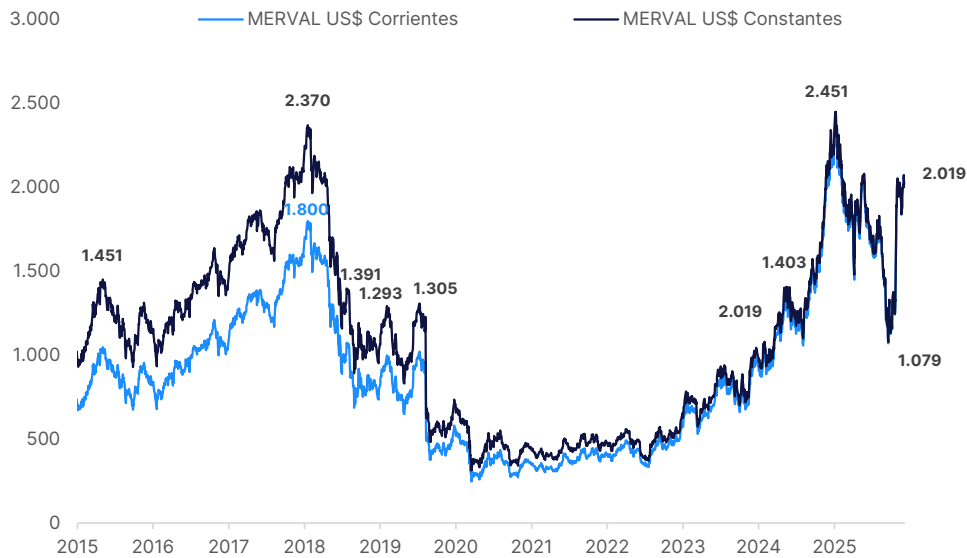
**Clave: el equilibrio cambiario que mostró diciembre la primera semana de diciembre (con dólar a la baja) habría sido, en el neto, con un Tesoro en el lado de la oferta y no demanda. Esto no es del todo alentador ya que ocurre en un mes que tiene todo dado para que se ubique desde el lado comprador: mayor demanda estacional de pesos (aguinaldos, fiestas y vacaciones), potencial flujo de divisas del trigo dada la cosecha récord de esta campaña y un calendario sin grandes vencimientos con organismos internacionales. Seguiremos de cerca si esta dinámica se mantiene o si cambia de dirección, una señal que el mercado busca para profundizar la compresión del riesgo país, que cerró ayer en 633 puntos básicos.**

### El Merval empezó bien el último mes del año

A pesar de haber perdido fuerza sobre el final de la semana, con caídas de 1,1% el jueves y 1,6% el viernes, el Merval cerró con una suba semanal de 1,4% hasta US\$2.019. Un punto clave es que logró mantenerse arriba de la barrera de US\$2.000 y viene lateralizando en esa zona. Parte de la recuperación respondió al mejor clima en Wall Street, donde el Nasdaq Composite, el Dow Jones y el S&P 500 avanzaron 0,9%, 0,6% y 0,3% en la semana. En Brasil, el panorama fue algo más complejo porque el mercado castigó a las acciones tras la señal política que dio Jair Bolsonaro impulsando a su hijo como posible candidato presidencial. El EWZ cayó 3,2%. En cambio, el EEM cerró con un avance semanal de 0,8%.

Retomando a los movimientos del viernes, las únicas acciones que lograron cerrar en terreno positivo fueron TRAN (+3,7%), TGNO4 (+1,3%) y BYMA (+0,6%). No obstante, las más afectadas fueron EDN (-4,3%), SUPV (-4,2%) y TXAR (-3,0%). Por otro lado, en el exterior, dado a que ayer fue un feriado local, los ADRs argentinos tuvieron operaciones. El panorama no fue muy alentador, ya que los rojos superaron a los verdes. Por un lado, TGS (+1,1%), MELI (+1,1%), YPF (+0,4%) y PAM (+0,2%) fueron las únicas positivas, mientras que, en el frente opuesto, SUPV (-3,8%), GLOB (-3,0%) y TEO (-1,8%) cerraron al fondo de la tabla.

**El Merval se mantiene en torno a US\$2.000**



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

**Clave:** de cara a la semana que comienza hoy para la mayoría de los argentinos, el foco estará en cómo evoluciona el índice y qué señales deja para el cierre del año, ya que todavía opera 5,5% por debajo del nivel de fines de 2024. La semana pasada mostró bastante volatilidad, con subas y bajas intercaladas, aunque logró afirmarse nuevamente en torno a los US\$2.000. El mejor clima en Estados Unidos y las noticias positivas en el plano local, con compañías, provincias y el Gobierno accediendo a financiamiento, aportaron confianza. Con este telón de fondo, algo de calma en Wall Street podría seguir ayudando al Merval. Por último, los ADRs cerraron mayormente a la baja ayer, por lo que será clave ver si ese movimiento se traslada al mercado local o si el índice logra arrancar la semana con firmeza.

**Luz verde para que Nvidia exporte el chip H200 a China**

Trump cedió ante Xi Jinping y autorizó a Nvidia a vender a China uno de sus chips avanzados de IA, el H200. La decisión flexibiliza años de restricciones de seguridad nacional y, aunque no habilita el hardware más sofisticado, sí permite que China acceda a tecnología que todavía está al menos una generación por delante de su capacidad local. Trump justificó el giro apelando a tres objetivos: proteger la seguridad nacional, sostener empleo en EE.UU. y mantener el liderazgo en IA. Es un enfoque que coincide con la tesis de Jensen Huang, CEO y fundador de Nvidia, quien sostiene que un bloqueo total solo acelera el desarrollo de fabricantes chinos como Huawei.

El movimiento reabre el debate sobre hasta dónde está dispuesto a llegar Trump para estabilizar la relación bilateral. Para quienes miran la competencia estratégica, ceder un chip de este nivel es difícil de explicar. Esto abre la puerta a que otros temas sensibles, como Taiwán, se vuelvan parte de la negociación. Falta ver si China acepta el H200 o presiona por Blackwell, un chip superior. Por ahora, Trump asegura que Xi recibió la noticia de manera favorable, aunque no hablaron públicamente en semanas. Del lado chino, el mensaje oficial se limitó a remarcar la necesidad de "cooperación con beneficios mutuos". El trasfondo es un equilibrio inestable. China respondió este año a los controles de chips con restricciones a tierras raras que paralizaron temporalmente fábricas estadounidenses y forzaron a Trump a moderar los aranceles. Luego ambas partes

acordaron una tregua en Corea del Sur que incluye una agenda de reuniones para 2026. En ese marco, China podría buscar concesiones políticas clave antes de la visita de Trump en abril.

Bajo este marco, algunos académicos sugieren que Trump ve esta etapa como una oportunidad para perfilarse a un Nobel de la Paz, lo que refuerza su incentivo a evitar el conflicto. Aun así, la administración sostiene que su compromiso en materia de seguridad no se debilitó. La última Estrategia de Seguridad Nacional afirma que EE.UU. bloqueará cualquier intento de tomar Taiwán por la fuerza, aunque en el mismo documento rebaja el tono confrontativo y plantea una relación económica “mutuamente ventajosa”.

**Clave: esta semana el mercado estará atento principalmente al accionar de la Fed el miércoles. Los *traders* de renta fija esperan que recorten el rango de tasas en 25 pbs hasta 3,5%-3,75%, por lo que será importante seguir de cerca las palabras de Powell y las últimas proyecciones del año. Además, hoy a las 12 h (hora de Argentina) se publicará el JOLTS de octubre, y la inflación PCE del mismo mes podría conocerse en cualquier momento antes de que termine noviembre, por lo que también habrá que estar atentos.**

## Lo que pasó

|              | PAÍS | INDICADOR                               | PERÍODO | REAL    | ESTIMADO | PREVIO  |
|--------------|------|---|---------|---------|----------|---------|
| <b>1-dic</b> | AR   | Recaudación Tributaria                  | Nov     | \$15,6B |          | \$16,2B |
|              | US   | PMI Manufacturero                       | Nov     | 52,2    | 51,90    | 51,90   |
|              | US   | ISM Manufacturero                       | Nov     | 48,2    | 49,00    | 48,70   |
| <b>2-dic</b> | UE   | IPC Mensual                             | Nov     | -0,3%   | -0,3%    | 0,2%    |
|              | BR   | Producción Industrial Mensual           | Oct     | 0,1%    | 0,5%     | -0,4%   |
| <b>3-dic</b> | US   | ADP Cambio de Empleo                    | Nov     | -32K    | 10K      | 47K     |
| <b>4-dic</b> | AR   | Relevamiento de Expectativas de Mercado | Nov     | -       | -        | -       |
|              | US   | Subsidios Iniciales por Desempleo       | Nov     | 191K    | 222K     | 216K    |
|              | US   | Reclamos Continuos                      | Nov     | 1939K   | 1956K    | 1960K   |
| <b>5-dic</b> | AR   | Informe Monetario Mensual               | Nov     | -       | -        | -       |
|              | US   | PCE Mensual                             | Sep     | 0,3%    | 0,3%     | *       |
|              | US   | PCE Núcleo Mensual                      | Sep     | 0,2%    | 0,2%     | *       |

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

\* Demorado debido a *shutdown*

## Lo que vendrá

|               | PAÍS | INDICADOR   | PERÍODO | REAL | ESTIMADO | PREVIO |
|---------------|------|---|---------|------|----------|--------|
| <b>9-dic</b>  | AR   | Llamado a licitación                                      | Dic     | -    | -        | -      |
|               | AR   | IPI Manufacturero   | Oct     |      |          | -0,1%  |
|               | AR   | Indicador de Coyuntura de la Actividad de la Construcción | Oct     |      |          | 0,9%   |
|               | US   | JOLTS Empleos Disponibles                                 | Oct     |      | 7117K    | *      |
| <b>10-dic</b> | AR   | IPC CABA  | Nov     |      |          | 2,2%   |
|               | US   | Decisión de Tasa (banda alta)                             | Dic     |      | 3,75%    | 4,00%  |
|               | US   | Decision de Tasa (banda baja)                             | Dic     |      | 3,50%    | 3,75%  |
| <b>11-dic</b> | AR   | IPC Mensual   | Nov     |      |          | 2,3%   |
|               | AR   | IPC Núcleo Mensual  | Nov     |      |          | 2,2%   |
| <b>12-dic</b> | US   | Subsidios Iniciales por Desdempleo                        | Dic     |      | 220K     | 191K   |
|               | US   | Reclamos Continuos  | Dic     |      | 1942K    | 1939K  |

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](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.