

10 de diciembre de 2025

Daily Mercados

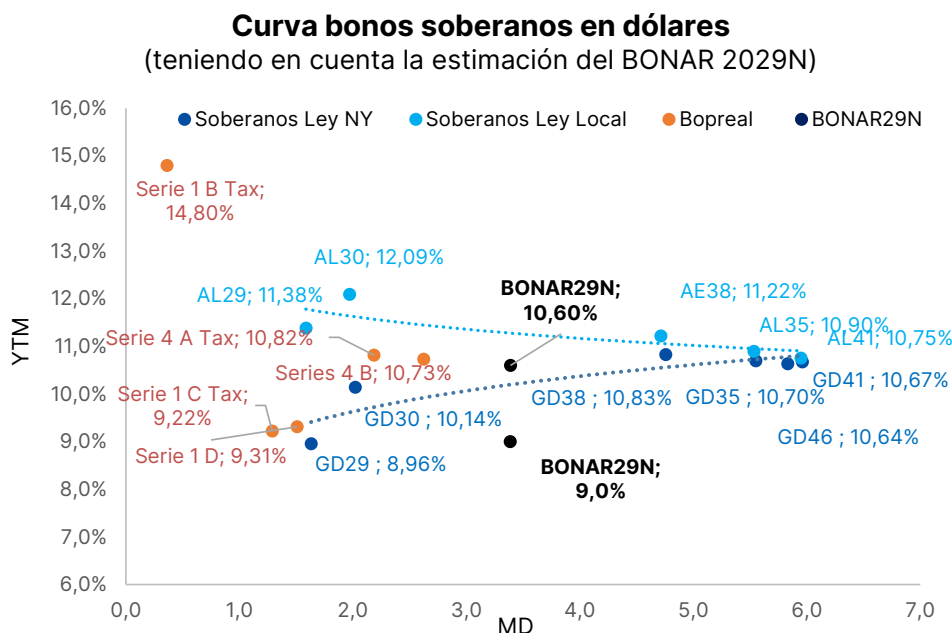
ppi

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

El Tesoro apuntala con cambios regulatorios la demanda del BONAR29N

El equipo económico llevará adelante hoy la primera licitación soberana en dólares ley local desde la gestión Macri, colocando un bono con cupón del 6,5% anual (pagadero semestralmente) y vencimiento en noviembre de 2029. Desde un inicio nos preguntamos, a quién apuntaba realmente esta operación y, aunque la respuesta completa sigue sin conocerse, Caputo ayer terminó de validar la hipótesis de que existe un preacuerdo con grandes jugadores que estarían anclando la transacción. Recordemos que ayer, **el ministro afirmó que ya tienen compromisos por US\$1.000 millones a una tasa inferior al 9%** y que la intención oficial sería cubrir el rollover parcial del AL29/30 (US\$1.187 millones). No obstante, no descartamos que se capture un monto bastante mayor, incluso en el rango de US\$2.500/2.600 millones.

Es verdad que, para un jugador grande dispuesto a ingresar a la curva de soberanos argentinos, tiene más sentido una colocación primaria como esta. Sin embargo, **la tasa luce llamativamente baja frente a los precios secundarios: aun considerando el arbitraje del canje CCL/MEP, el nuevo bono debería rendir cerca de 10,6%, al menos +160bps por encima de lo que sugieren las declaraciones oficiales**. Aun así, como dijimos el viernes, creemos que el bono podría efectivamente cerrarse en una tasa de un dígito, pero preferimos mantenernos al margen de la licitación primaria dadas las tasas que hoy ofrece el secundario.



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

Para apuntalar la demanda, el gobierno relajó algunas regulaciones. Tras la flexibilización del viernes pasado respecto al apalancamiento en caución en dólares, que habilitó a las aseguradoras a suscribir el bono en el mercado primario, ahora el BCRA sumó dos resoluciones clave. En primer lugar, **las personas humanas podrán reinvertir cupones aun cuando hayan accedido al mercado oficial dentro de la ventana de 90 días**. A la vez, **se limita el arbitraje dólar oficial/MEP en licitaciones primarias: quienes participen deberán cumplir un parking de 15 días antes de vender esos bonos contra pesos**. En segundo lugar, **para los bancos se establece un plazo mínimo de 90 días para vender contra pesos los bonos adquiridos en primarias**, cortando el mismo arbitraje entre oficial y MEP que venían capturando en otras licitaciones primarias.

Recordemos que, desde que se conocieron las condiciones de la emisión, los soberanos se movieron en terreno levemente bajista. En particular, esta semana los Globales (Ley NY) retrocedieron 0,6% en promedio, mientras que los Bonares (ley local) lo hicieron en 0,1% pero con la salvedad de que el tramo corto tuvo un desempeño positivo. El AL29 y el AL30 tuvieron ganancias, aunque tímidas, de 0,1% y 0,5%, respectivamente. Así, el spread legislación de la parte corta, el cual mencionamos hasta el hartazgo que lo creíamos exacerbado, comenzó a comprimir y ahora se ubica en 208bps promedio (recortando 50bps desde el momento previo a conocerse las condiciones del nuevo bono).

Un menú amplio para la última licitación de pesos del año

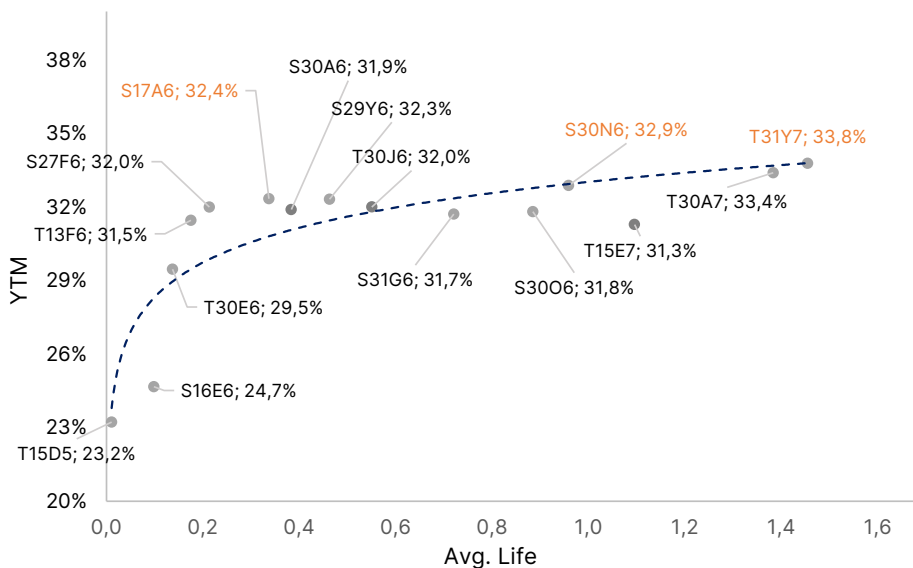
El MECON difundió ayer las condiciones para la última subasta del año. En paralelo, anunció un canje intrasector público que involucra el BONCER TZXD5, el BONCAP T15D5 y el Dólar Linked TZVD5. A cambio de los instrumentos S27F6, S30A6, S3006 y D30E6. Si bien aún no se conocen los montos finales de la operación, antes del anuncio estimábamos vencimientos por \$40,3 billones, concentrados principalmente en el CER TZXD5 y el BONCAP T15D5. Bajo ese escenario, la implementación de un canje parecía no solo lógica, sino altamente probable, dado que los vencimientos públicos explican dos tercios del total. Si el gobierno canjea el 100% de las tenencias del sector público, de privados quedarían para esta licitación unos \$13,8 billones.

En cuanto al menú de la licitación, Finanzas optó por una combinación de instrumentos a tasa fija, CER, dólar linked y TAMAR para encarar la única subasta de diciembre. En el tramo a tasa fija, se incluyen la LECAP S17A6 con vencimiento el 17/04/26 (nueva), la S29Y6 con vencimiento el 29/05/26 (reapertura), la S30N6 con vencimiento el 30/11/26 (nueva) y el BONCAP T31Y7 con vencimiento el 31/05/27 (nuevo). Dentro de los títulos ajustados por CER, se reabrirán la X29Y6 con vencimiento el 29/05/26 y el bono TZX28, que expira el 30/06/28. Además, se incorporan dos nuevas emisiones: la LECER X30N6 con vencimiento el 30/11/26 y el bono TZXY7, con vencimiento el 30/05/27. En el segmento TAMAR, se licitará la letra M31G6, que vence el 31/08/26 (reapertura). Por último, dentro de la oferta dólar linked, se abrirá nuevamente el bono D30A6, con vencimiento el 30/04/26.

¿Vemos valor dentro del menú? Al analizar las *breakevens* de inflación promedio en el tramo largo, en donde la tasa FWD asciende a 2% para la inflación de fines de 2026 y principios de 2027, seguimos viendo espacio para posicionarse en tasa fija estirando *duration*. Este segmento continúa ofreciendo una relación riesgo-retorno atractiva, especialmente en un contexto donde el Tesoro podría convalidar un premio adicional con el objetivo de descomprimir los abultados vencimientos de corto plazo. La decisión del MECON de emitir un nuevo BONCAP T31Y7, con una *duration* superior al T30A7, nuestro top pick en las Carteras PPI de diciembre, va en esa dirección. Según la curva del mercado secundario observada ayer, este bono podría licitarse alrededor de 2,45% TEM, lo que implicaría una TIR cercana al 33,8%. De manera complementaria, en la parte corta de la curva, notamos más atractivo en la curva CER frente a la tasa fija, dado que las BE de inflación en 1,7% para el primer tramo de 2026 nos parecen aún optimistas.

Curva soberana de instrumentos a tasa fija en pesos

(cierre del 9/12; incluye estimaciones de tasa de la S17A6, S30N6, y el T31Y7)



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

El esquema no está exento de *shocks* exógenos

Tras haber cedido 0,6% el viernes por el optimismo que despertó el regreso de la Argentina a emitir deuda en moneda dura, ayer el tipo de cambio oficial recuperó casi toda esa baja. El dólar spot subió 0,5% y cerró en \$1.442 desde los \$1.435 del fin de la semana pasada. La reacción inicial a la noticia de emisión responde a un razonamiento simple: si el Tesoro consigue dólares vía endeudamiento para pagar, al menos parte, del principal del AL29 y AL30, se “correrá” de la demanda en el mercado cambiario. Esa menor demanda oficial por dólares hoy, junto con la expectativa de un eventual acceso a los mercados internacionales “mañana”, sirvió para comprimir transitoriamente algunas presiones sobre el tipo de cambio. Como mencionamos en el [Perspectivas de ayer](#), el Tesoro habría vendido US\$31 millones entre lunes y miércoles de la semana pasada.

El oficial devolvió casi toda la baja post anuncio de emisión del BONAR 2029N

Oficial bajo el esquema de bandas



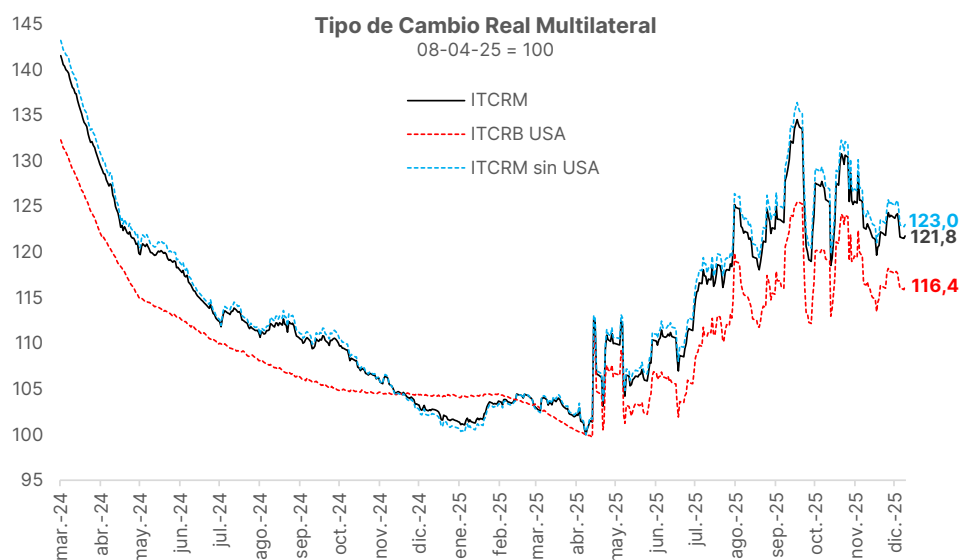
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

A contramano del spot, los contratos de dólar futuro continuaron a la baja por octava rueda consecutiva. Los ajustes recortaron entre 0,1% (en la parte corta de la curva) y 0,5% (en la parte larga). Este movimiento, estuvo más alineado con la dinámica del A3500 (promedio de tres momentos de la rueda) que cayó casi 0,1% hasta \$1.437 ayer.

Más allá de que, ayer, el dólar oficial se encontraba 4,8% por debajo de la banda superior, hay riesgos exógenos (y latentes) que podrían plantear un escenario desafiante para el esquema cambiario. En este sentido, **la semana pasada Brasil se vio golpeado por el lanzamiento de Flavio Bolsonaro como candidato presidencial de la derecha**, desplazando al preferido de los mercados, Tarcísio de Freitas (actual gobernador del estado de São Paulo). Esto provocó un golpe en los activos brasileños (el ETF EWZ acumula una caída de 5,7% desde el jueves), incluyendo el real, que acumula una depreciación de 2,8% desde el jueves.

¿Cómo afecta esto a la Argentina? El combo de real más débil, el tipo de cambio oficial a la baja y expectativas inflacionarias ajustadas al alza en el último REM (ver nuestro [Daily del viernes](#)) **resultó en una apreciación del índice de tipo de cambio real multilateral (ITCRM) de 0,7% el jueves y 1,4% el viernes** (aunque ayer rebotó 0,2% ayudado, principalmente por EE.UU. y China). Aunque una eventual retirada de Flavio Bolsonaro podría devolver aire al real, lo sucedido pone de manifiesto **como podría afectar la sostenibilidad del esquema cambiario actual una depreciación de las monedas de los socios comerciales, que, desde el “Día de la Liberación”, han venido apreciándose frente al dólar.** Cabe destacar que Brasil tiene una ponderación del 32,1% del ITCRM a octubre, dado su peso en el comercio de manufacturas en los últimos doce meses, siendo nuestro principal socio comercial.

La depreciación del real generó una caída del ITCRM



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

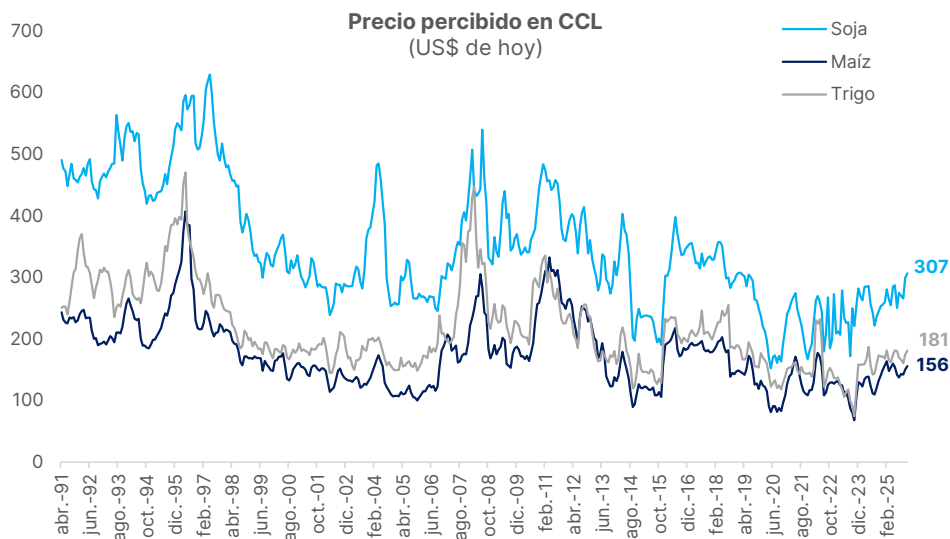
En alguna medida como estrategia para contrarrestar la rigidez cambiaria, el Gobierno anunció ayer una baja de retenciones permanentes a las exportaciones agrícolas (link al [post de Caputo](#)). En concreto, las alícuotas se reducen de la siguiente manera:

- Soja de 26% a 24%
- Subproductos de soja de 24,5% a 22,5%
- Trigo y cebada de 9,5% a 7,5%

- Maíz y sorgo de 9,5% a 8,5%
- Girasol de 5,5% a 4,5%

Las menores retenciones se traducen como una mejora del tipo de cambio efectivo. El precio percibido por el productor (en CCL) subiría aproximadamente 2,7% para la soja, 1,1% para el maíz y 2,2% para el trigo, manteniendo constantes los precios de diciembre. El interrogante entre los especialistas es el *timing* de la medida: **¿llega este incentivo a tiempo para influir en las decisiones de siembra de la “soja de segunda”, o recién moverá la aguja en la campaña siguiente?** Si prima lo segundo, el impacto sobre el sector externo sería marginal en 2026, pero relevante en 2027.

Las menores retenciones aumentan el precio percibido de los cultivos



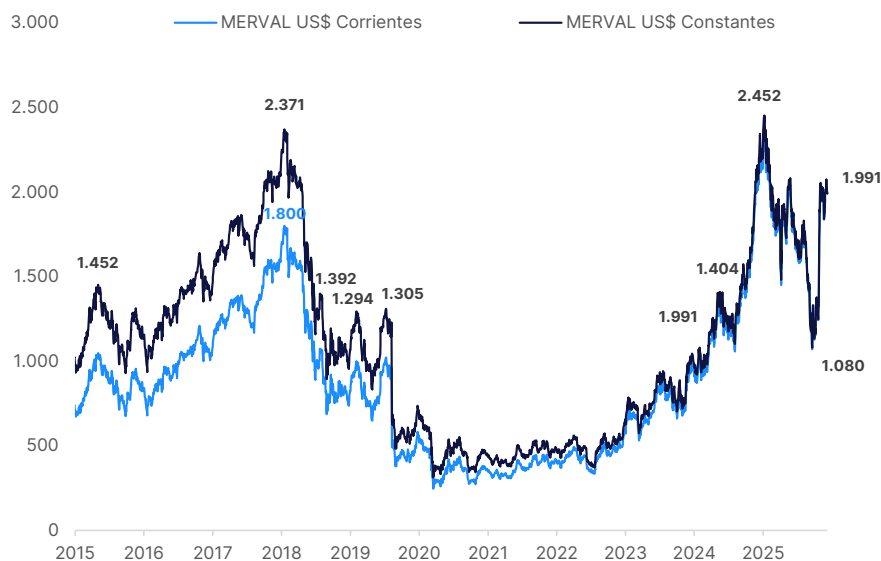
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Mal arranque de semana para el Merval

El índice en dólares extendió ayer la mala racha que viene llevando desde el jueves: cayó 1,4% hasta US\$1.991. Así, volvió al nivel con el que cerró noviembre y dejó a la variación mensual sin cambios. En el exterior no hubo una tendencia clara. El Nasdaq Composite terminó positivo (+0,2%), mientras que el S&P 500 y el Dow Jones cayeron 0,1% cada uno. En Brasil, el mercado siguió castigando al EWZ y el ETF bajó 6,2%, al mismo tiempo que el EEM avanzó 0,7%.

Mirando los movimientos de las acciones que componen el índice, los rojos superaron a los verdes en el primer día tras el feriado local. Las únicas positivas fueron TRAN (+3,7%), TGNO4 (+1,3%), BYMA (+0,6%) y VALO (+0,1%). En el extremo opuesto, las más afectadas fueron EDN (-4,3%), SUPV (-4,2%) y TXAR (-3,0%). **En Estados Unidos la dinámica fue similar**, con GLOB (+1,1%) e IRS (+0,2%) como los únicos ADRs en terreno positivo. Al fondo de la tabla quedaron BIOX (-5,1%), MELI (-3,5%) y SUPV (-3,5%).

El Merval no tuvo un buen día ayer



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

El mercado primario de emisiones corporativas sigue muy activo. En este caso, **Arcor (FIX: AAA) presenta su nueva ON Clase 3 en pesos, ajustable por la tasa TAMAR con vencimiento a 12 meses.** El margen sobre la tasa variable quedará definido en la licitación y creemos que podría ubicarse en torno a 3,5%. Los pagos de cupón serán trimestrales y la amortización será íntegra al vencimiento. [Desde PPI somos colocadores y recordamos que hay tiempo hasta hoy a las 14 hs para ingresar órdenes desde nuestra plataforma.](#) Por su parte, **IRSA (FIX: AAA) sale a buscar ONs adicionales por su Clase XXIV en el exterior (ticker local IRCPO).** El bono, tiene un cupón del 8,0% y vence en marzo de 2035. En este caso, la licitación, que se llevará a cabo mañana, será por un precio a definir.

Por último, **San Miguel lanzó una oferta de canje para ordenar y extender su perfil de deuda.** La propuesta, vigente desde hoy hasta el 7 de enero, **invita a los tenedores de las ONs Series X (SNAAO y SNABO), XI (SNSBO) y XII (SNSDO) a entregarlas a cambio de la nueva Serie XIII, que se emitirá en dos clases, ambas a tasa fija del 8% y con vencimiento a 42 meses.** La Clase A será *dollar linked*, mientras que la Clase B será *hard dollar* MEP. El canje es 1 a 1 en valor nominal e incluye el pago de intereses devengados al momento de la liquidación. Además, **la compañía pidió consentimiento para modificar ciertos términos de las series vigentes, algo que se vuelve vinculante si el 70% de cada serie acepta la propuesta.**

Los ojos puestos sobre la Fed

Hoy a las 16 h de la Argentina la Reserva Federal decidirá el rumbo de la política monetaria. Las expectativas del mercado indican que recortarán el rango de tasas en 25 pbs, desde 3,75% – 4% a 3,5% – 3,75%. Los futuros de tasa (*FedWatch*) le asignan 89,6% a este escenario, mientras que la probabilidad implícita en los *swaps* (WIRP) asciende a 93,4%. Recordemos que, en el mismo horario en que se publicará la decisión, también **estará disponible la actualización de las proyecciones.** La mediana de los analistas de Bloomberg estima que mantendrán el rango medio esperado para el año próximo en 3,375%, el de dos y tres años en 3,125%, y que la proyección de

largo plazo suba de 3% a 3,125%. Luego, a las 16:30 h habrá que estar atentos a las palabras de Powell en la conferencia de prensa.

Existe otra discusión en Wall Street y en los medios sobre la posibilidad de que la independencia de la Fed esté en riesgo. Es, sin duda, una preocupación válida. Trump fue mucho más crítico públicamente del FOMC que otros presidentes en el pasado. Además, nominó a su propio presidente del CEA, Steven Miran, para ocupar uno de los cargos de gobernador en la Fed, y este rápidamente se convirtió en la voz más *dovish* del comité. **En algún momento a comienzos del año próximo, Trump propondrá un reemplazo para Jerome Powell.** Uno de los candidatos más probables es Kevin Hassett, y existe el temor de que llegue para ejecutar la agenda de la Casa Blanca, en lugar de perseguir con rigor el mandato dual de la Fed.

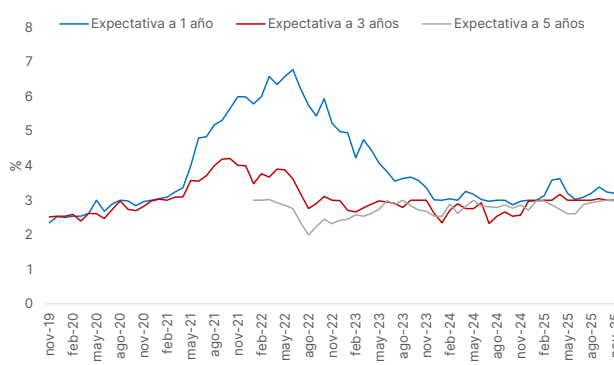
Más allá de Trump, también hay motivos estructurales para pensar que la independencia de la Fed podría no durar demasiado tiempo. Para empezar, la inflación estuvo por encima del *target* durante aproximadamente media década, lo que dañó su reputación. A su vez, vivimos en tiempos populistas, y en el mundo se observa un avance de partidos de extrema derecha o izquierda, lo que también pone en riesgo las instituciones más allá de nombres puntuales.

Dicho esto, por ahora no aparecen esas dudas en las *breakevens* de inflación, que se encuentran cerca de los niveles de fines del año pasado. La BE a 10 años cotiza en 2,26% y la BE de 5 años en 5 años, que quita el efecto de corto plazo y es clave para evaluar la credibilidad del organismo, en 2,21%. Si bien es cierto que hubo un repunte a fines de noviembre, fue pequeño y posiblemente asociado al aumento de los precios del petróleo. **Algo similar se ve en las encuestas que realiza la Fed a los consumidores.** Si bien las expectativas se encuentran por encima del *target* tanto para el próximo año como para los próximos tres y cinco años, no se observa un desanclaje y están muy en línea con los niveles de 2024.

Evolución de las BE de inflación
(largo plazo)



Evolución de las expectativas de inflación
(Fed de NY)

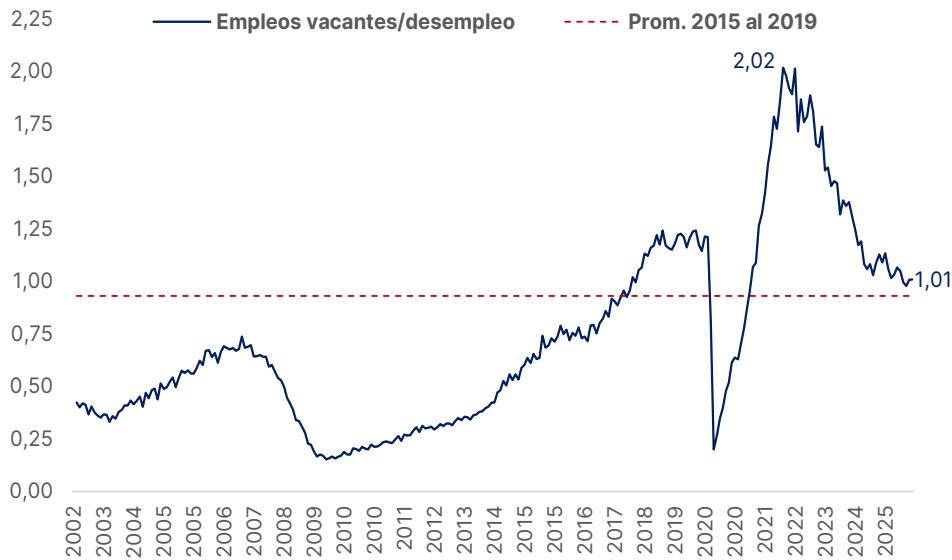


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Por otro lado, ayer el JOLTS dio señales mixtas. Recordemos que se publicaron en conjunto los datos de septiembre y octubre. La tasa de vacantes subió de 4,3% en agosto a 4,6% en septiembre y se mantuvo en ese nivel en octubre. Esto representa una lectura favorable porque implica más oportunidades para quienes están en búsqueda de empleo. Sin embargo, la tasa de despidos, que había permanecido en 1,1% entre agosto y septiembre, aumentó a 1,2% en octubre. Vale recordar que un repunte en los despidos es uno de los principales riesgos, ya que puede derivar en un aumento no lineal del desempleo. En este sentido, la tasa de renunciaciones, que suele aumentar cuando los trabajadores confían en poder encontrar un nuevo puesto, pasó de 1,9% en agosto a 2% en septiembre, pero en octubre retrocedió a 1,8%. De esta manera, tomando con

rezago el desempleo, **la relación entre vacantes y desempleados sigue siendo uno a uno, es decir, hay una oferta laboral disponible por cada persona desempleada.** Dicho ratio se mantiene estable desde mediados de 2024. Bajo este marco, ayer los rendimientos de los *Treasuries* subieron a lo largo de la curva. La tasa a 10 años avanzó 2 pbs hasta 4,18%, mientras que la tasa a 2 años hizo lo propio en 3 pbs hasta 3,61%.

Evolución del ratio de empleos vacantes sobre desempleo



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.