

# Perspectivas PPI 2026:

## En el pórtico de los mercados

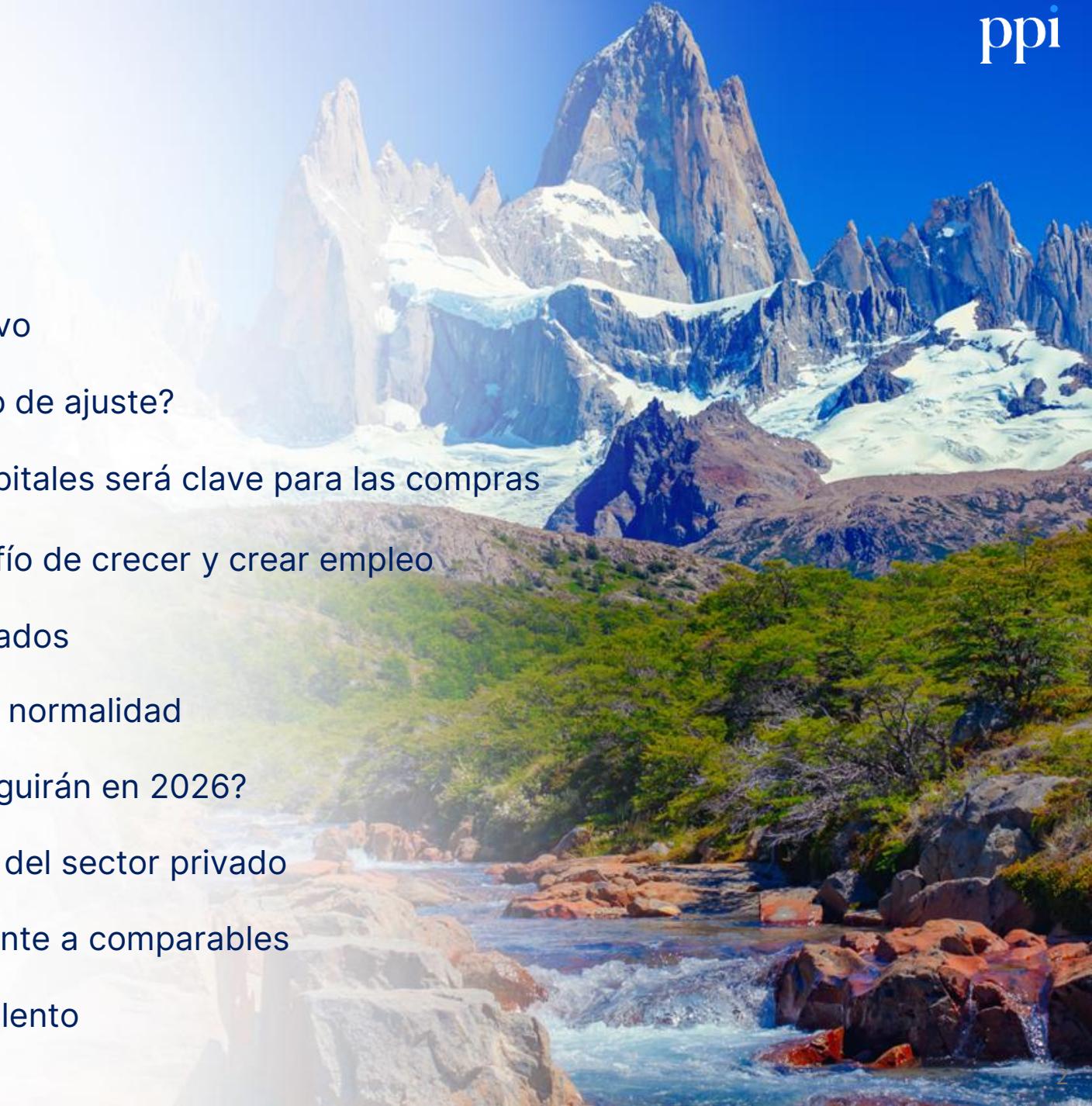
6 de enero de 2026



# Perspectivas PPI 2026:

## En el pórtico de los mercados

- 1 **Infografía:** lo que nos dejó 2025...
- 2 **Las 5 ideas fuerza del año:** resumen ejecutivo
- 3 **Esquema cambiario:** ¿alcanza con el cambio de ajuste?
- 4 **Sector externo y reservas:** el ingreso de capitales será clave para las compras
- 5 **Actividad, productividad y empleo:** el desafío de crecer y crear empleo
- 6 **Deuda en dólares:** en el pórtico de los mercados
- 7 **Deuda en pesos:** los pendientes camino a la normalidad
- 8 **Deuda provincial:** aparecieron en 2025, ¿seguirán en 2026?
- 9 **¿Llegan las inversiones?** El rol fundamental del sector privado
- 10 **Deuda corporativa:** calculando el premio frente a comparables
- 11 **Equity:** fundamentos detrás de un año turbulento



El año empezó con expectativas ancladas sobre el esquema económico



Tono *Higher for longer* en la política monetaria de la Fed generó presión en emergentes



*Liberation Day* golpeó al mercado global



El FMI aprobó un Acuerdo de Facilidades Extendidas por US\$20.000 millones



El Gobierno emitió el BONTE 2030, suscripto por inversores no residentes



El riesgo país se ubicó en mínimos de la era Milei



El mercado empezó a poner en duda el esquema cambiario



Salida parcial del cepo cambiario



Córdoba: primera provincia en colocar deuda en el mercado internacional en la era Milei



Cambio en la fórmula previsional y Ley de Discapacidad agregaron incertidumbre



La oposición se impuso en PBA generando un desplome en el precio de los activos

El Gobierno implementó el régimen transitorio de retenciones “cero” al agro para acelerar la liquidación

Shock de confianza: en una serie de *tweets* del Secretario del Tesoro Bessent, EE.UU. dio amplio respaldo al Gobierno

Batacazo de Milei: LLA obtuvo 40,7% en las legislativas, aventajando por 7 puntos al peronismo

Emisiones de corporativos y subsoberanos récord luego de la victoria de LLA

Anuncio de recalibración del esquema cambiario a partir de enero 2026



La confianza en el gobierno toca mínimos al caer 21% en agosto y septiembre

El *Shutdown* mas largo de la historia complicó el análisis de datos internacionales

Bessent confirmó swap por US\$20.000m e intervención en el mercado cambiario

Argentina volvió a colocar deuda en dólares: obtiene US\$910m con el BONAR 2029



# Perspectivas PPI 2026:

## Las 5 Ideas Fuerza del Año

### Acceso al mercado internacional

La dominancia de la cuenta capital implica que el soberano debe conseguir refinanciar sus pagos de deuda en el corto plazo. Tras el sector privado y las provincias, creemos que este año será el turno del Gobierno Nacional.

### Acumulación de reservas

Dejado atrás el año electoral y anunciadas las modificaciones al régimen cambiario, 2026 debe ser el inicio de la acumulación de reservas. Eso permitirá una compresión adicional del *spread* soberano. Existe la chance de un corrimiento del techo si los flujos no permiten compras del BCRA.

### Mejorar la deuda en pesos

El desafío del 2026 no pasa por el tamaño de los vencimientos, sino por mejorar las características del stock de deuda en moneda local: vida promedio e indexación. ¿El desafío? Hacerlo en un contexto todavía volátil para la tasa de interés.

### Crecimiento con empleo

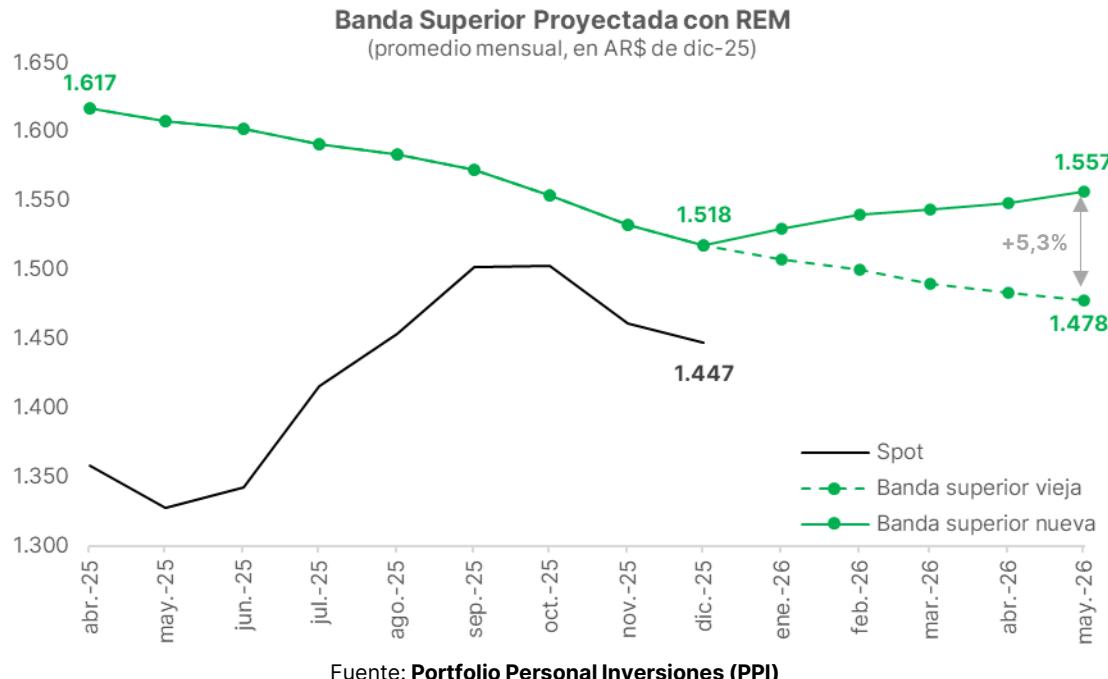
El consenso es que el PBI crecerá 3% entre puntas. El desafío será que el crecimiento venga acompañado de creación de empleo privado. ¿La inflación? La desaceleración sería más lenta, al priorizarse la solvencia externa y la actividad.

### Extender el liderazgo y ampliar los horizontes

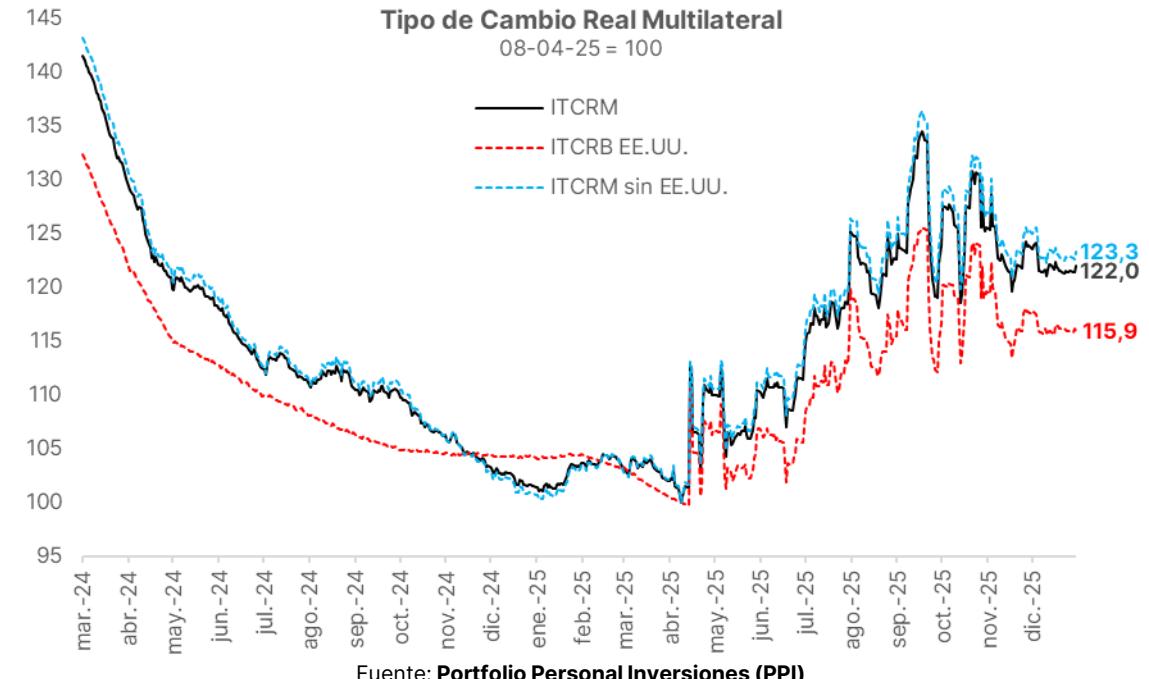
El sector privado fue un jugador clave a lo largo de los últimos dos años, aportando financiamiento externo mediante numerosas emisiones internacionales. Este año, su desafío no solo será mantener ese liderazgo sino extenderlo a emisiones de acciones. No menos importante, deberá capitalizar las mejoras estructurales para dinamizar la economía y ser quien impulse el empleo y las mejores condiciones laborales.



## El nuevo ritmo evita la apreciación inducida



## Aunque los factores exógenos deben seguir ayudando



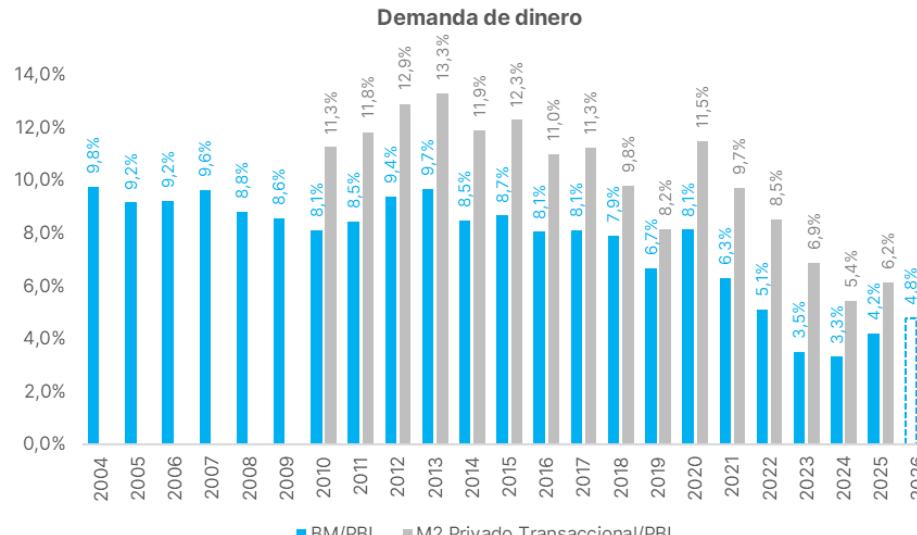
A partir de enero 2026, el techo y el piso de las bandas cambiarias pasaron a ajustarse por la inflación mensual (t-2), reemplazando el 1% mensual. Así, en enero el techo se mueve al 2,5% mensual, en línea con el IPC de noviembre.

Este cambio **no sólo elimina la apreciación inducida de la banda superior, lo que limitaba el rol amortiguador del tipo de cambio flotante, sino que, por definición, permite una suba de 2,8% anual medida al TC real bilateral con EE. UU. (inflación de los últimos seis meses anualizada)**. A modo de ilustración, el TC con EE. UU. que, con el sendero proyectado por el REM de noviembre se perfilaba, en pesos de diciembre 2025, a \$1.478 a mayo 2026 (apreciación de 2,6% desde los \$1.518 promedio de diciembre), se proyecta ahora a \$1.557. Es decir, es una **mejora entre escenarios de 5,3%**. Sin embargo, no debe ser soslayado que los \$1.404 promedio del punto de partida del esquema, en abril 2025, equivalen a \$1.617 de diciembre 2025.

Sin embargo, buena parte de **la sustentabilidad del esquema cambiario estará dada por lo que ocurra con la depreciación/apreciación real del dólar a nivel global**. Desde el nacimiento del esquema cambiario en abril, la depreciación real del dólar permitió que el TC real bilateral del peso contra las monedas de los socios comerciales suba (explican el 87,7% del ITCRM, destacándose Brasil con 32,1%, China con 22,4% y la Eurozona con 17,3%). Desde el mínimo ITCRM del 8/4, el ITCRB EE.UU. subió 15,9% y el ITCRM excluyendo EE.UU. 23,3%. **El riesgo exógeno sería una reversión, al menos parcial, de la apreciación de estas monedas**. Sin embargo, la perspectiva global no parece ir en ese sentido ([ver nuestro análisis sobre shock exógenos](#)).

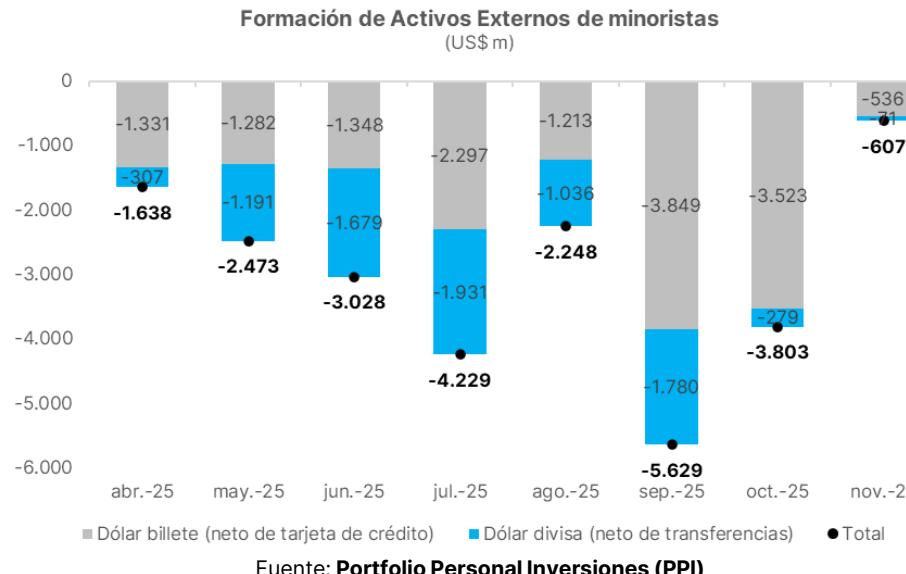
Más allá de este riesgo, la recalibración del ritmo de deslizamiento mensual del techo dispara dos preguntas: **i) ¿es el primer paso a una eventual modificación del nivel en 2026? y ii) ¿La pérdida del ancla nominal ralentizará el proceso de desinflación?** Para ambas preguntas, nos inclinamos por un “**sí, probable**”. Para la primera, porque creemos que **el techo sigue siendo relativamente bajo** (lejos de ser un nivel de *overshooting*) y que tanto un shock externo como una entrada de capitales menor a la esperada pueden forzar la recalibración, algo observado en otros casos de esquemas de bandas cambiarias y que **no vemos con malos ojos ni necesariamente disruptivo**. Para la segunda, es esperable que, todo lo demás dado, la eliminación de un ancla nominal exógena de 1% por un ritmo más alto, provocará menos anclaje en los transables, aunque no **supondrá un freno en el proceso de desinflación sino más bien una ralentización del proceso**.

## Demanda de pesos en mínimos augura remonetización

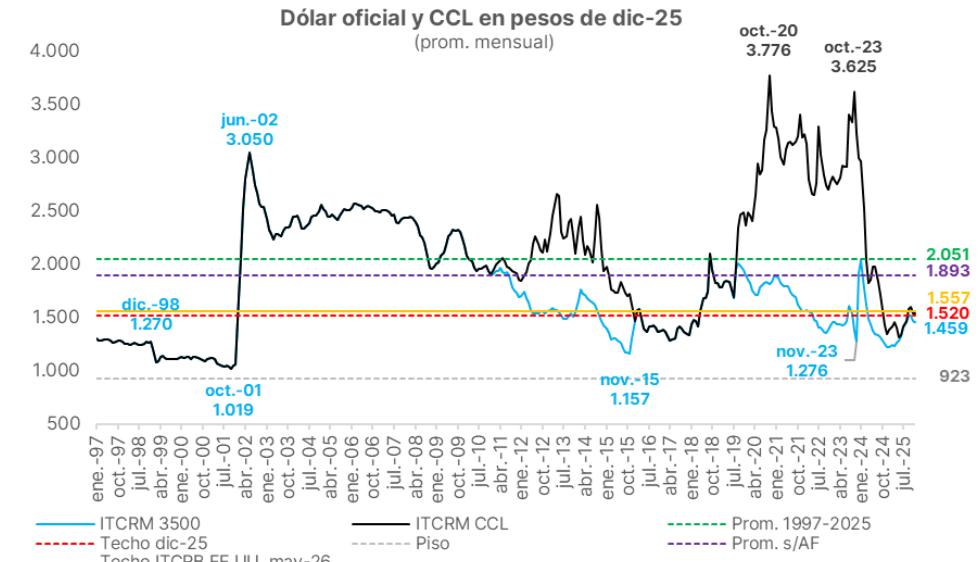


Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## El grado de FAE será determinante para la compra de reservas



## ¿Le sobrarán a la economía US\$10.000m a este TC?

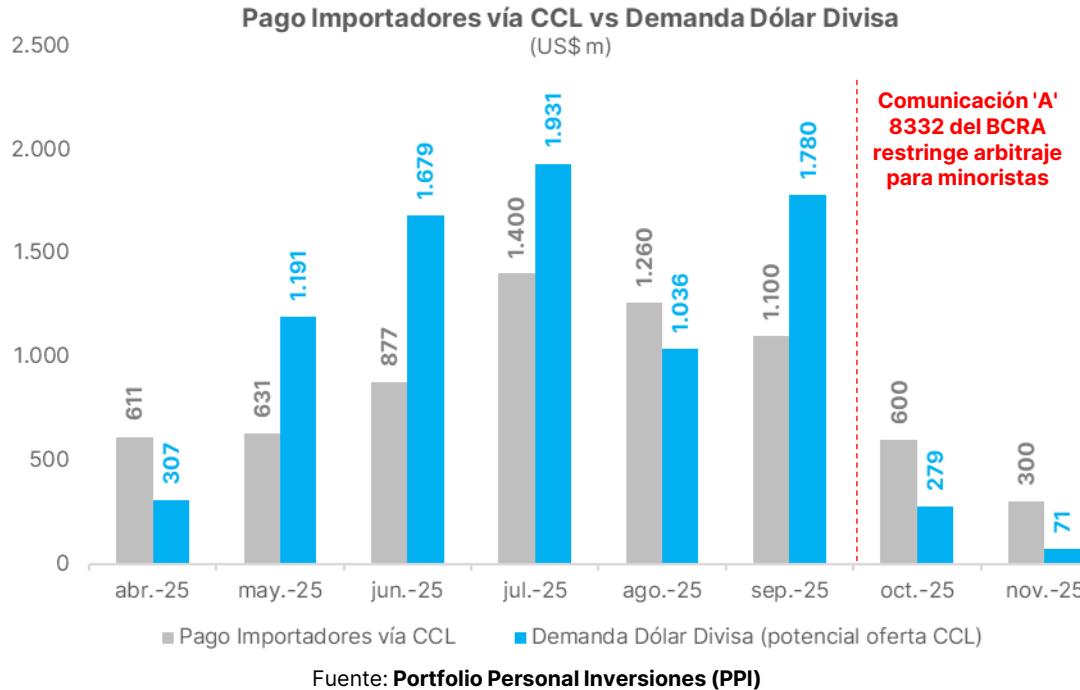


Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

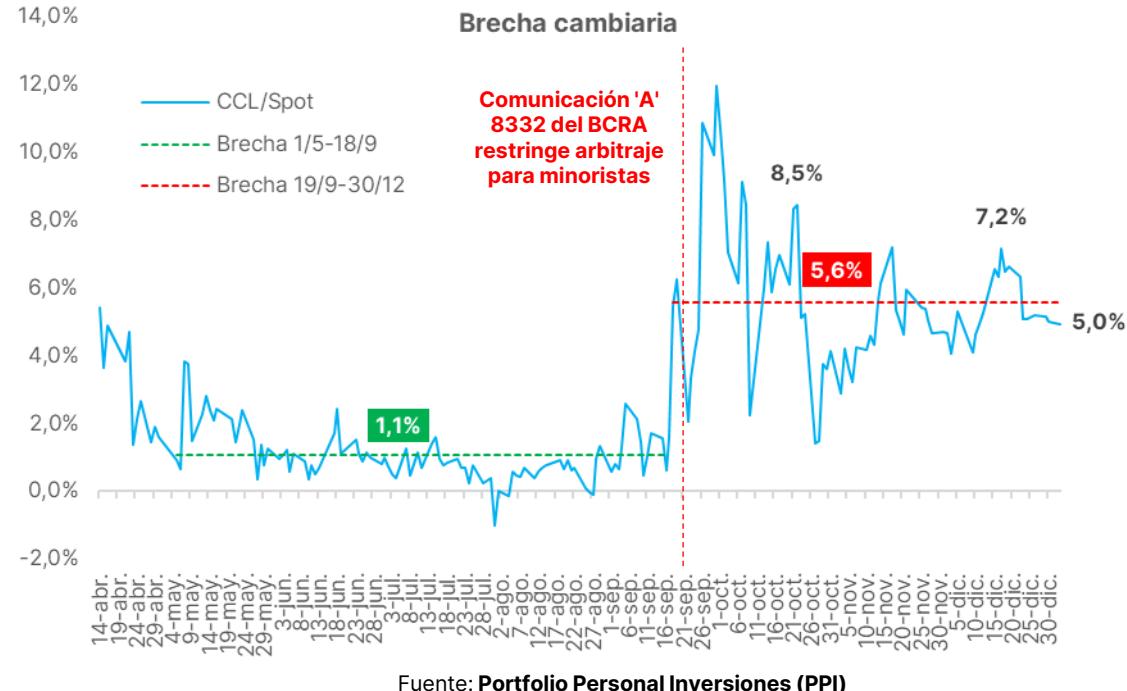
El BCRA anunció que iniciará un programa de compra de reservas a partir de enero 2026, marcando un cambio de rumbo al definir claramente su postura hacia la acumulación de reservas y formalizarlo bajo un compromiso. Dada la baja profundidad del MLC y para no presionar puntualmente el TC, no comprará un monto fijo sino 5% del volumen operado. En cuanto a magnitudes, se proyecta una recuperación de la demanda de dinero (Base Monetaria, BM) 4,2% a 4,8% PBI que permite compras por US\$10.000m. Es una proyección alcanzable e incluso conservadora dada la monetización todavía en mínimos y consistente con un incremento de la BM equivalente a US\$10.000m, que el BCRA compraría sin esterilizar. Vale aclarar que el mismo nivel de desmonetización se observa en el resto de los agregados monetarios de la economía, siendo a nuestro entender el más relevante el M2 Privado Transaccional.

Adicionalmente, el BCRA planteó que las compras de reservas tendrán lugar siempre que los flujos de oferta de la balanza de pagos se lo permitan, punto que creemos no debe ser soslayado. La principal duda es si, a un TC relativamente bajo, a la economía le "sobrarán" US\$10.000m y cómo tomaría el mercado una acumulación de reservas inferior. La condición sine qua non para que esto ocurra es que la Cuenta Financiera muestre inflows elevados y sostenidos. Al respecto, el grado de formación de activos externos (FAE) del retail será determinante para el objetivo. Si bien septiembre y octubre fueron outliers, también lo fue noviembre. Una demanda de billete para atesoramiento "crucero" como la de agosto equivale a US\$14.556m anuales. Como referencia, el atesoramiento de billete del retail más bajo de la era Macri fue US\$10.976m en 2016.

## La demanda “final” de dólar divisa era de importadores



## La eliminación del arbitraje para minoristas hizo renacer la brecha



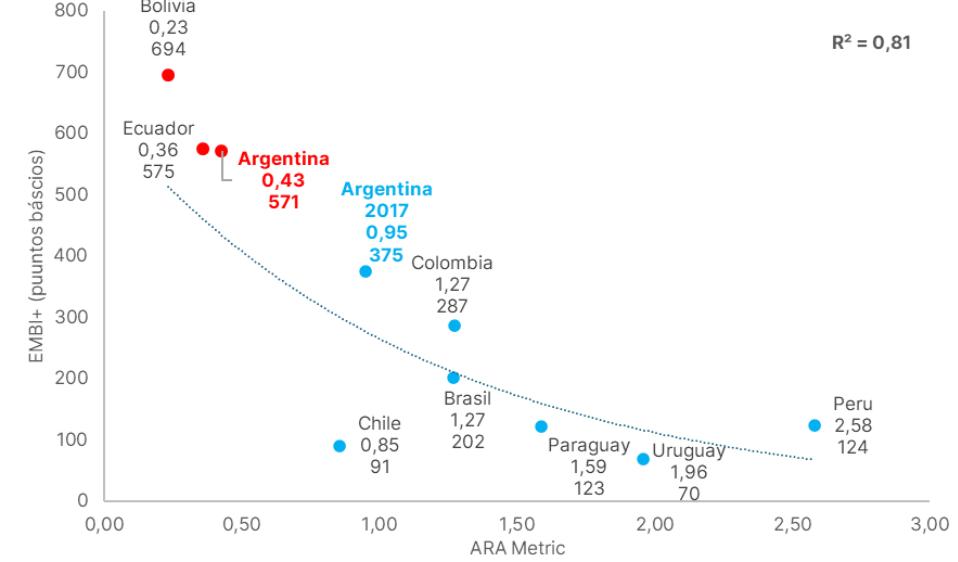
En cuanto a las restricciones cambiarias, creemos que están estrechamente vinculadas con la sostenibilidad del esquema cambiario. No consideramos un tema menor que la imposición de la restricción cruzada a minoristas el 18/09 y el 26/09 (Comunicación A8332 y A8336) impidió que estos mantengan su rol de arbitrajistas y permitió el renacimiento de la brecha cambiaria. Vale decir que desde la salida parcial de los controles cambiarios en abril, el libre acceso al *retail* al mercado oficial de cambios y al de los dólares financieros MEP/CCL había dado lugar a una brecha entre el CCL y el spot de 1,1% entre mayo y septiembre. Esto tenía como correlato una **demanda de dólar divisa acumulada de US\$7.925m entre abril y septiembre**, con un pico de US\$1.780m en septiembre, **atípica para períodos sin Cepo** (el máximo previo era de US\$408m en octubre 2008). **La demanda “final” detrás de estos dólares** (ofrecidos por minoristas en el CCL, “ganándose la brecha”) **eran empresas para afrontar pagos de importaciones y deuda comercial**. Según el BCRA, importadores habrían cancelado obligaciones por importaciones por **US\$5.878m entre abril y septiembre** y por US\$6.778m si se incluye octubre y noviembre.

Consecuentemente, la manera de cerrar la brecha cambiaria, que desde fines de septiembre promedió 5,6% y a fines de diciembre se ubicaba en 5%, es desarmar la restricción impuesta sobre los minoristas. Sin embargo, **esto supondría una tensión para el esquema cambiario. ¿Por qué? Dado que las brechas cambiarias suelen cerrarse en algún lugar intermedio entre la cotización oficial y la “libre”, la decisión acortaría significativamente la distancia (ya hoy exigua) entre el spot y el techo**. Por ejemplo, si la brecha cerrara en el medio, con el spot subiendo 2,5% y el CCL bajando 2,4% (reflejo de una mayor demanda de dólar divisa en el mercado oficial y mayor oferta en el mercado de CCL por parte de los minoristas), el spot acortaría su distancia con la banda del 4,7% al 30/12 a apenas 2,3%. Esto es, **pondría a tiro de que cualquier tipo de shock ponga al dólar en el techo de la banda y fuerce las ventas del BCRA**. Es por ello que consideramos una condición *sine qua non* para que las restricciones cambiarias sean eliminadas que el spot tome mayor distancia del techo (para dar “aire”) o, en su defecto, cabe esperar que se sostengan. Vale aclarar que **no queda claro que una brecha del orden del 5/7% sea disfuncional para el normal desarrollo de la economía**.

## El nuevo esquema intentará resolver la falta de acumulación de RIN



## La ARA Metric nos recuerda la relevancia de acumular RRII



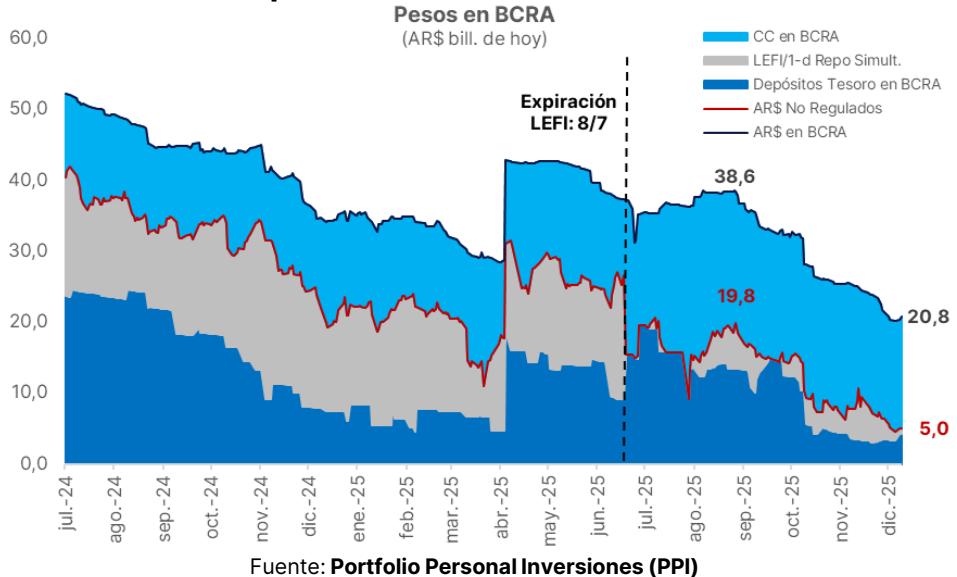
El BCRA cerró 2024 con reservas netas (RIN, definidas como reservas brutas menos pasivos exigibles a doce meses) por -US\$11.006m y, sin deducir como pasivos los depósitos en ME del Tesoro en BCRA, por -US\$5.011m. Un año después, **2025 termina con un BCRA con RIN de -US\$2.518m** y, sin restar los depósitos del Tesoro, por -US\$548m. Es decir, subas respectivas de US\$8.488m y US\$4.463m. En el interín, el FMI desembolsó US\$14.469m al Tesoro, de los cuales **US\$14.000m fueron destinados a cancelar Letras Intransferibles al BCRA, subiendo las RIN por este factor**. Para evitar que las RIN suban sólo por esta vía, **el FMI estableció que para la meta de acumulación de reservas** (desde fin de 2024) **no se contabilizan los desembolsos del FMI** ni las variaciones de tenencias desde el 31/01/25. Bajo este criterio, **la acumulación de reservas de 2025 quedó muy lejos del objetivo**: en US\$11.085m sin deducir como pasivo el swap con el Tesoro de EE.UU. por US\$2.500m o en US\$13.585m deduciéndolo (lo que no queda claro, ya que la última revisión con el FMI es previa al apoyo de EE.UU.).

El cambio en el esquema cambiario anunciado el 15/12, justo en la víspera de la revisión del segundo semestre de 2025, se asemeja a una *prior action*, ya que ataca "preventivamente" **la falta de acumulación de reservas**, lo que a todas luces se transformó en el **talón de Aquiles del programa**. De esta manera, Argentina se garantizaría el *waiver* con el FMI y, en consecuencia, el anteúltimo de los desembolsos pendientes por US\$1.040m, aproximadamente.

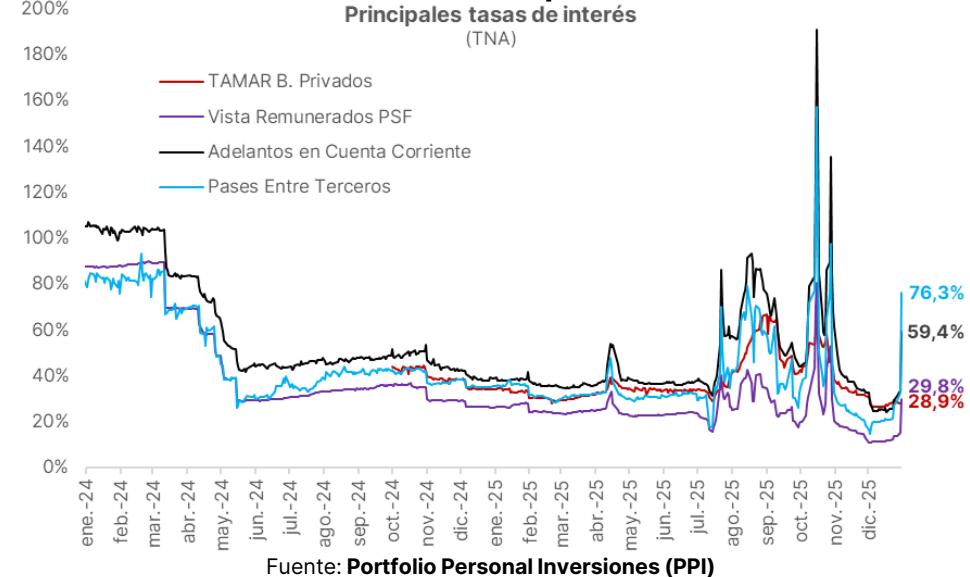
Conceptualmente, el compromiso del equipo económico en acumular US\$10.000m en 2026 (aún con las consideraciones de "siempre que la demanda de dinero lo permita" y "sujeto a los flujos de oferta de la balanza de pagos"), termina por alinearla en un consenso que era más claro entre el FMI y el mercado. Como lo evidencia la métrica ARA del FMI (*Assessing Reserve Adequacy*, por sus siglas en inglés), existe una **clara relación positiva entre el spread soberano y la posición de reservas**, ilustrado para los países de la región en el gráfico de arriba a la derecha. Vale destacar que **la meta de reservas del FMI está basada en una ARA Metric de 100%** (nivel óptimo).

El último momento claro de acceso al mercado de Argentina, en 2017, se dio con una *ARA metric* de 0,95, lo que implicaría más que duplicar el nivel de reservas brutas, ya que, en la última publicación de octubre, el FMI la bajó de 0,46 a 0,43. Más allá de este hecho estilizado, **no consideramos que el BCRA necesariamente deba alcanzar ese nivel de reservas sino mostrar ir en ese sendero**. Es decir, importa más la película que la foto. Esto no quita que, aun si el Tesoro consiguiera *rollover*, mientras la posición de reservas se mantenga baja, **la vulnerabilidad a shocks exógenos seguirá latente**. A modo de ejemplo, no da igual acumular o no los US\$10.000m este año, ya que representan el 45% de los vencimientos en dólares de 2027 (bonos del tesoro, BOPREAL y pagos netos al FMI, siempre asumiendo 100% de *rollover* con organismos multilaterales), en un caso extremo de cierre del mercado por **shock político** (año electoral).

**Con las fuentes de liquidez en mínimos, la compra de dólares del BCRA es clave**



**La baja de tasas “estructural” dependerá fuertemente de la compra de reservas**

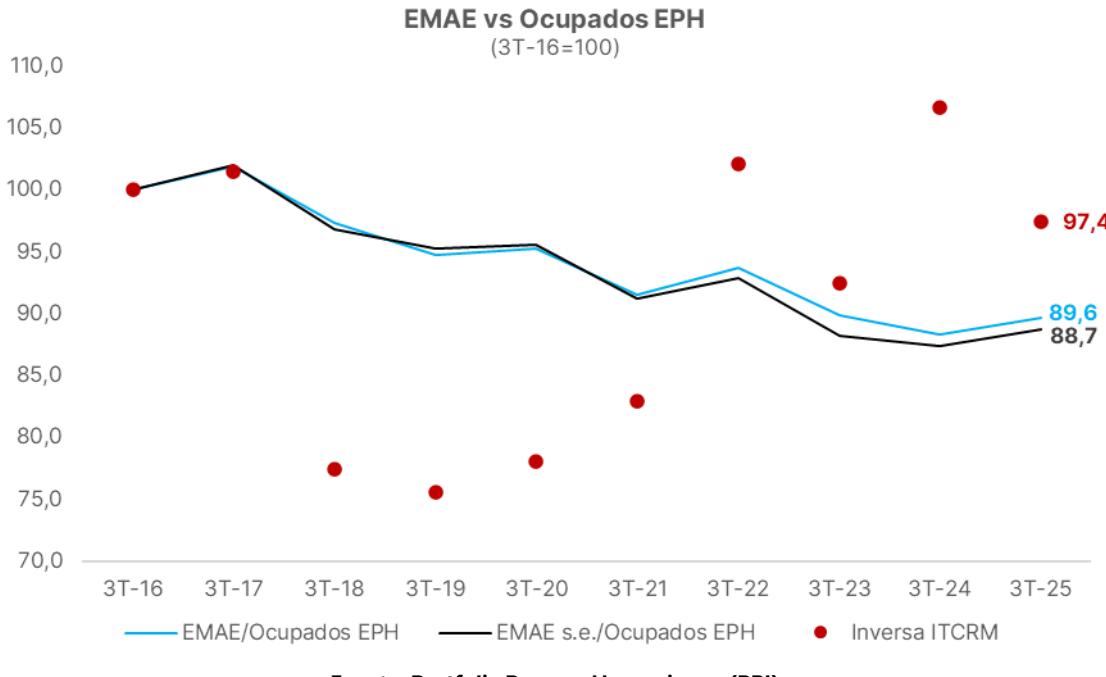


Entre julio y agosto, el esquema monetario sufrió cambios significativos: i) expiraron las LEFI (stock promedio de \$12,5 billones de hoy) y con ellas la tasa de política monetaria (33,6% TEA vs inflación esperada a 3 meses de 21,8% anualizada) ii) se subieron los encajes, principalmente para los depósitos a la vista remunerados de *Money Market*, iii) se modificó el cálculo de integración de promedio mensual a 100% diario. **Todo esto formó parte de una política monetaria contractiva con el objetivo de contener el TC durante el proceso electoral, y así evitar una reversión del proceso desinflacionario.** La falta de referencia inicial de una tasa de interés dejó sin piso a las tasas de interés *overnight*. **Para corregir esto, el BCRA comenzó a tomar (principalmente) y colocar pesos a un día en la rueda de repo con bancos** (“simultáneas”), poniéndole un **piso a la tasa corta**. Si bien también se intentó establecer un “canal de tasas” vía operaciones de **pases activos** (promedio ponderado de las tasas negociadas en la rueda REPO hasta las 17hs del día más 2%), **en la práctica esto no terminó siendo operativo**.

Tras las elecciones de medio término, las expectativas devaluatorias se redujeron significativamente, el BCRA redujo la integración en efectivo para todos los depósitos a la vista en 3,5 pp y los bancos fueron demandando pesos en las licitaciones del Tesoro, lo que redundó en una baja del stock de depósitos del Tesoro en BCRA a \$4,2 billones, casi mínimos de la gestión Milei. Además, el cálculo de **encaje diario pasó de 100% del promedio mensual a 75%, aunque todavía lejos del 25% vigente hasta mediados de agosto**. Como combinación de estos factores, **el stock de pesos de en el BCRA bajó de un pico reciente de \$38,6 billones de hoy a \$20,8 billones** (mínimo de la era Milei) y si sólo se cuenta los depósitos del Tesoro en BCRA y el stock de *repo* (los pesos “no regulados”) de **\$19,8 billones de hoy a \$5,0 billones**. Esto se tradujo en un aumento de la liquidez y en un fuerte descenso de las tasas pasivas, activas e interbancarias.

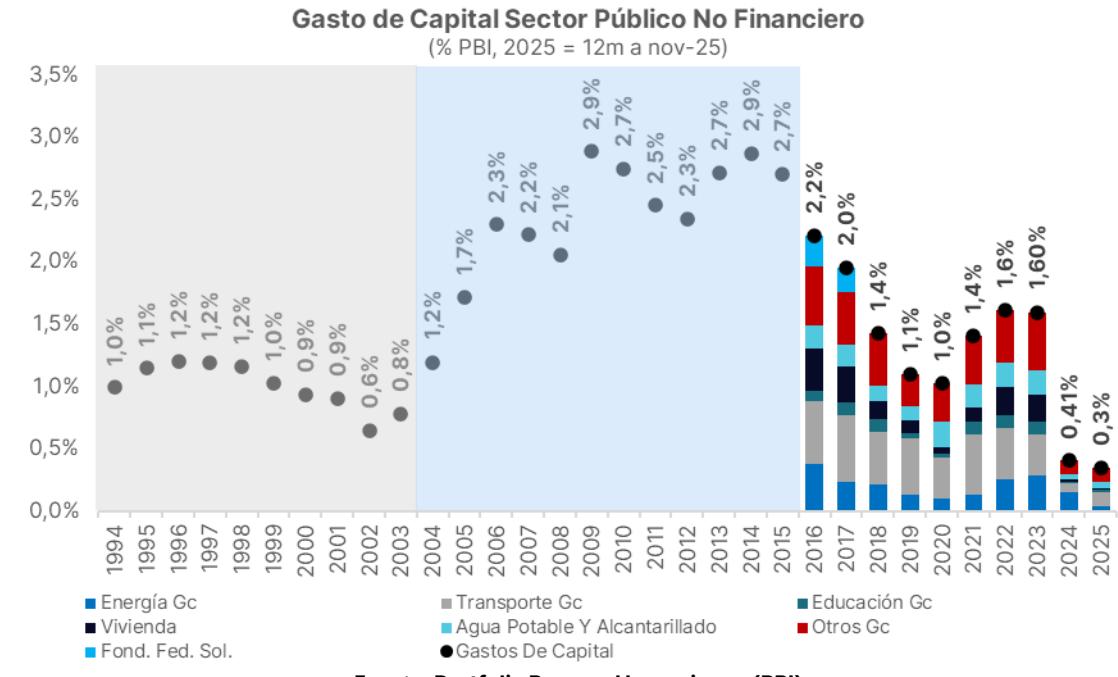
Sin embargo, en diciembre, un período caracterizado por la alta demanda de liquidez, **el stock de pesos del sistema financiero resultó insuficiente y presionó las tasas de interés**, llegando el pase entre terceros a 76,3%. Volvió a quedar de manifiesto que, **bajo este esquema, la tasa tiene un piso, pero carece de un techo efectivo**. Hacia adelante, hay **elementos que podrían favorecer una menor volatilidad de tasas** como: i) una **vuelta al cálculo de encaje diario de 25%** del promedio mensual, que daría mayor margen de maniobra en el manejo de liquidez bancaria intrames, ii) una **“normalización” de encajes descendente**, que reduzca la integración en efectivo del 11,6% de los depósitos en diciembre a niveles similares a los de marzo 2025 (9,1%), lo cual redundaría en una suba de la liquidez de \$3,3 billones. A pesar de estas medidas, que jugarían a favor, **la suba de la demanda de BM de 4,2% a 4,8% PBI se traduce en pesos corrientes en una suba promedio de \$17,4 billones y en una entre puntas (estimada) de \$19,3 billones**. Esto pone blanco sobre negro, que **la única manera de abastecer esta demanda de liquidez es con el BCRA comprando dólares** (US\$10.000 millones a un TC promedio de \$1.595 equivalen a \$15,95 billones). Aquí queda de manifiesto la **interrelación entre el techo de la banda (que podría operar como una restricción), la magnitud de la compra de reservas, la liquidez del sistema financiero y el nivel de tasas de interés**.

## TCR no refleja la fuerte baja de la productividad



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## El CAPEX en mínimos reduce la productividad

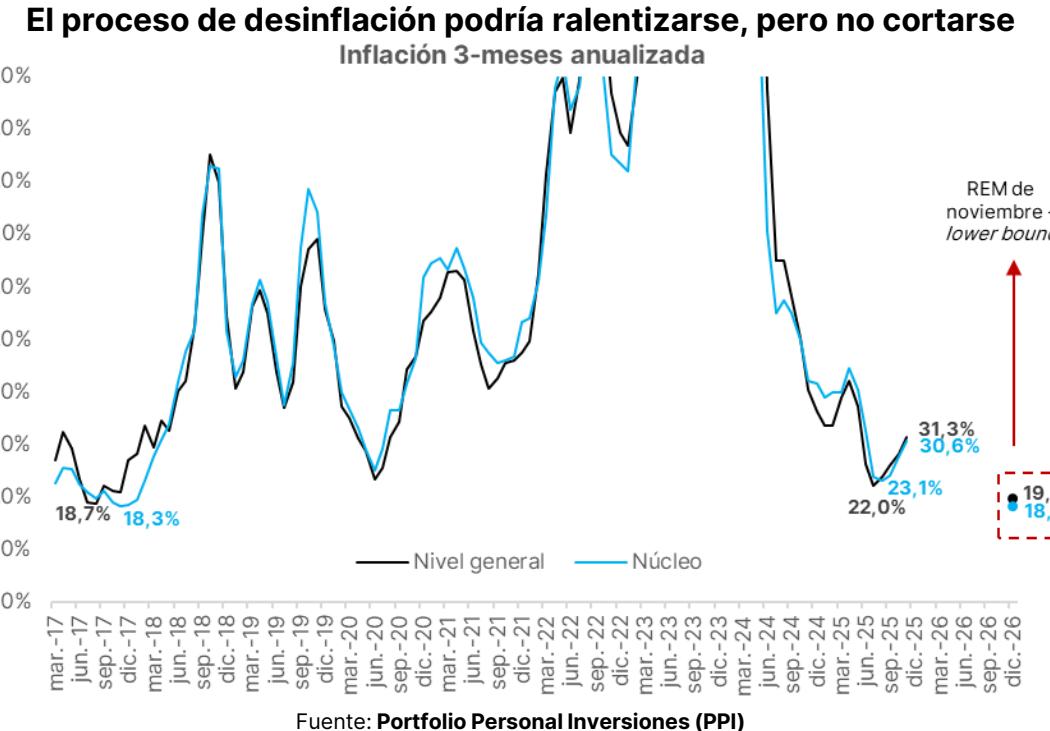
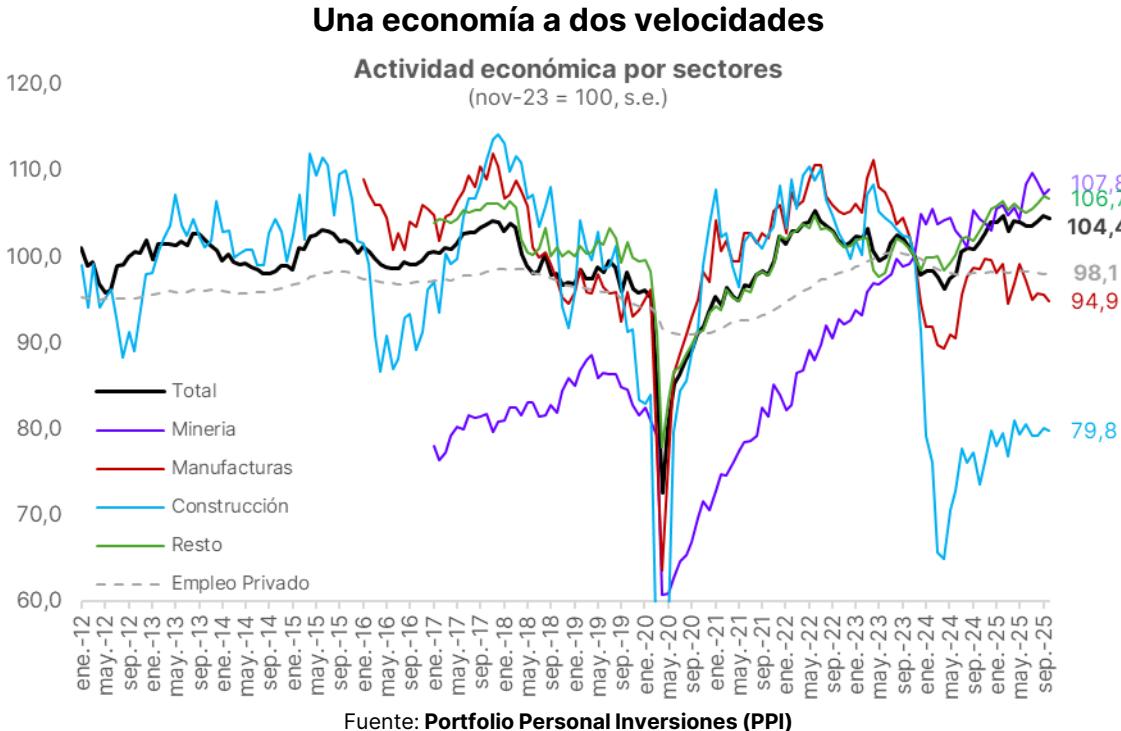


Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

El Gobierno parece confiar en que el sector externo será superavitario por ingresos de la Cuenta Financiera (permitiendo acumulación de reservas), una estrategia que incrementó su probabilidad de ocurrencia con el triunfo en las legislativas, cristalizado en el *boom* de emisiones corporativas y provinciales (US\$7.280m desde el 26/10). Las dudas residen en que ese equilibrio se estaría logrando con un **TC real relativamente bajo en términos históricos** (23% inferior al promedio 1997-2025, excluyendo ago-19/nov-23 de la serie), **incluso teniendo en cuenta el espacio que da la recalibración del techo cambiario**. Es decir, **la estabilidad externa descansa más en la abundancia de financiamiento que en la competitividad cambiaria**.

El tipo de cambio real (TCR) es el precio relativo entre los bienes y servicios transables y no transables, y, por lo tanto, está íntimamente ligado a la productividad relativa de la economía. **Para acotar el déficit de cuenta corriente y reducir la dependencia del financiamiento externo, el Gobierno necesitaría un salto significativo de productividad a mediano plazo**. Sin embargo, **la evidencia muestra que el sendero transitado fue el opuesto**: la productividad total de los factores (PTF) cerró 23% debajo de los picos históricos de 1998 y 2007 en 2024 y en torno a 12% debajo del máximo local de 2017, según Baumann Fonay y Cohan (2018 y actualización en 2024). De acuerdo con nuestras estimaciones, **el proxy de la productividad del factor trabajo** (actividad sobre empleo), **cayó 10,4% entre los terceros trimestres de 2016 y 2025**. En paralelo, el peso se depreció sólo 2,6% (ITCRM subió 2,7%).

**Inicialmente, se esperaba que la aprobación e implementación de las reformas estructurales permitieran mejorar la productividad y, con ello, sostener un TCR más bajo sin comprometer el frente externo. En la coyuntura, ese canal luce débil** (al menos, en el corto plazo). La reforma laboral apuntaría principalmente a formalizar empleo más que a elevar la productividad laboral. Por su parte, **la reforma tributaria está constreñida por la necesidad de preservar el superávit primario**, lo que permite una redistribución, pero no una reducción en la carga. Y, quizás más relevante, el **gasto de capital del sector público nacional** fue de 0,4% y 0,3% del PBI en 2024 y 2025, **mínimos en más de treinta años**, como subproducto de un ajuste fiscal que recayó en buena medida sobre la inversión pública. **En este contexto, pensar en un aumento sustancial de la productividad, que es una condición necesaria para sostener un TCR relativamente bajo, luce como un desafío exigente**.

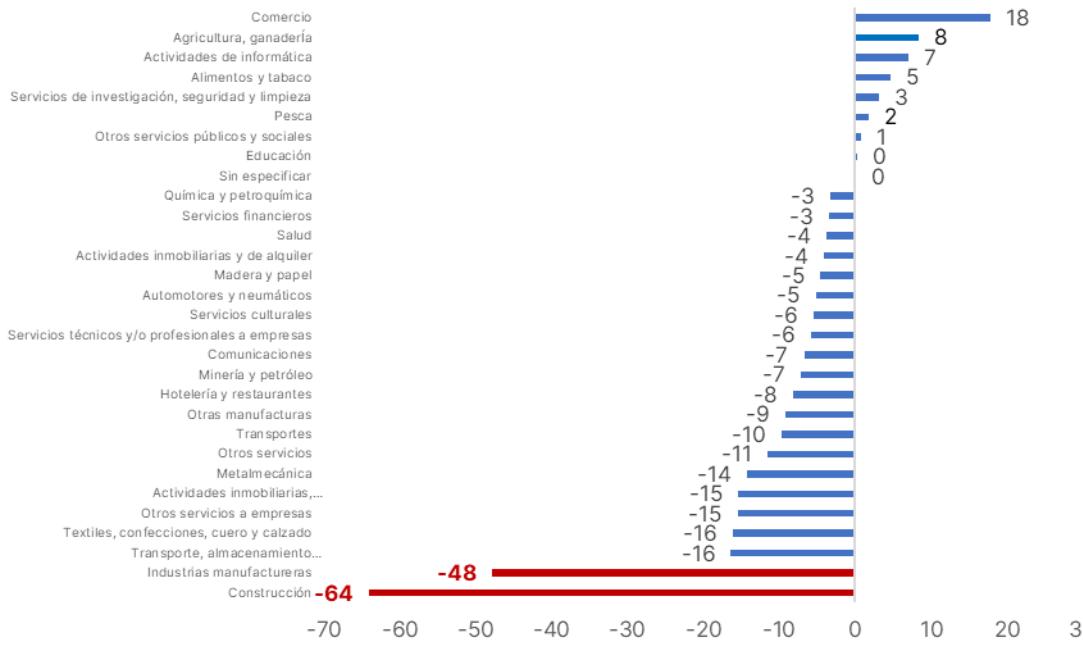


**El dilema de fondo en nuestra economía es tan clásico como latente: inflación versus actividad. Este *trade off* irá ganando protagonismo a medida que nos acerquemos hacia las elecciones presidenciales de 2027.** Hasta ahora, podría decirse que el Gobierno mantuvo el respaldo popular por el sendero desinflacionario obtenido. Sin embargo, en el próximo test político, con la estabilidad de precios eventualmente tomada como “dada”, el electorado podría alterar sus preferencias y demandar mayor actividad económica y, especialmente, aquella que cree empleo.

En 2025, la actividad alcanzó su pico en el primer trimestre, puntualmente en febrero, y desde entonces se mantiene 0,3% por debajo de ese máximo (a octubre, según el EMAE). No obstante, **el crecimiento acumulado desde noviembre de 2023 esconde una marcada heterogeneidad sectorial**. Es decir, **los sectores intensivos en trabajo retrocedieron, mientras que los capital-intensivos lideraron la expansión**. Como se observa en el gráfico izquierdo, desde el cambio de gobierno, sectores como la construcción y la industria manufacturera (que emplean aproximadamente 6,0% y 18,4% del empleo privado formal, además de una porción significativa del informal) registraron caídas de 21,2% y 5,1%, respectivamente. Todo esto ocurrió en una economía que, en su conjunto, se expandió 4,4% en el mismo período y, el resto de los sectores (entre ellos, actividades inmobiliarias, intermediación financiera y comercio, entre las principales) crecieron 6,7%.

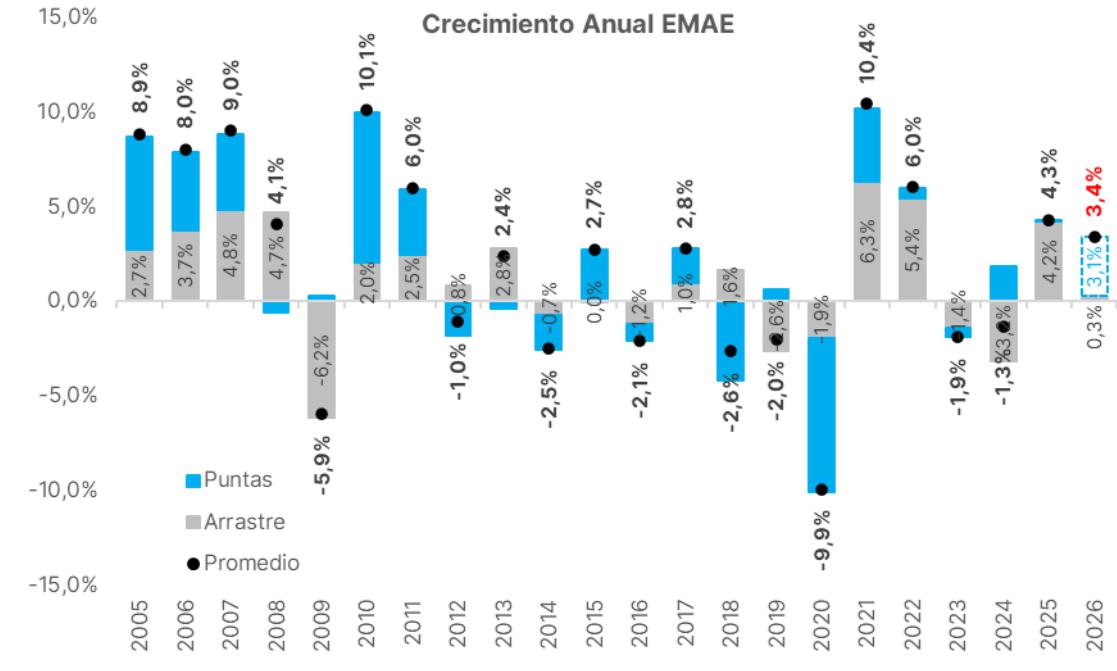
2025 habría terminado con una inflación de 31%, la menor desde 2017 (24,8%), aunque con cierta aceleración reciente, en buena parte asociada al proceso electoral. A noviembre la inflación corría a una velocidad anualizada de 31%, desde un mínimo de 22% en junio. **Si bien el REM de noviembre proyecta que el proceso de desinflación continuará en 2026** (inflación estimada de 19,6%), **no puede descartarse una ralentización del proceso desinflacionario por la modificación del ancla nominal** (el techo ya no viaja al 1% mensual). En otras palabras, **el gobierno prioriza mayor solvencia en el frente externo a costa de sacrificar inflación**. A su vez, un eventual TC más alto daría más aire a sectores de la economía afectados como los mencionados anteriormente.

## Apertura sectorial de la destrucción de 154 mil puestos



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## La estadística no jugará a favor de la actividad en 2026



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

**La dinámica observada en 2024 se repitió en 2025: un claro desacople entre la recuperación de la actividad económica y la evolución del empleo formal privado.** Mientras la actividad se recuperó en "V" y luego se estancó, acumulando un crecimiento de 4,4%, el empleo formal privado se contrajo 2,3%. En términos absolutos, se destruyeron 154 mil empleos (a sep-25).

**Al igual que ocurrió con la actividad, la evolución del empleo formal mostró fuertes diferencias entre sectores.** Los más golpeados desde el inicio de la administración Milei fueron la Construcción (-64 mil puestos) y la Industria Manufacturera (-48 mil puestos), que, en conjunto, explicaron una pérdida de 112 mil empleos. En contraste, entre los sectores capital intensivos, el agro aportó 8 mil puestos, pero Minería y Petróleo destruyeron 7 mil. En otra sintonía, dado su perfil trabajo intensivo, el comercio se destacó con la creación de 18 mil puestos.

**La última Encuesta de Indicadores Laborales disponible** (a octubre), mostró una suba preliminar del empleo privado de 0,1% tras cuatro meses consecutivos de caída. Sin embargo, aclara que la mejora se explica íntegramente por la **cobertura de vacantes ya existentes o generadas en meses previos, y no por la creación de nuevos puestos impulsados por una mayor demanda o una reconversión productiva**. Esta explicación ilustra el desafío que enfrentará el gobierno en los próximos dos años: no solo deberá sostener el crecimiento de la actividad, sino también lograr que se traduzca en creación de empleo. **El mayor riesgo macro es que la baja creación de empleo afecte la imagen del gobierno y que esto plantea dudas sobre la reelección en 2027**, acortando el horizonte temporal de la economía y afectando las decisiones de inversión y consumo (incluso afectando el financiamiento del sector público nacional).

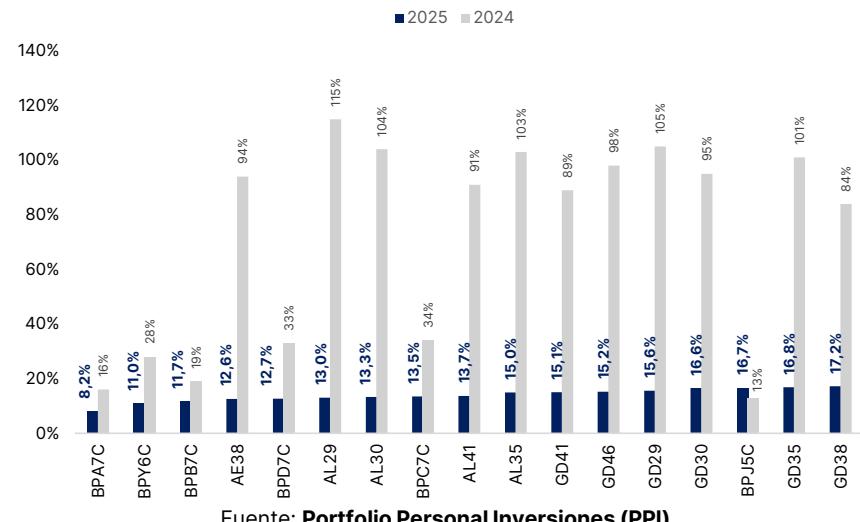
Con un **arrastre estadístico cercano a 0,3% para 2026** (suponiendo suba de 0% mensual en noviembre y diciembre), **la estadística no podrá "tapar" un nulo crecimiento entre puntas en 2026** como si ocurrió en 2025, que cerrará con un crecimiento promedio en torno a 4,3%. No obstante, **la expectativa de crecimiento de 3,4% para el año entrante, tiene implícito un crecimiento entre puntas en torno a 3,1%**. Consideramos plausible este crecimiento, aunque, insistimos, la clave pasará por la creación de empleo asociada.

- Un año marcado por la sorpresa y la volatilidad.** El primer punto de inflexión del año fue la salida parcial del cepo y el acuerdo con el FMI, que inauguraría el nuevo régimen cambiario. El anuncio fue suficiente para eliminar la incertidumbre generada por la continuidad del *crawling peg* y permitió una fuerte recuperación de la deuda soberana. Después de casi tres meses de estabilidad, la eliminación forzada de las LEFI y el calendario electoral entraron en escena. El fin de las LEFI significó un reordenamiento monetario que dio lugar a tres esquemas diferentes en menos de dos meses y episodios de altísima volatilidad de tasas. A este contexto complejo se le sumó el mal resultado de LLA en las elecciones locales de PBA, que reintrodujo dudas sobre el margen político para sostener el programa económico. En medio de las críticas a la estrategia política del oficialismo, el tipo de cambio tocó la banda superior y obligó al BCRA a vender US\$1.110 millones entre el 17 y el 19 de septiembre. ¿Cómo reaccionó la deuda soberana? La gran incertidumbre provocó un desarme de posiciones (en especial, de inversores residentes [ver análisis en detalle](#)), y el precio promedio ponderado tocó su mínimo desde mediados de septiembre 2024 (pre-flujo del blanqueo). Como contrapartida, el riesgo país marcó su máximo en la era Milei, alrededor de los 1.450 puntos básicos y las probabilidades implícitas de default escalaron a 30% y 80% a uno y cuatro años vista, respectivamente. Todo esto, en medio de un vertiginoso ascenso del apetito por cobertura cambiaria.
- El respaldo externo jugó un rol clave.** La activación del swap con Estados Unidos y las señales de apoyo explícitas desde el Tesoro norteamericano ayudaron a estabilizar expectativas y a descomprimir tensiones en el periodo entre elecciones (PBA y Nacional). El fuerte respaldo, que incluyó una visita oficial de Milei a Washington DC, permitió llegar a las elecciones de medio término con el esquema de bandas vigente, aun en un contexto de fuerte demanda de cobertura preelectoral.

- ¿Aquí no ha pasado nada?** A pesar del contexto tan cambiante, el inversor que conservó su posición en bonos soberanos en dólares obtuvo rendimientos en promedio de 16,5% en 2025. No obstante, debió enfrentar una volatilidad muy significativa durante buena parte del año. Lejos de los retornos extraordinarios del año anterior (el punto de partida era muy diferente), la deuda argentina replicó la excelente tendencia emergente (tras el *catch up* post-elecciones). En concreto, el EMB ETF trepó +7,8%, el cual ajustado por la beta argentina, exhibe un tímido rezago de la deuda argentina de 3% en el año.

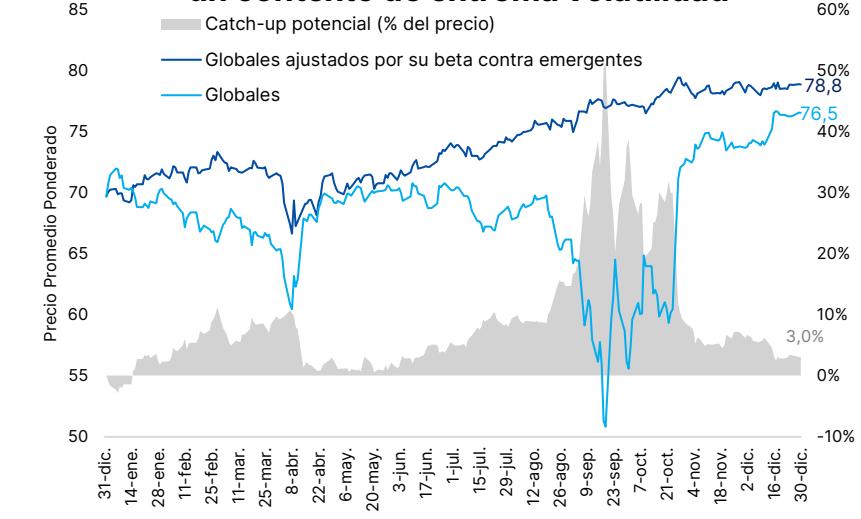
## Retorno en dólares por activo (2024 y 2025)

Soberanos Ley NY y Ley Local - BOPREALES



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

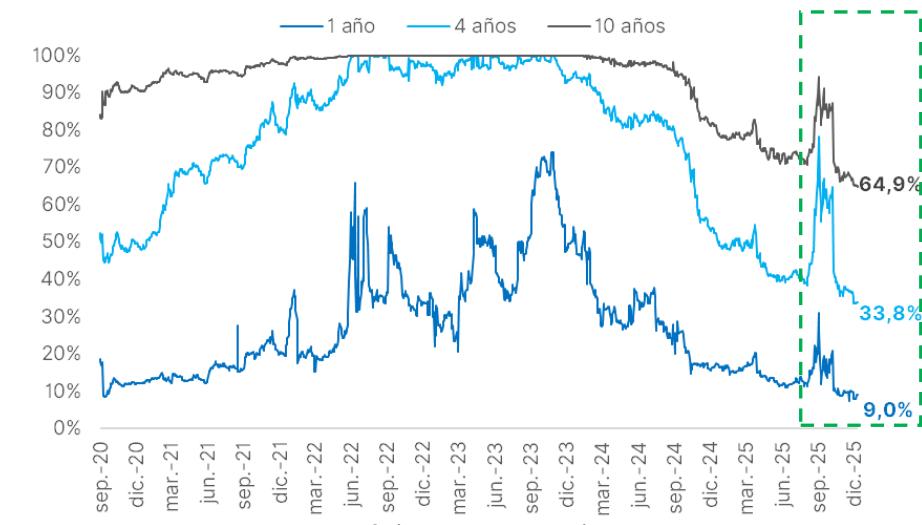
## Argentina replicó la dinámica emergente, pero bajo un contexto de extrema volatilidad



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

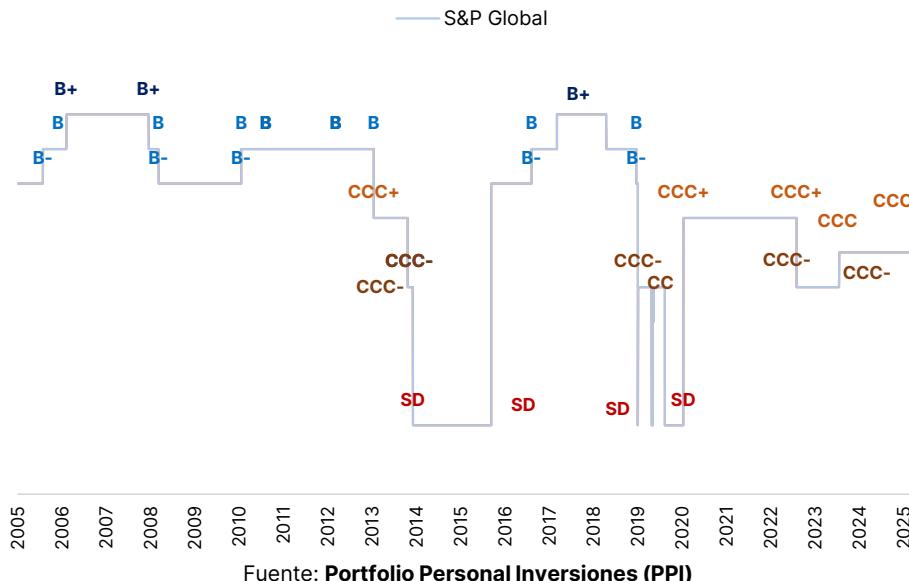
## La curva de CDS, al compás del cambio de humor

Evolución de CDS – Credit Default Swaps



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Calificación crediticia histórica de Argentina



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

- Con la compresión reciente del riesgo país, **Argentina dio otro paso en la mejora de su calificación crediticia**. En su última reclasificación (17 de diciembre), S&P Global Ratings elevó la nota de la deuda soberana argentina de largo plazo. En concreto, los Globales pasaron a CCC+ desde CCC. Cabe señalar que, si bien el *upgrade* constituye una señal positiva, no debe perderse de vista que este tipo de decisiones suele llegar con un rezago significativo respecto a la dinámica de mercado. De hecho, con esta mejora, la calificación soberana vuelve recién ahora a ubicarse en el mismo nivel observado durante el proceso de reestructuración de deuda de 2020, bajo la gestión de Martín Guzmán. Asimismo, Fitch ya había evaluado en CCC+ a la deuda argentina en mayo de este año. Vale aclarar que las notas de ambas calificadoras son prácticamente compatibles.
- ¿Qué debe cumplir Argentina para subir otro escalón crediticio?** Las mejoras de rating no se alcanzan con medidas aisladas. De cara a 2026, Argentina deberá fortalecer la posición de reservas ([ver nuestro análisis](#)), conseguir refinanciamiento (aunque sea parcial), consolidar el ancla fiscal sostenible (mejorando ingresos), profundizar la desinflación sin dominancia monetaria y mostrar resultados concretos en el Congreso. Si la estabilización macro se mantiene y no aparecen cisnes negros, la transición desde CCC+ (máxima nota del nivel cuasi especulativo) hacia B/B- (riesgos significativos) se vuelve un escenario plausible. Como mencionamos más arriba, el mercado se suele adelantar a las agencias de crédito, lo cual no le quita importancia a la mejora en la calificación dado su relevancia para el flujo pasivo.

## Créditos de *duration comparable* al GD30/GD35

(referencias de 5 y 10 años)

### GD30

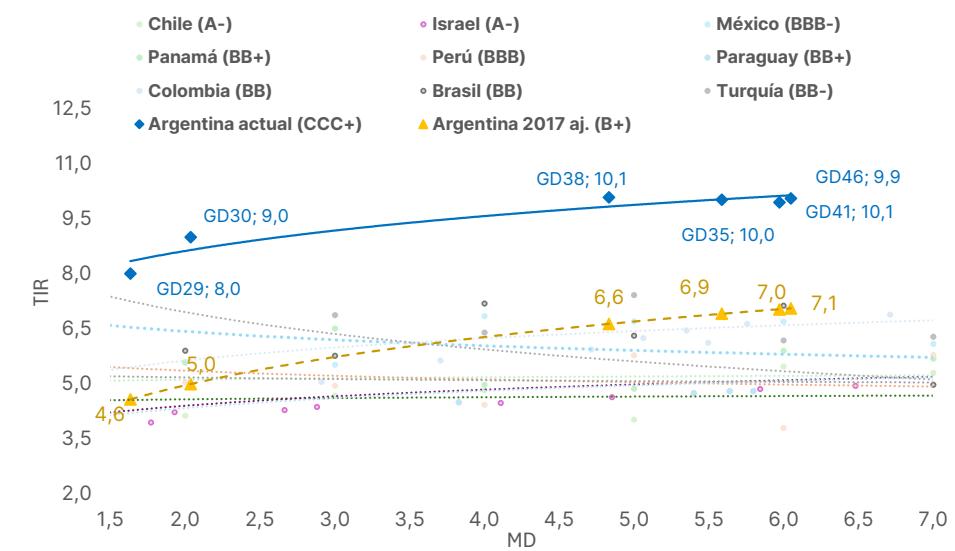
País	Fitch Rating	YTM
Panamá	BB+	4,3%
Brasil	BB	5,0%
Colombia	BB	5,6%
Egipto	B	6,5%
Nigeria	B-	7,0%
Ecuador	B-	7,5%
Pakistán	CCC+	7,4%
Argentina	CCC+	9,0%
Ucrania	CCC	25,8%
Gabón	CCC-	14,0%
Bolivia	NR	11,6%
Líbano	RD	70,8%

### GD35

País	Fitch Rating	YTM
Panamá	BB+	4,8%
Colombia	BB	6,1%
Brasil	BB	5,0%
Egipto	B-	6,4%
Nigeria	B-	7,0%
Ecuador	B-	9,2%
Pakistán	CCC+	7,4%
Argentina	CCC+	10,0%
Ucrania	CCC	15,4%
Gabón	CCC-	13,7%
Bolivia	NR	11,6%
Líbano	RD	53,3%

Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI) y calificaciones de Fitch Ratings

## Curva de bonos argentinos (Ley NY) y otros créditos



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Stock de deuda en moneda extranjera

US\$ millones	Total	% PIB
<b>Organismos Internacionales</b>	<b>82.815</b>	<b>14,7%</b>
FMI	55.132	9,8%
BID	14.642	2,6%
BIRF	9.797	1,7%
CAF	2.420	0,4%
Otros	825	0,1%
<b>Club de París</b>	<b>812</b>	<b>0,1%</b>
<b>Otros Bilaterales</b>	<b>1.923</b>	<b>0,3%</b>
<b>Banca Comercial</b>	<b>223</b>	<b>0,0%</b>
<b>Otros</b>	<b>4.951</b>	<b>0,9%</b>
Letras en Garantía	4.709	0,8%
Avalés	237	0,0%
Letras del Tesoro*	4	0,0%
<b>Deuda con BCRA*</b>	<b>55.164</b>	<b>9,8%</b>
<b>Títulos Publicos</b>	<b>100.367</b>	<b>17,8%</b>
<b>Total Moneda Extranjera</b>	<b>246.254</b>	<b>43,8%</b>

Nota: (\*) Deuda intra sector publico.

## Stock de deuda en moneda local

US\$ millones	Total	% PIB
Tasa fija	75.763	13,5%
CER	98.816	17,6%
Badlar	9.119	1,6%
Dollar Linked	9.324	1,7%
<b>Total Moneda Local</b>	<b>193.023</b>	<b>34,3%</b>
<b>Total</b>	<b>439.277</b>	<b>78,1%</b>

Nota: Datos oficiales al segundo trimestre de 2025 y actualizados con estimaciones propias a diciembre 2025.

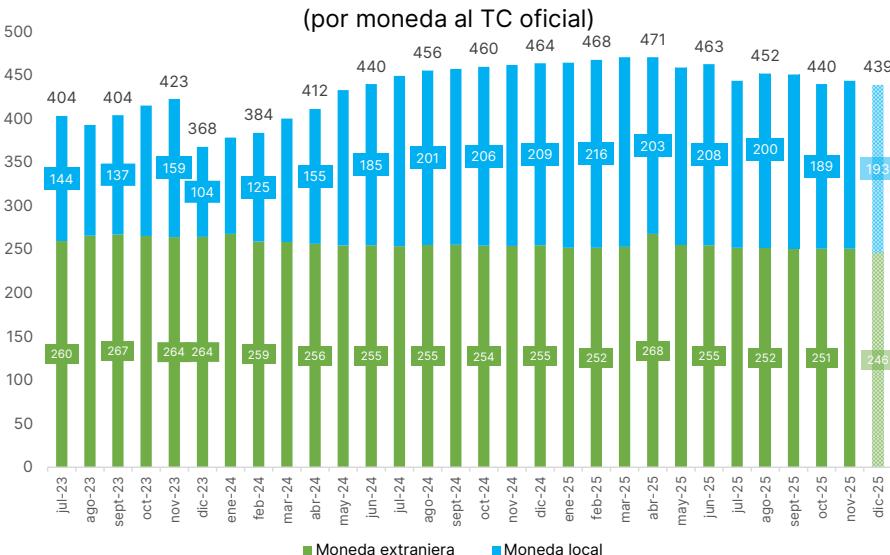
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

- Una ligera caída de la deuda pública en 2025.** La deuda bruta del sector público pasó de US\$464.000 millones en diciembre de 2024 a US\$439.000 millones en diciembre de 2025, lo cual representa un 78,1% del PBI. No obstante, si neteamos la deuda intra sector público (incluyendo nuestra estimación de deuda en bonos de mercado en dólares/pesos en manos del BCRA/FGS), la deuda neta llega al 46,2% del PBI en diciembre de 2025 (frente al 46,5% de diciembre 2024). **Esta distinción vuelve aun más evidente la falta de confianza que acarrea Argentina en términos de acceso al mercado de capitales.**

Recordemos que, hasta el resultado de las elecciones de medio término, el mercado temía por vencimientos de deuda en moneda extranjera por 3,6% y 5% del PBI en 2026 y 2027, respectivamente. De hecho, si solo tenemos en cuenta los bonos soberanos (y BOPREAL), los pagos totales son de 2% y 2,9% del PBI, en ese mismo orden.

- Vale aclarar que en esta hoja (y en todo el reporte) **los últimos datos oficiales son a junio 2025, y asumimos nuestras propias estimaciones a diciembre 2025**, incluyendo el canje intra sector público CER/Bonares anunciado al cierre de 2025 en el Boletín Oficial.

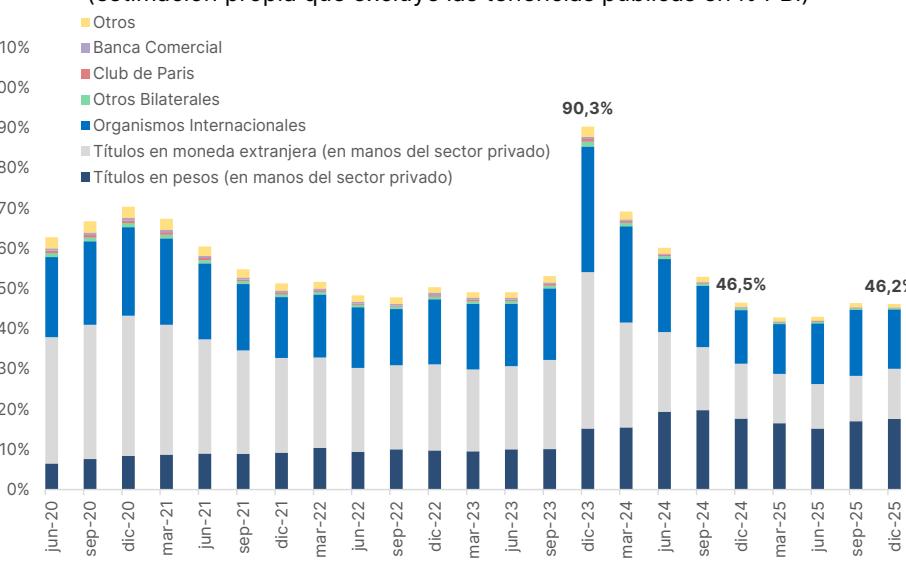
## Evolución de la deuda del Sector Público Bruta



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Evolución de la deuda del Sector Público Neta

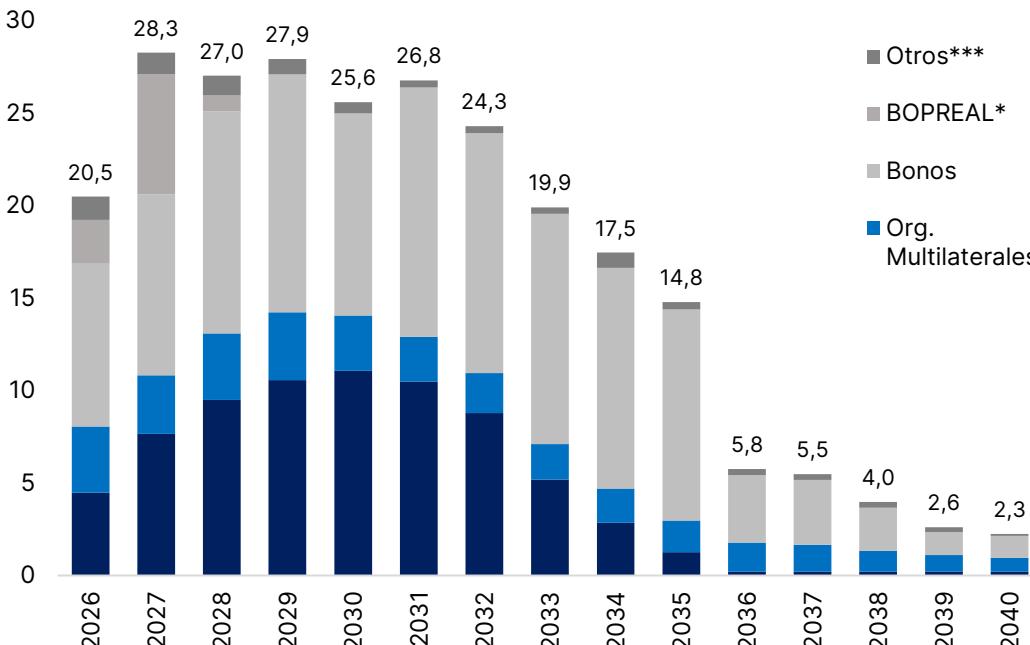
(estimación propia que excluye las tenencias públicas en % PBI)



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

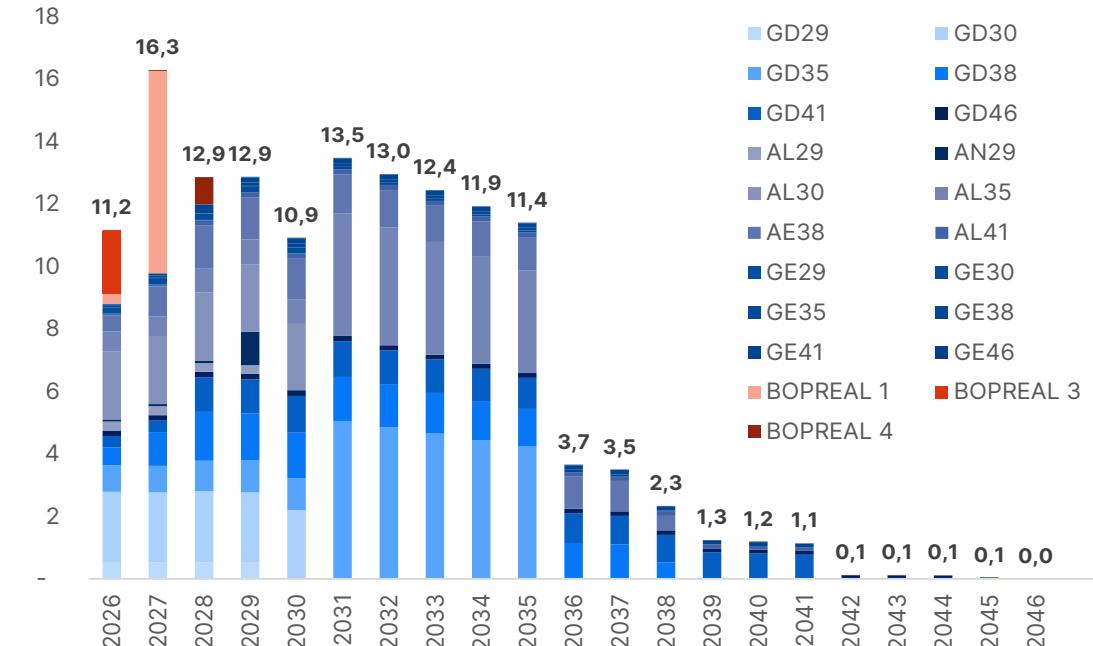
## Vencimientos de deuda por tipo de acreedor

(US\$ miles de millones)



## Vencimientos de bonos (Globales, Bonares y BOPREAL)

(US\$ miles de millones)



## Pagos de deuda durante los próximos seis años

	FMI US\$ millones	% PBI	Bonos soberanos US\$ millones	% PBI	BOPREAL* US\$ millones	% PBI	Organismos multilaterales** US\$ millones	% PBI	Otros*** US\$ millones	% PBI	Total US\$ millones	% PBI
2026	4.423	0,8%	8.815	1,6%	2.360	0,4%	3.553	0,6%	1.024	0,2%	20.175	3,6%
2027	7.649	1,4%	9.785	1,7%	6.499	1,2%	3.170	0,6%	1.164	0,2%	28.267	5,0%
2028	9.494	1,7%	11.993	2,1%	870	0,2%	3.591	0,6%	1.067	0,2%	27.016	4,8%
2029	10.561	1,9%	12.872	2,3%	0	0,0%	3.661	0,7%	827	0,1%	27.922	5,0%
2030	11.055	2,0%	10.925	1,9%	0	0,0%	3.004	0,5%	606	0,1%	25.590	4,5%
2031	10.472	1,9%	13.481	2,4%	0	0,0%	2.421	0,4%	383	0,1%	26.757	4,8%

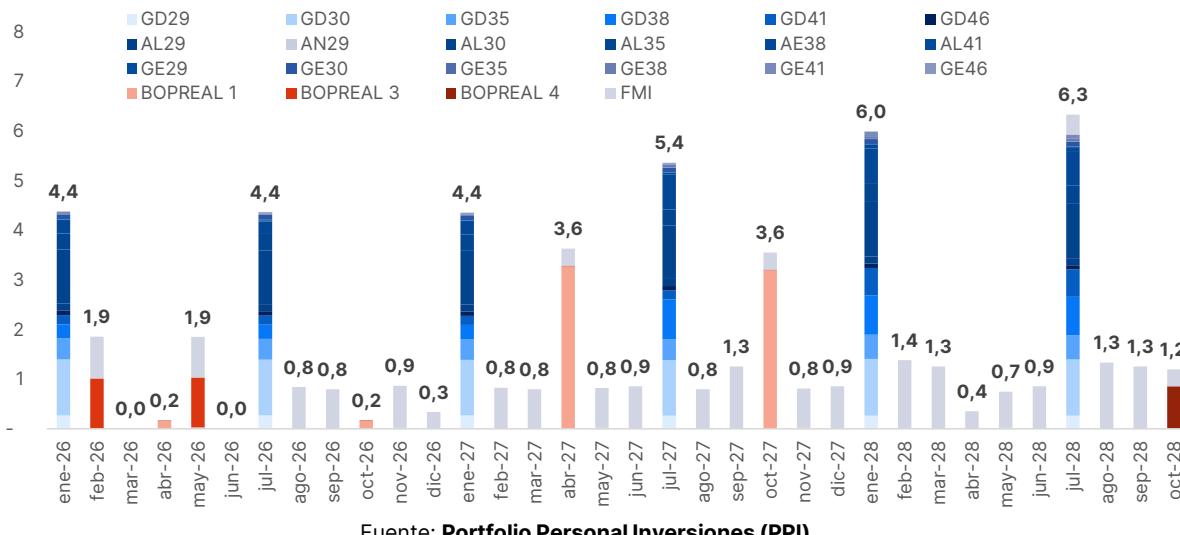
Notas: (\*) Los pagos de BOPREAL contemplan el total del outstanding, sin tener en cuenta la aplicación de las series de BOPRE 1-B/C y 4-A que serán contra pesos.

(\*\*) Los organismos multilaterales incluyen el BID, el BIRF, la CAF, el BCIE, el BEI, el FIDA, el FONPLATA y el Fondo OPEP.

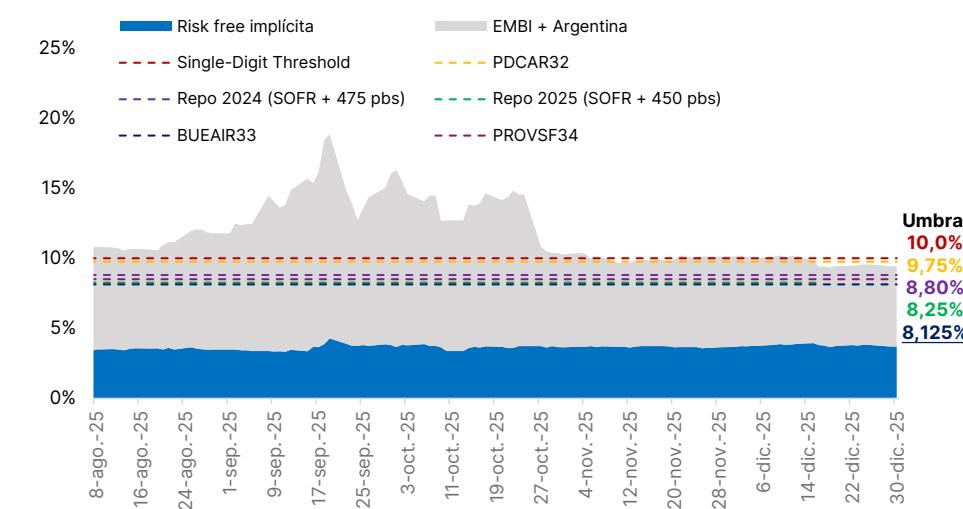
(\*\*\*) Incluye bancos comerciales, préstamos bilaterales, Club de París, Letras del Tesoro y Garantías.

- Desde diciembre 2023, destacamos que el refinanciamiento sistemático de la deuda soberana en dólares es uno de los objetivos madre de esta administración. Tras el probado acceso al mercado internacional por parte del sector corporativo (US\$6.091m en 2024 y US\$9.021m en 2025), y el debut provincial (US\$2.125m en 2025), consideramos que este año será el turno del soberano. A pesar de los dichos al final del año de Caputo (sobre "perder la dependencia de Wall Street"), creemos que el Gobierno hará todo lo posible por abrir esta ventana en algún momento de 2026. **Más allá de la importancia de desarrollar el mercado doméstico, el abultado perfil de vencimientos, y el rol clave que juega la cuenta capital en el cambio de paradigma que quiere llevar a cabo Argentina, conseguir refinanciamiento externo es una pieza clave del programa.**
- ¿Cuál será la estrategia del Tesoro? *A priori*, varias alternativas aparecen sobre la mesa para obtener un *rollover*, aunque sea parcial, de los casi US\$20.500m que vencen en 2026 (US\$13.809m tomando deuda en bonos del Tesoro, BOPREAL, pagos netos de desembolsos al FMI y 100% de *rollover* de capital e interés de otros multilaterales). En primer lugar, una colocación internacional tradicional requería la aprobación del presupuesto y la modificación de la "Ley Guzmán" para habilitar emisiones más ágiles sin pasar por el Congreso. No obstante, el costo de financiamiento de Argentina (ver gráfico a la derecha) todavía permanece cerca del 10%, lo cual implica que el riesgo país (571 puntos básicos) debe comprimir aún más. Desde nuestra óptica, el EMBI+ Argentina debe caer entre 120/170 puntos básicos para ubicarse en el rango objetivo de 400/450 puntos básicos. ¿Es alcanzable? Sí, mientras el BCRA pueda acumular "algo" de dólares a partir de enero, la actividad presente alguna recuperación y LLA conserve un buen desempeño en el Congreso. Más allá del acceso tradicional, **quebrar el "umbral del 10%" actúa como un catalizador para operaciones de pasivos/canjes**, que puedan considerarse voluntarios (no coercitivos en términos de agencias de crédito). De igual manera, no descartamos **nuevos repos de corto plazo**, la llegada de alternativas innovadoras como el **debt-to-education** (ver nuestro análisis) o canjes de bonos para aminorar las necesidades de financiamiento.

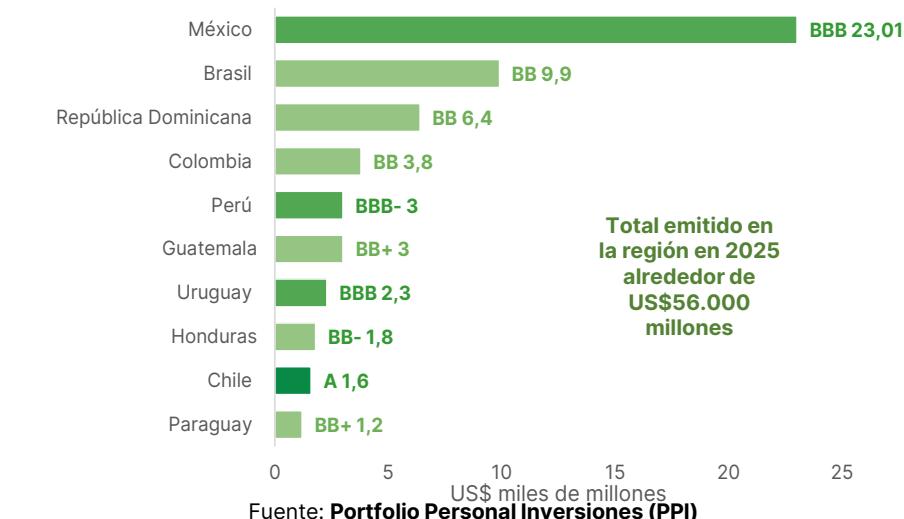
## Vencimientos de deuda en US\$: la lupa en el corto plazo



## El costo de financiamiento se acerca a niveles de mercado

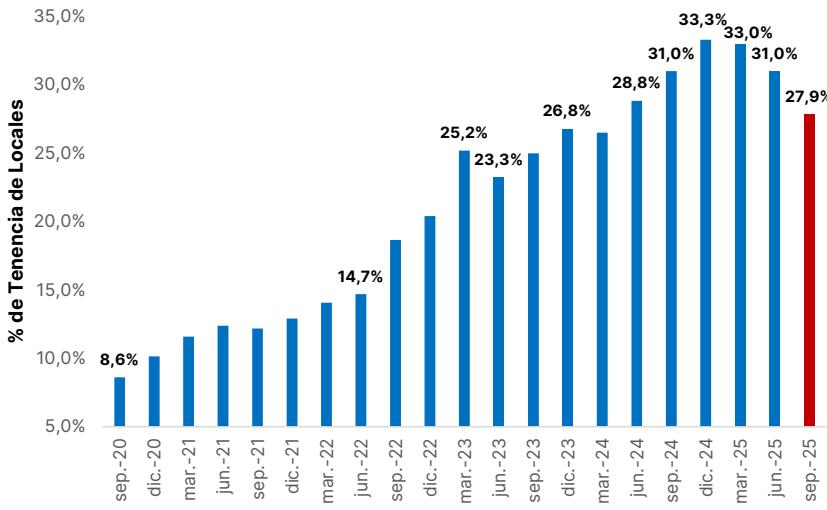


## ¿Podrá Argentina sumarse a la ola de colocaciones?



## Tenencia de Soberanos por inversores locales

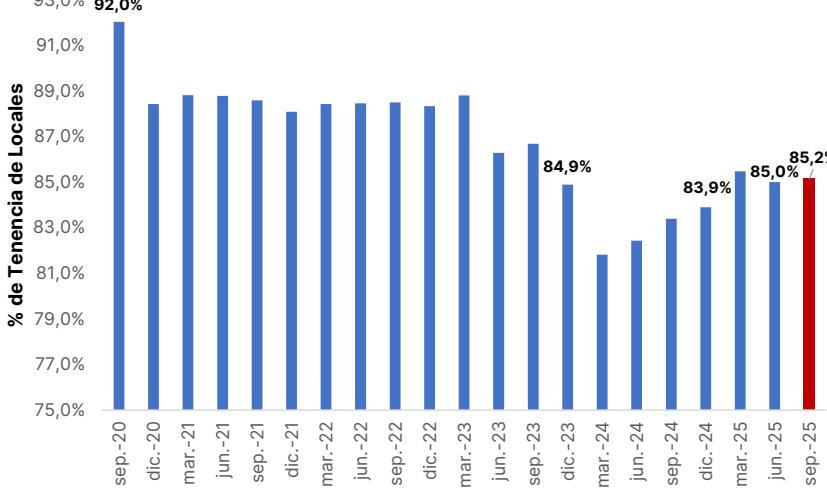
(Datos al 3T25 / Bonos Legislación New York)



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Tenencia de Soberanos por inversores locales

(Datos al 3T25 / Bonos Legislación Argentina)



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

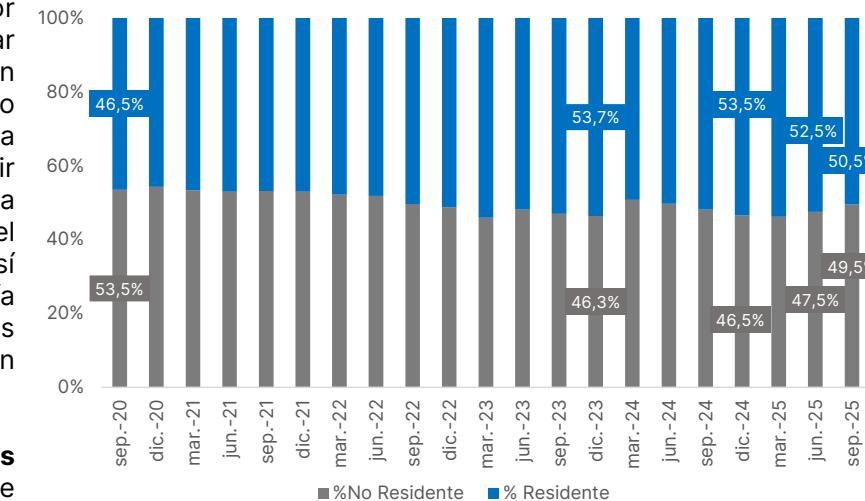
- **El viernes 9 de enero será el primer pago de cupón y capital de 2026.** El pago total alcanza los US\$4.382 millones, de los cuales US\$2.695 millones se explican por capital y el resto por intereses (US\$1.686). Cabe destacar que a fin de diciembre el Tesoro poseía depósitos en dólares por alrededor de US\$1.970m en el BCRA (incluye lo levantado en la colocación del nuevo BONAR). De esta forma, al Tesoro le faltaban cerca de US\$2.412m para cubrir la suma total, o US\$1.729m si neteamos la liquidez que irá a manos públicas (US\$683m entre FGS y BCRA). ¿Llega el *repo*? El último canje antes de cierre de año sugiere que sí ([ver análisis en nuestro Daily](#)). Además, también se contaría parte de los US\$700m de la privatización de las represas (aunque no sabemos cuánto se recibirá en pesos y en dólares).

- **Los inversores locales redujeron su tenencia de bonos soberanos ley de NY al 27,9% a septiembre de 2025** desde 31% en el 2T-25, exhibiendo la baja más abrupta desde que existe registro. Estas cifras son, en líneas generales, consistentes con los flujos de *trading* observados durante la turbulencia de mercado entre la elección local en PBA (7 de septiembre) y el apoyo de EE.UU. (22 de septiembre). Durante este período, los actores residentes adoptaron una postura más defensiva respecto a *offshore* (actuaron como compradores marginales). A la luz de este retroceso, la participación local volvió a niveles pre-blanqueo, disipando los temores de un desarme significativo de posiciones tras el 31 de diciembre (fecha límite del 5% de penalidad aplicable a las asignaciones originadas en el blanqueo).

- **¿Podría haber menos reinversión de cupones que en otras ocasiones?** A simple vista, los tenedores locales son más propensos a reinvertir los cupones, lo cual implicaría menor reinversión (dada la actualización de tenencias). Además, las empresas podrán girar utilidades por el ejercicio 2025, lo cual irá normalizando la tenencia de bonos por parte de residentes. Vale recordar que, en septiembre de 2020, los jugadores locales solo poseían 8,6% de los bonos Globales.

## Tenencia de Soberanos por tipo de inversor

(Datos al 3T25 / todas las legislaciones)



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Los números detrás del pago de enero

(incluye canje intra-sector público fin de 2025)

Instrumento	Pago en USD cada USD 100 VN			Pago (US\$)		
	Principal	Interés	Total	Total	Público	Privado
GD29	10,00	0,40	10,40	<b>273</b>	4	269
GD30	8,00	0,30	8,30	<b>1.128</b>	142	985
GD35		2,06	2,06	<b>421</b>	7	415
GD38		2,50	2,50	<b>285</b>	6	278
GD41		1,75	1,75	<b>183</b>	6	177
GD46	2,27	1,97	4,24	<b>89</b>	0	89
AL29	10,00	0,40	10,40	<b>145</b>	65	80
AL30	8,00	0,30	8,30	<b>1.088</b>	43	1.045
AL35		2,06	2,06	<b>327</b>	250	77
AE38		2,50	2,50	<b>252</b>	164	88
AL41		1,75	1,75	<b>27</b>	5	22

Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## El camino del riesgo país para acceder al mercado



## Riesgo país de Ecuador vs EMBI+ en 2023



- Algunas de los caminos para testear el mercado internacional quedaron truncos, como el ***debt-to-education***, similar a los ***debt-to-nature swaps*** ejecutados en Ecuador (2023) y El Salvador (2024). En esta especie de operaciones, un organismo multilateral otorga un colateral para garantizar una nueva emisión soberana, la cual dada su garantía rendirá menos que una colocación no-garantizada. De esta manera, el país puede obtener fondos para hacer recompras de deuda vieja, mejorando su perfil de pagos y disminuyendo su carga de intereses. Como contraprestación, el país se compromete a utilizar parte del "ahorro" a una causa noble, que en el caso del ***debt-to-education*** podría ser el financiamiento de programas de educación, estructura educativa, becas u otros relacionados.

- ¿**Puede Argentina beneficiarse del Corolario de Trump?** El apoyo de EE.UU. (fuera de la ayuda pre-electoral) responde más a un giro relevante en su estrategia geopolítica que a un simple apoyo. La medida se inscribe en una redefinición de la estrategia de seguridad nacional de EE. UU. bajo el enfoque *America First*, que prioriza la seguridad económica, energética y de abastecimiento, buscando reducir dependencias externas y fortaleciendo relaciones bilaterales alineadas con sus intereses. En ese marco, América Latina pasa a ocupar un rol estratégico central dentro del hemisferio occidental. De ahí, el propio Trump habla de una reversión de la antigua doctrina Monroe. En otras palabras, busca consolidar su influencia regional, limitar la presencia de potencias extra-hemisféricas y desarrollar conjuntamente energía, minerales críticos, *nearshoring* industrial y fortalecimiento de infraestructura. Para Argentina, esto abre una oportunidad relevante, en especial, en los sectores más auspiciosos en términos de futuras exportaciones: energía y minería. Proyectos como la explotación de Vaca Muerta, el procesamiento de gas GNL y la minería de cobre y litio podrían beneficiarse de mayor inversión y cooperación, siempre que el país ofrezca estabilidad regulatoria, alineamiento político y seguridad jurídica. El alcance de este marco es muy amplio, por lo cual no tenemos definiciones, plazos o factibilidad.

- ¿Llegará el colateral para realizar una operación por el estilo? ¿Puede Argentina beneficiarse del giro en la estrategia geopolítica de EE.UU.? No descartamos percibir algún beneficio fuera del radar en algún momento del año. En lenguaje financiero, **tomamos estos temas como calls 'out of the money' en términos de la valuación de los activos.**

## ¿Hasta dónde llega el alcance de la doctrina Monroe 2.0?

Beneficio Potencial	Descripción
<b>Aumento de la Inversión Extranjera Directa (IED)</b>	La estrategia de EE. UU. para "reemplazar a China" en sectores estratégicos podría traducirse en un <b>flujo significativo de capital</b> estadounidense hacia Vaca Muerta, el litio y la minería, algo crucial para la macroeconomía argentina.
<b>Mejora del financiamiento</b>	La alineación geopolítica podría facilitar el <b>acceso a financiamiento bilateral favorable</b> (préstamos directos y créditos de bancos de desarrollo) y un <b>mayor apoyo de EE. UU. en organismos multilaterales</b> como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o el Banco Mundial.
<b>Desarrollo tecnológico y Know-How</b>	La necesidad estadounidense de asegurar las cadenas de valor podría incluir la <b>transferencia de tecnología avanzada</b> (por ejemplo, en la explotación del <i>shale</i> en Vaca Muerta o el desarrollo de reactores nucleares modulares) para <b>acelerar los tiempos</b> , garantizar la calidad y la seguridad del suministro.

Actualizamos nuestro ejercicio de retorno total a 12 meses vista (sin reinversión de cupones). Contemplamos cuatro escenarios (dos positivos y dos negativos, que se explican con mayor detalle más adelante) para los cuales se estima el retorno total a 12 meses de cada bono. A simple vista, observamos el efecto *duration*, tanto en escenarios constructivos como adversos, siendo el tramo largo el más sensible a movimientos en la tasa de interés. Cada escenario cuenta con una probabilidad de ocurrencia, seleccionada y actualizada en nuestros *brainstorming* internos. La última modificación de estas probabilidades tuvo lugar cuando el BCRA anunció el nuevo ajuste de las bandas cambiarias y el programa de acumulación de reservas. **Mantenemos nuestra preferencia por títulos largos, donde destacamos al GD41 en la Ley NY y al AE38 en la legislación local.**

## Escenarios de Retorno Potencial (*Upside/Downside*) de los Globales y Bonares a 12 meses vista

Ticker	Actual			A 12 meses				A 12 meses				A 12 meses				A 12 meses			Retorno esperado
	Precio	MD	TIR	TIR Est.	Precio Est.	Pagos intermedios	Retorno Total	TIR Est.	Precio Est.	Pagos intermedios	Retorno total	TIR Est.	Precio Est.	Pagos intermedios	Retorno total	Precio Est.	Pagos intermedios	Retorno Total	
<b>GD29</b>	71,73	1,59	8,0%	4,6%	57,6	20,8	<b>9,3%</b>	9,3%	54,5	20,8	<b>5,0%</b>	28,0%	45,20	20,8	<b>-8,1%</b>	17,7	20,8	<b>-46,5%</b>	<b>3,6%</b>
<b>GD30</b>	68,41	1,99	9,0%	5,0%	60,5	16,6	<b>12,6%</b>	9,6%	56,1	16,6	<b>6,3%</b>	26,3%	44,79	16,6	<b>-10,3%</b>	19,8	16,6	<b>-46,8%</b>	<b>4,9%</b>
<b>GD35</b>	76,32	5,55	10,0%	6,9%	92,1	4,1	<b>26,0%</b>	9,5%	81,1	4,1	<b>11,6%</b>	19,8%	51,83	4,1	<b>-26,7%</b>	28,9	4,1	<b>-56,8%</b>	<b>8,3%</b>
<b>GD38</b>	80,07	4,78	10,1%	6,6%	95,2	5,0	<b>25,2%</b>	9,7%	83,7	5,0	<b>10,7%</b>	20,7%	57,28	5,0	<b>-22,2%</b>	34,0	5,0	<b>-51,3%</b>	<b>8,5%</b>
<b>GD41</b>	70,80	6,00	10,1%	7,1%	86,9	3,5	<b>27,6%</b>	9,3%	76,7	3,5	<b>13,3%</b>	19,4%	48,82	3,5	<b>-26,1%</b>	29,8	3,5	<b>-53,0%</b>	<b>9,7%</b>
<b>GD46</b>	70,01	5,95	9,9%	7,0%	80,4	8,4	<b>26,9%</b>	9,0%	71,3	8,4	<b>13,8%</b>	19,6%	43,73	8,4	<b>-25,5%</b>	26,3	8,4	<b>-50,4%</b>	<b>9,9%</b>
<b>AL29</b>	68,93	1,54	10,7%	4,5%	57,7	20,8	<b>13,8%</b>	10,1%	54,0	20,8	<b>8,5%</b>	29,2%	44,75	20,8	<b>-5,0%</b>	16,0	20,8	<b>-46,7%</b>	<b>7,4%</b>
<b>AN29</b>	88,22	3,30	10,6%	5,9%	102,2	6,3	<b>23,0%</b>	9,8%	90,0	6,3	<b>9,1%</b>	24,0%	58,95	6,3	<b>-26,1%</b>	26,1	6,3	<b>-63,3%</b>	<b>6,3%</b>
<b>AL30</b>	65,41	1,93	11,4%	4,9%	60,5	16,6	<b>17,9%</b>	10,1%	55,8	16,6	<b>10,6%</b>	28,5%	43,66	16,6	<b>-7,9%</b>	17,1	16,6	<b>-48,6%</b>	<b>9,1%</b>
<b>AL35</b>	75,03	5,52	10,3%	6,9%	92,1	4,1	<b>28,3%</b>	9,7%	80,5	4,1	<b>12,8%</b>	20,1%	51,37	4,1	<b>-26,0%</b>	24,8	4,1	<b>-61,4%</b>	<b>9,7%</b>
<b>AE38</b>	77,39	4,70	10,8%	6,6%	95,4	5,0	<b>29,7%</b>	9,9%	83,0	5,0	<b>13,7%</b>	22,0%	55,06	5,0	<b>-22,4%</b>	27,2	5,0	<b>-58,4%</b>	<b>11,3%</b>
<b>AL41</b>	71,23	6,02	10,0%	7,0%	86,9	3,5	<b>27,0%</b>	9,2%	77,3	3,5	<b>13,4%</b>	19,5%	48,53	3,5	<b>-27,0%</b>	25,3	3,5	<b>-59,5%</b>	<b>9,4%</b>
Probabilidades actuales			30%				50%				20%				0%				
Probabilidades al 12 de dic. 2025			30%				45%				25%				0%				

Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

### Mejor momento de Macri (2017) ajustado por tasas globales

El resultado y la rápida vocación de diálogo/negociación con la oposición moderada trae nuevamente esta posibilidad a la mesa. Argentina accedería al mercado global (y lo mantendría abierto). Requiere una normalización total del esquema cambiario, una recuperación de la actividad económica, y la sostenibilidad en el tiempo de los acuerdos políticos para aprobar el plan de reformas estructurales.

### Mejor momento de Milei (9 de enero 2025) -100 pbs

Contempla acceder (parcialmente) a los mercados de deuda internacional en moneda dura (dólares). Representa una curva relativamente *flat*, con rendimientos efectivos de un dígito. Es consistente con una evolución lenta (intensa negociación) de la aprobación del plan de reformas.

### De vuelta a la curva de mediados de julio 2024

El escenario negativo implica no lograr mayorías parlamentarias sólidas (o duraderas en el tiempo), no dar *"delivery"* de reformas palpables o un cambio abrupto en las condiciones de liquidez global. Este escenario refleja un mercado internacional cerrado para Argentina. Necesidad de mantener el soporte de EE. UU. presente.

### Precios pre-balotaje 2023

Este escenario contempla un pico de estrés considerable. La probabilidad de que los Globales coticen en niveles de reestructuración. Tras el batacazo electoral de octubre, creemos que la probabilidad de percibir este escenario en los próximos doce meses tiende a 0%.

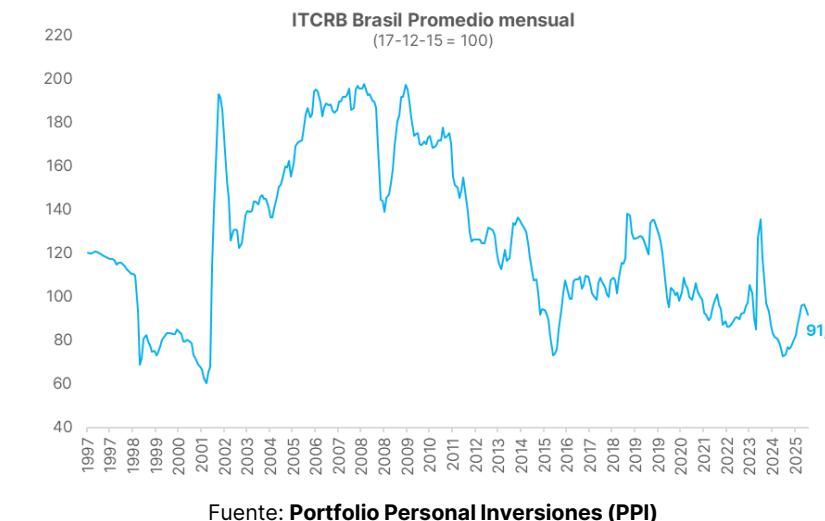
## Elecciones: Brasil & EE. UU.

El calendario internacional de 2026 estará cargado de eventos relevantes para Argentina. En noviembre se celebrarán las elecciones de medio término en EE. UU., con especial atención en la dinámica política y en el vínculo entre Trump y Milei. Nueve días antes tendrá lugar una cita incluso más sensible para el frente local: las elecciones presidenciales en Brasil, principal socio comercial de Argentina. El tipo de cambio real bilateral con Brasil explica 32% del TCRM, lo que refleja la relevancia en el intercambio comercial de manufacturas. Por esta razón, el resultado electoral de octubre será clave para la macro local. Si bien todavía falta, el escenario actual muestra una contienda reñida. El actual presidente, Lula, buscaría la reelección frente a Flávio Bolsonaro, hijo del expresidente Jair Bolsonaro, quien permanece inhabilitado para competir hasta 2030. Los mercados de apuestas colocan a Lula como favorito, con 48% de probabilidad. En conjunto, el espacio bolsonarista en sentido amplio ronda el 40%, lo cual refleja un desenlace abierto.

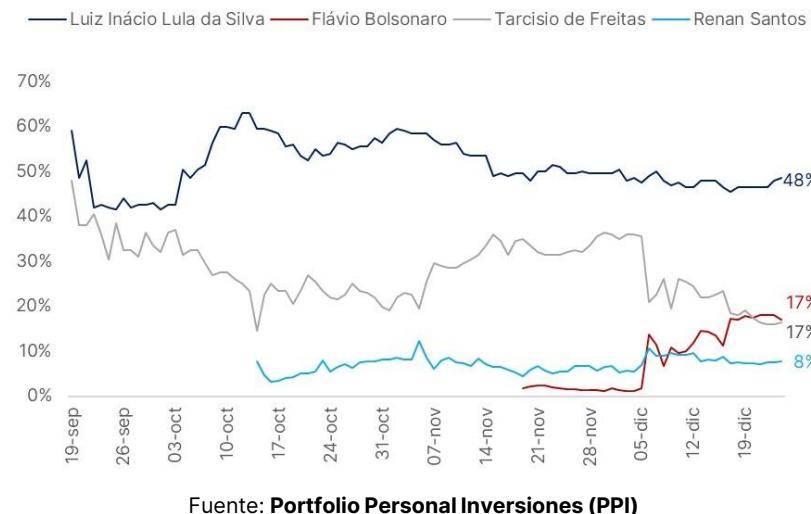
## Precio de los commodities: Agro & Energía

¿Qué preocupa por el lado de la balanza comercial? El mercado global de petróleo enfrenta un escenario complejo. La OPEP+ podría mantener altos niveles de producción, mientras que otros jugadores como EE. UU. y Brasil aportarían volúmenes significativos. Al mismo tiempo, la demanda global proyectada para 2026 muestra señales de debilidad, afectada por la desaceleración económica en China y Europa y por una transición gradual hacia fuentes de energía más limpias. En ese contexto, las tensiones geopolíticas siguen siendo un factor de riesgo, con focos en Venezuela, la guerra en Ucrania y episodios de inestabilidad en África. Además, los factores vinculados a la demanda también representan un riesgo para el mercado de granos. Sin embargo, la perspectiva de un dólar más débil a nivel global debería jugar a favor de los precios y el nuevo esquema de retenciones podría generar incentivos a nivel local para incentivar mayor producción (marginal en 2026).

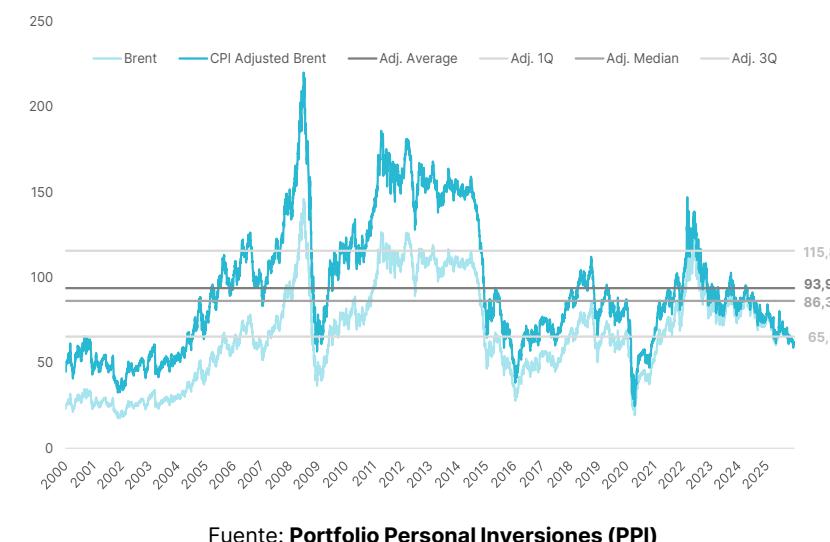
## Evolución del ITCRB con Brasil



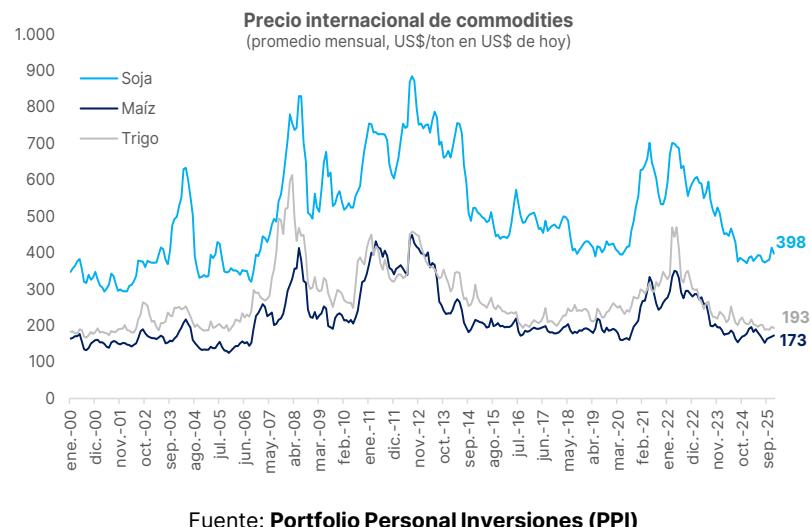
## ¿Quién ganará las elecciones presidenciales de Brasil? (Polymarket)



## El Brent está en un valor históricamente bajo



## Los granos están lejos de máximos



## Política monetaria: Fed & otros bancos centrales

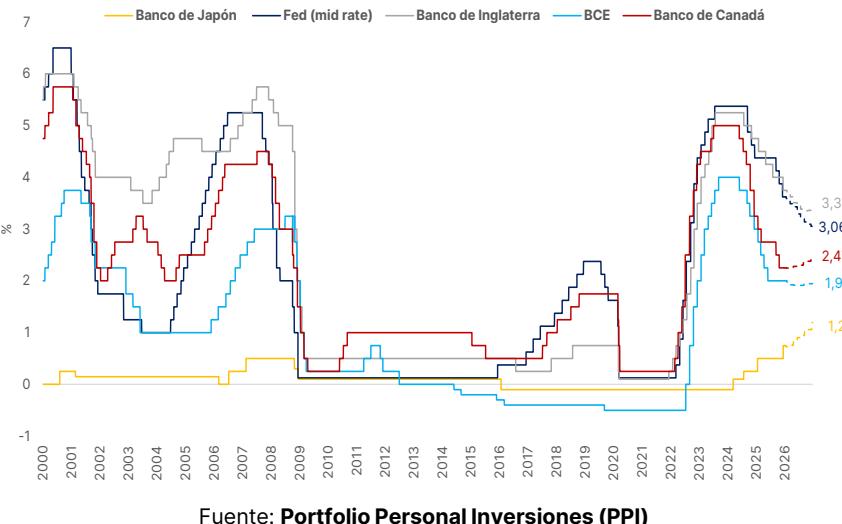
Ya sea por razones políticas o por la fragilidad que viene mostrando el mercado laboral en EE. UU., es probable que la Fed continúe con el ciclo de baja de tasas el próximo año. Recordemos que la última decisión del organismo fue, en algún punto, a ciegas por el *shutdown*, ya que recién una semana más tarde se conocieron en conjunto los *job reports* de octubre y noviembre. Este último mostró que la tasa de desempleo cerró en 4,6%, por encima del 4,5% que la Fed proyectaba para fin de año. Además, se observó un salto en la tasa de subempleo, un indicador que suele anticipar el ciclo, que terminó el año en 8,7%. Por esta razón, más allá de que la Fed proyecte un solo recorte para 2026, el mercado descuenta al menos dos, con un 30% de probabilidad de que sean tres. En cambio, el Banco Central Europeo se encamina a mantener la tasa sin cambios. Algo similar ocurre con el Banco de Canadá, del cual se espera una suba, al igual que en los casos de Nueva Zelanda, Australia y Japón. Dentro de las grandes economías, el único banco central que seguiría bajando la tasa es el Banco de Inglaterra, aunque a un ritmo más moderado, ya que se descuenta al menos un recorte y existe una probabilidad cercana al 50% de que sean dos.

## Carry trade global: Japón & flujos EM

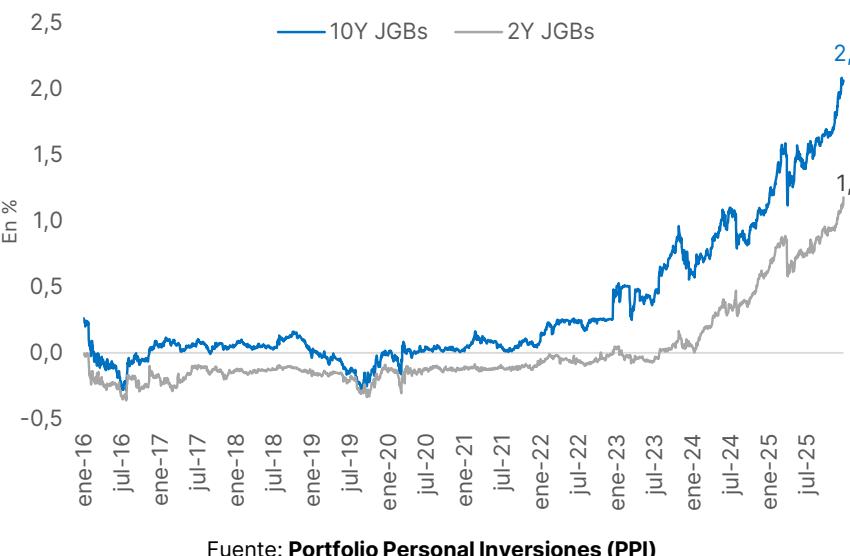
Esta dinámica podría extender la depreciación del dólar y fortalecer el flujo hacia mercados emergentes, algo que se vio en buena parte del 2025 (DXY -9,7% y EMB +7,8%). Uno de los grandes riesgos existentes gira en torno a la política monetaria del Banco de Japón. El mercado históricamente apalancó sus estrategias de *carry trade* globales en las tasas ultrabajas en yenes. Si el ciclo de subas termina siendo más agresivo de lo esperado, puede representar un riesgo para los mercados emergentes. Hoy, tanto la tasa de política monetaria como la tasa a 2 años cotizan en niveles que no se veían desde 1995.

## Evolución y expectativa de tasas a nivel global

(tasas de política monetaria)

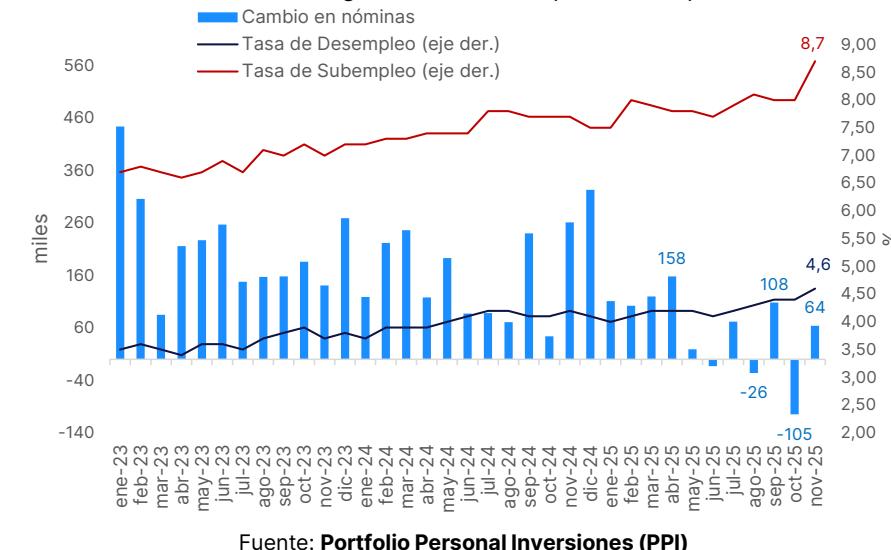


## Evolución del rendimiento de los JGBs

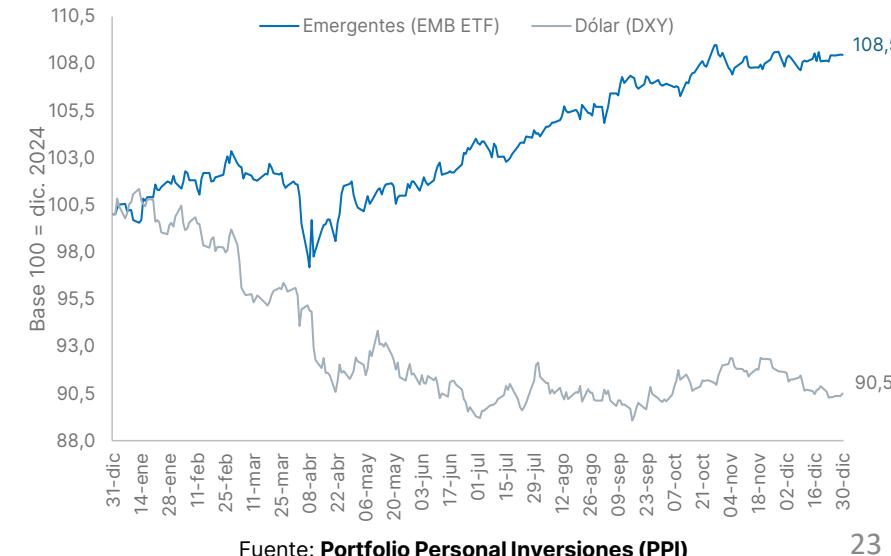


## El foco de la Fed sobre el mercado laboral

(nóminas no agrícolas vs. desempleo/subempleo)

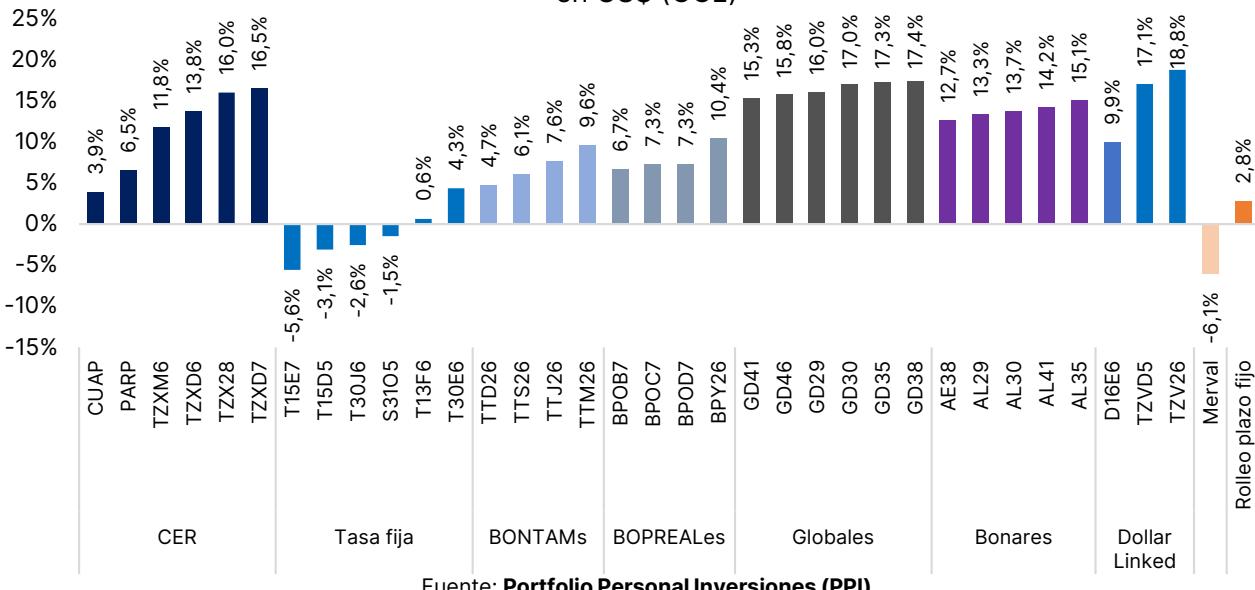


## Evolución del dólar vs. mercados emergentes



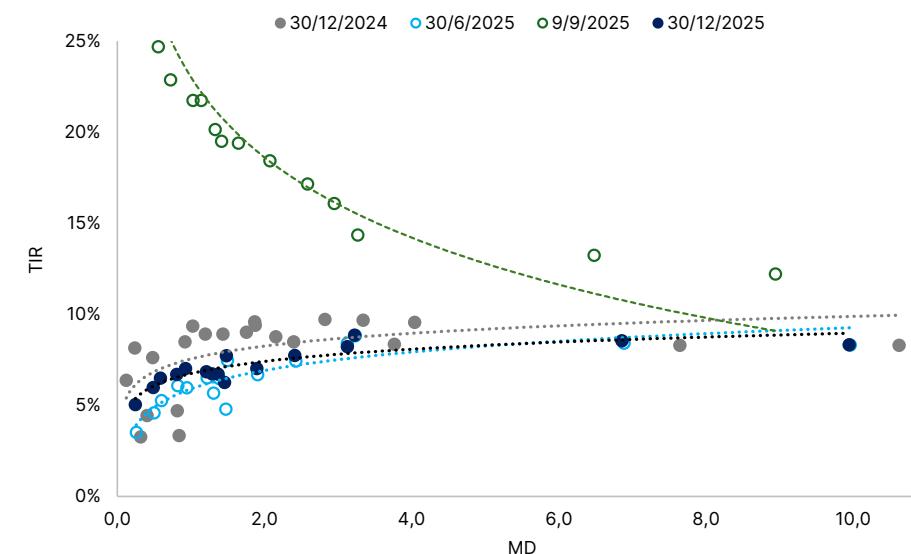
- No fue un gran año para el *carry trade*.** Más allá de la incertidumbre política y los sucesivos cimbronazos cambiarios, las estrategias en pesos sufrieron por partida doble ante los cambios en la política monetaria. Dicho esto, no sorprende que los retornos en dólares de **los instrumentos en pesos quedaron rezagados a la historia de crédito (bonos en moneda dura)**. Si bien el riesgo país acabó en el mismo nivel, el devengamiento de tasa y el efecto *pull-to-par* de la deuda en dólares fue suficiente para ganarle a la mayoría de las alternativas en pesos, a excepción de algunos títulos CER largos, que lograron subirse al podio de los rendimientos. De hecho, los retorno en pesos de los instrumentos tasa fija no superaron a la evolución del CCL (ver gráfico de abajo).
- ¿Un rasgo distintivo de las tasas en 2025?** Como mencionamos más arriba, la volatilidad de tasas acompañó la evolución de las curvas en pesos. A simple vista, las mismas comienzan en niveles más cercanos a los observados durante el primer trimestre de 2025 que del tercer trimestre, cuando las tasas reales se dispararon (ver gráficos a la derecha). Respecto al inicio del año pasado, la curva tasa fija exhibe una pendiente negativa menos pronunciada, lo cual revela un mercado menos confiado en el sendero de desinflación ([ver análisis en detalle](#)). Si bien la parte corta marca una nominalidad significativamente más baja que la del año pasado, la parte larga continúa mostrando cierta resistencia, evidenciada en el aplanamiento de la curva. En tanto, la forma de la curva CER volvió a tener pendiente positiva, pero esta vez, con todos sus bonos por debajo de los dos dígitos de tasa real. A pesar de los fuertes vaivenes del año, el Tesoro fue construyendo una curva de pesos más densa, no solo en cuanto a la extensión de plazos en tasa fija (el punto más largo de este segmento es de 1,5 MD, vs 1,1 MD, el más largo en 2024), si no también en el menú de opciones.

**Cuadro de retorno total deuda argentina en 2025**  
en US\$ (CCL)

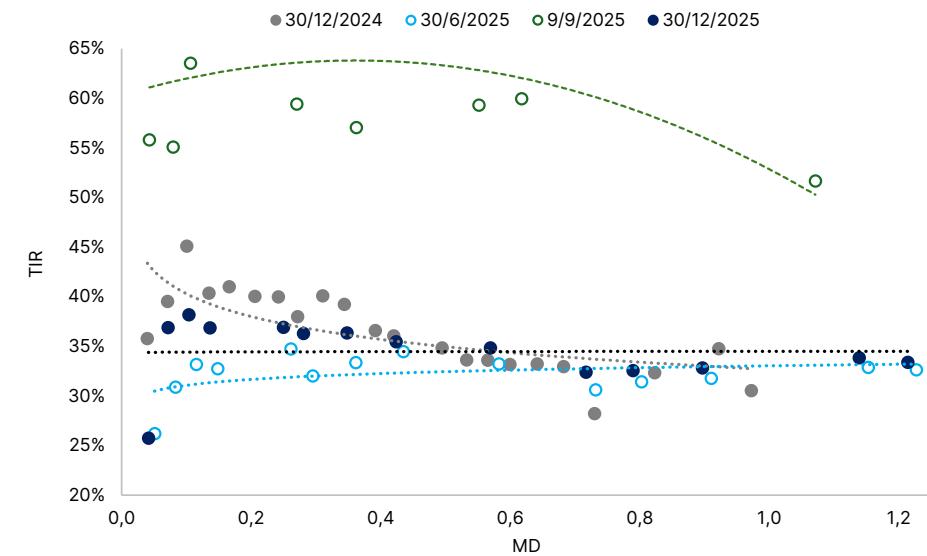


Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

**Curva de bonos ajustados por CER**



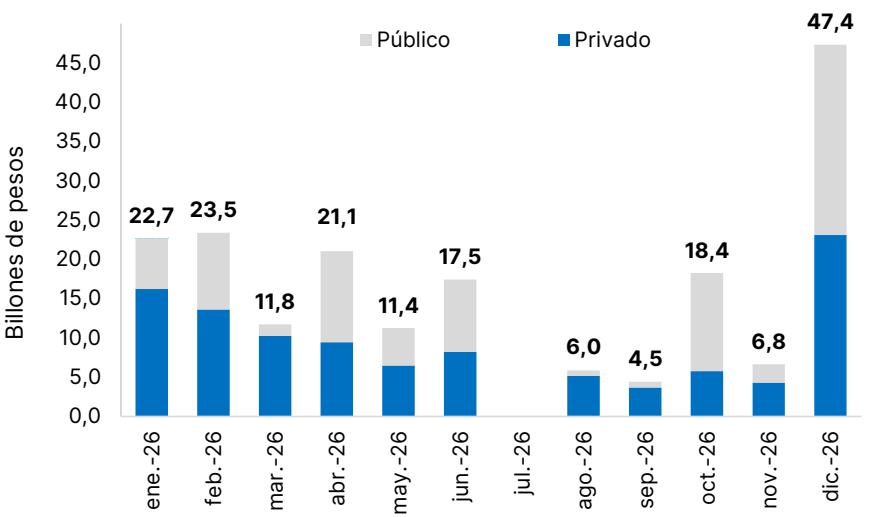
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)  
**Curva de bonos a tasa fija en pesos**



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Perfil mensual por tipo de acreedor

(AR\$ billones)



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

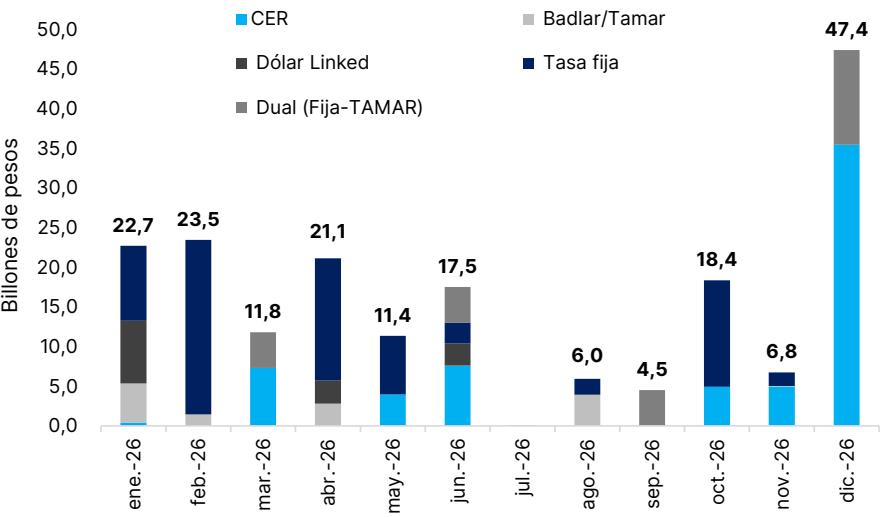
## Detalle de los vencimientos en pesos por semestre

	Público (ARS billones)	Privado (ARS billones)	Total (ARS billones)	Total US\$ FX Oficial (mM)	Total US\$ CCL (mM)	% PBI
2026	43,8	64,3	108,1	74,1	70,8	12,7%
	41,0	42,1	83,1	56,9	54,4	9,8%
2027	7,1	19,5	26,6	18,2	17,4	3,1%
	17,4	9,4	26,7	18,3	17,5	3,1%
2028	14,1	5,9	20,1	13,7	13,1	2,4%
	0,1	0,5	0,7	0,5	0,4	0,1%

Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

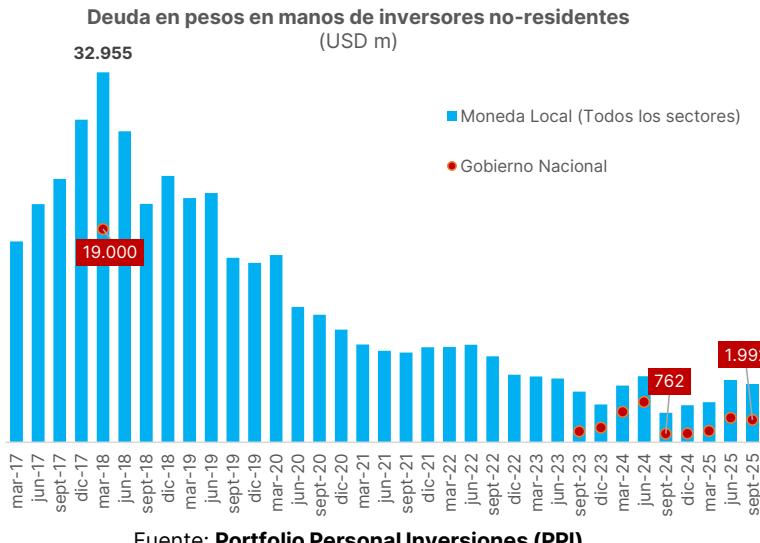
## Perfil mensual por tipo de ajuste

(AR\$ billones)



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## ¿Hay espacio para *carry* de jugadores externos?



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

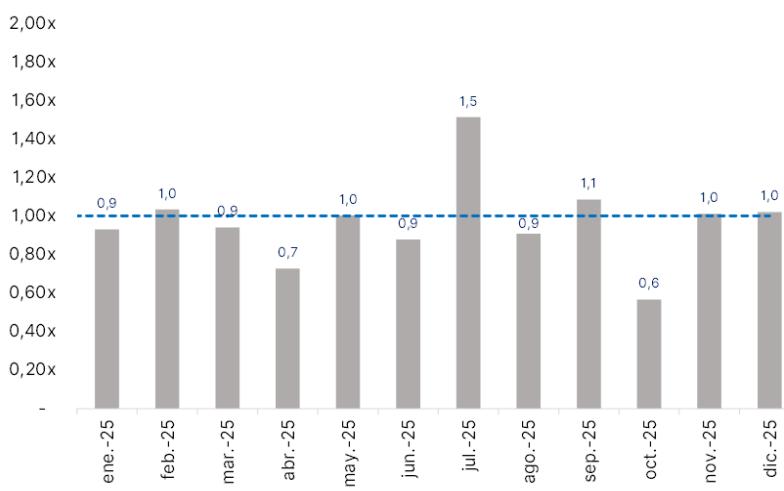
- Uno de los principales desafíos de levantar restricciones era el refincamiento de la deuda en pesos. En este sentido, podemos decir que el Tesoro surcó el año exitosamente en un contexto de altísima volatilidad. De cara al 2026, **no vemos grandes riesgos en su refincamiento, aunque estaremos atentos a cómo se fondeará** la cuenta del Tesoro en el BCRA (actualmente AR\$4,17 billones), en especial, si la demanda real de pesos se recupera y las compañías requieren cobrar sus posiciones. Si bien el año empezará con un mes relativamente desafiante, los vencimientos de enero ascienden a \$22,7 billones y solo \$16 billones están en manos de privados, en línea a meses anteriores.
- La posición de deuda en moneda local por parte de tenedores no-residentes tiene espacio para ganar este año.** El BONTE 2030, fue la gran novedad del 2025 en el segmento de pesos (se colocó el equivalente a US\$1.500 millones). Actualmente, la posición extranjera en títulos en pesos del gobierno es apenas inferior a los US\$2.000 millones (ver gráfico).
- Aún así, **si bien creemos que el *carry* en los EM continuará en 2026, no avizoramos que el gobierno utilice esta ventana para hacer un festival de colocaciones internacionales en pesos que haga volver a los niveles de la gestión Macri, cuando la tenencia de jugadores offshore era 10 veces la actual.** Desde nuestra óptica, el propio equipo económico, que sufrió en carne propia el *sudden-stop* de 2018, evitaría el ingreso significativo de *hot money* y creemos que el apetito del inversor extranjero es más cauto. Aun así, esperamos *inflows* en este segmento que darán aire al *rolleo* de la deuda en moneda local y contribuirían al financiamiento externo desde la cuenta capital.

## Vida promedio de la deuda en pesos (años)



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Ratios de *rollover* mensuales en 2025



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

- **El desafío del 2026 no pasa por el tamaño de los vencimientos**, sino por mejorar las características del stock de deuda. En otras palabras, elegir la combinación de tipo de ajuste, plazo y nivel de *rollover* que haga posible retomar **el objetivo de extender la vida promedio de la deuda**, la cual cerró el año en 1,6 años (niveles cercanos a los mínimos de diciembre de 2023). Es un desafío para el cual el gobierno deberá considerar no sobrecargar el 2027, cuando esperamos que el mercado active el "modo electoral" nuevamente.
- **El susto de la tasa a fin de año atenta al cumplimiento de este objetivo.** A *priori*, cabría esperar un año con una volatilidad más acotada, al menos por factores exógenos del plano político. No obstante, el propio esquema de agregados monetarios es proclive a mayor volatilidad de tasa (como observamos al cierre de 2025). Menor estabilidad en las tasas cortas (o el costo de fondeo), deteriora las chances de incrementar el apetito por *duration* en los inversores.
- **El ritmo de la nominalidad también jugará un papel clave.** El gobierno querrá extender plazos con un incremento de la participación de la tasa fija. Además de potenciales cimbronazos monetarios, la inflación viajando por encima del 2% mensual dificulta este frente. Ergo, extender *duration* aún presenta un riesgo adicional (la selección del tipo de activo), tanto desde la óptica del colocador como del inversor. Actualmente, la indexación de la deuda del Tesoro se ubica en 56%, frente a 72,3% de diciembre de 2024. El gobierno parece haber tomado nota de esto, y en la última licitación del año, el FGS (ANSES) viró a instrumentos CER largos (TZX28, a junio de 2028).

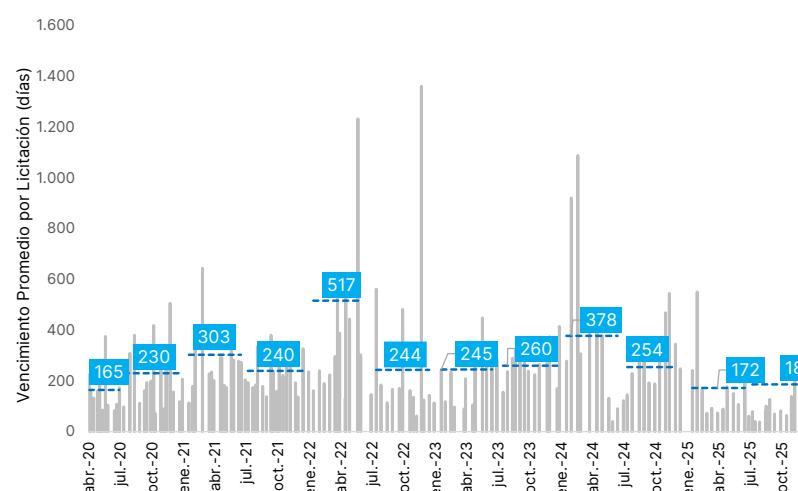
## Evolución de indexación de la deuda del Tesoro

(componente indexado en % del total)

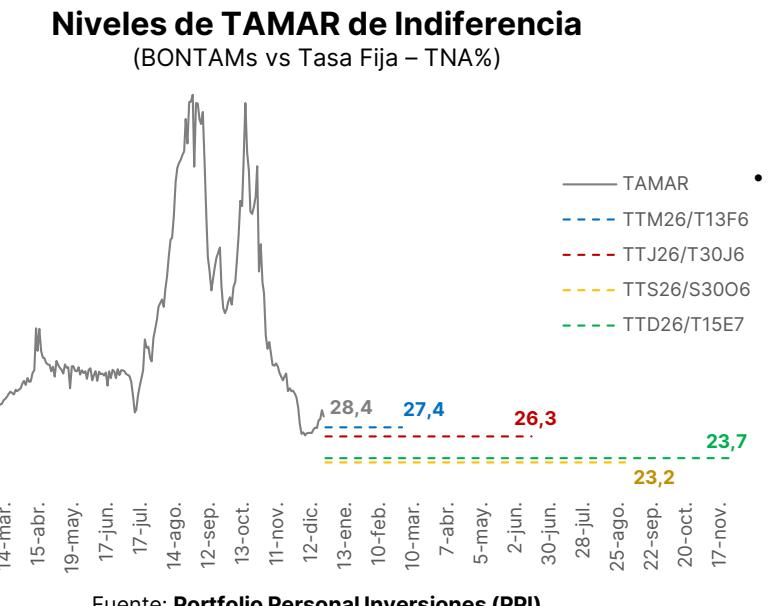
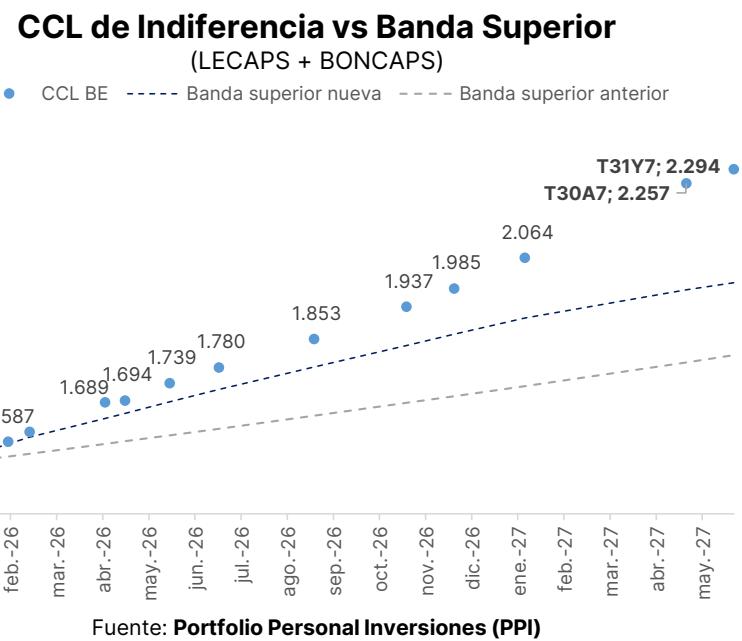
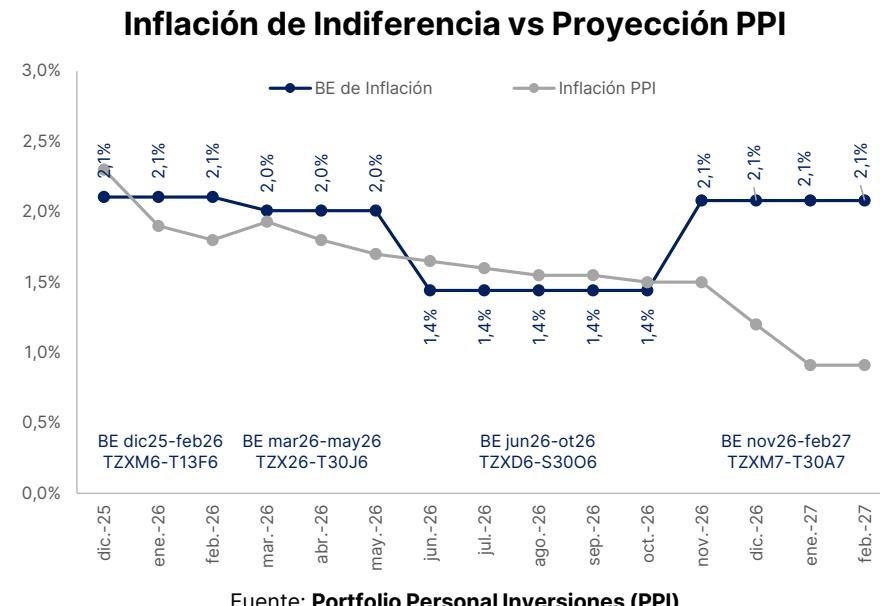
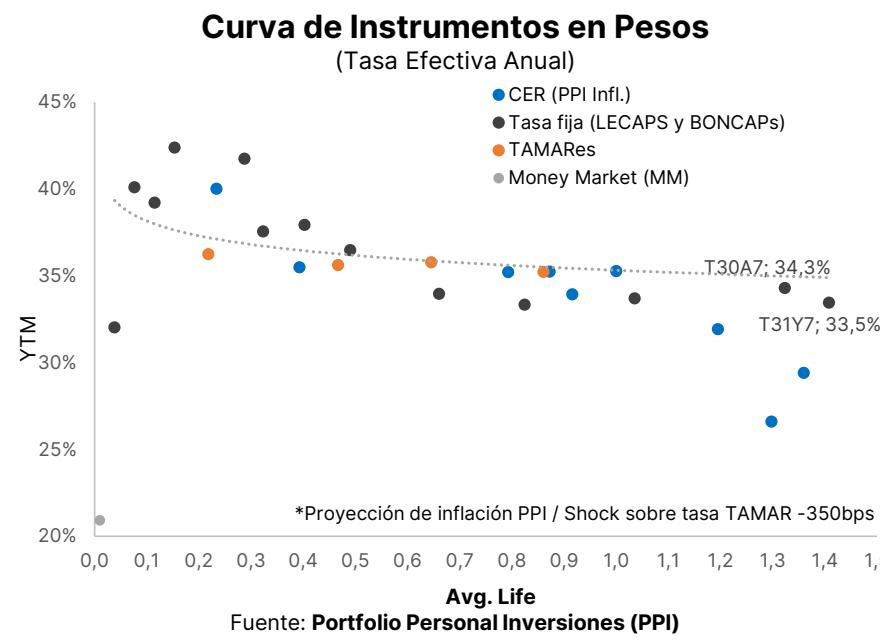


Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Plazo medio de colocación en cada licitación (días)

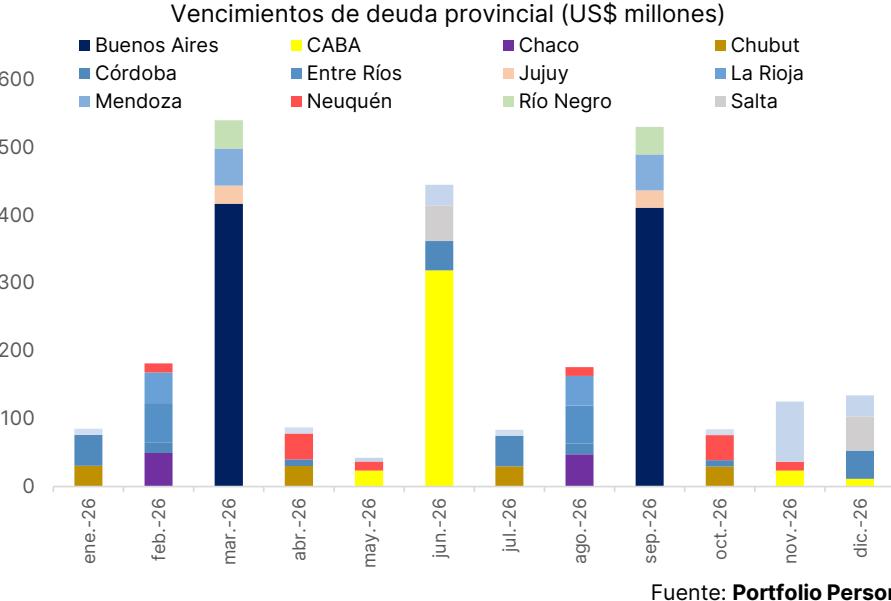


Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)



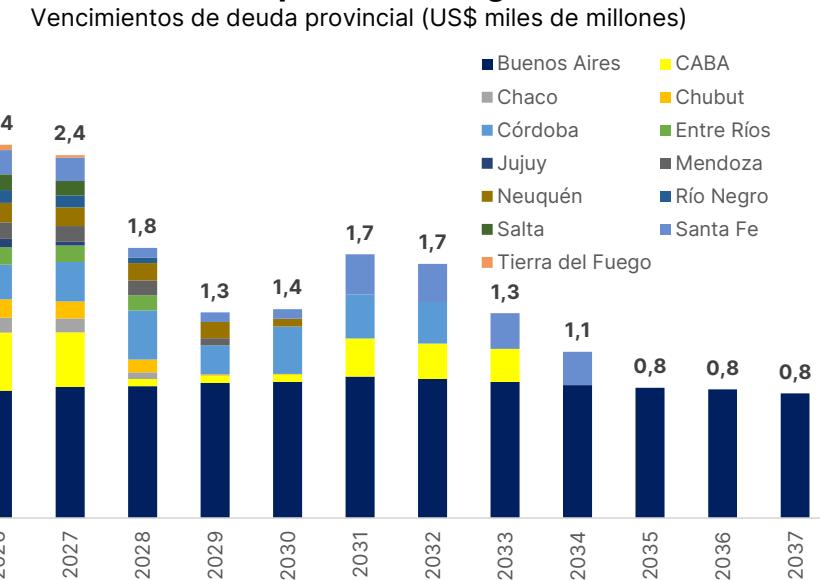
- Con las curvas volviendo a la normalidad, el 2026 ofrece un espacio más acotado para las estrategias de **carry**. Con la curva CER rindiendo inflación +7/8% en el tramo largo, la ganancia de capital por compresión de tasa se redujo. Por otra parte, tras el ajuste de las bandas cambiarias ([ver nuestro análisis](#)), la inflación de indiferencia (a corto plazo) se acercó a un escenario más realista luego de meses en donde veíamos cierto desacople.
- Optimistas con la inflación a partir del segundo semestre. El desarbitraje en el tramo largo persiste y consideramos que estamos del lado optimista del filo de las *break-even* de inflación. A su vez, también estamos constructivos respecto al sendero del tipo de cambio en el próximo mes y no vemos un cambio en la política de tasas del BCRA al menos en el primer trimestre del año. El actual esquema de agregados implica mayor volatilidad de tasas, pero creemos que la disparada de la tasa de fin de año fue causada por factores estacionales.
- Como resultado, para quienes busquen **retorno total en pesos, nos sentimos cómodos extendiendo duration en la curva de tasa fija**. Nos gustan BONCAPs de abril/mayo 2027 tanto frente a la expectativa de inflación como frente al sendero de FX. Por otra parte, vemos menos valor en las estrategias a tasa variable (TAMAR). Si bien la caída de la tasa TAMAR se tomó una pausa en diciembre, producto de la demanda estacional de pesos, creemos que los recortes de tasa de indiferencia son factibles y, por lo tanto, preferimos mantenerlos al margen.

## No hay grandes compromisos de corto plazo...



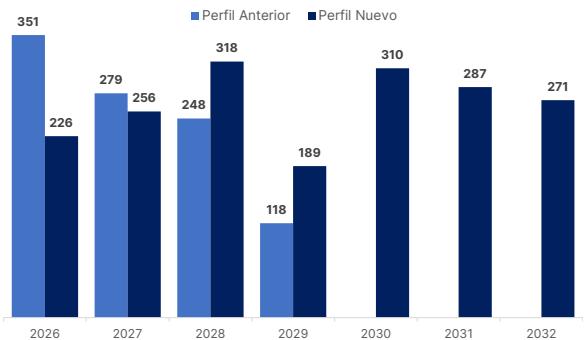
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## ...tampoco en el largo

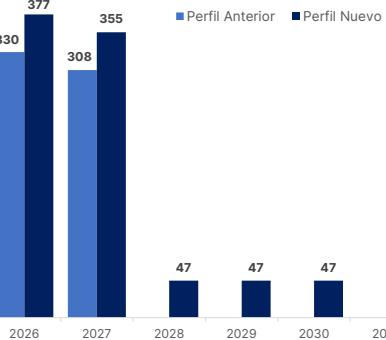


## ¿Cómo cambió el perfil de vencimientos de los tres emisores en 2025?

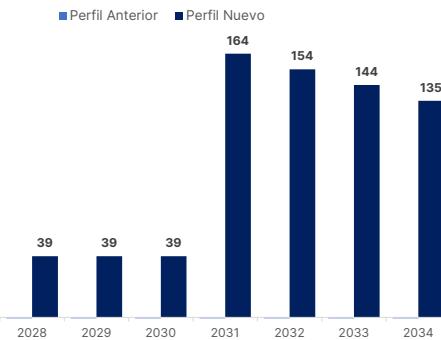
### Córdoba



### Ciudad de Buenos Aires



### Santa Fe

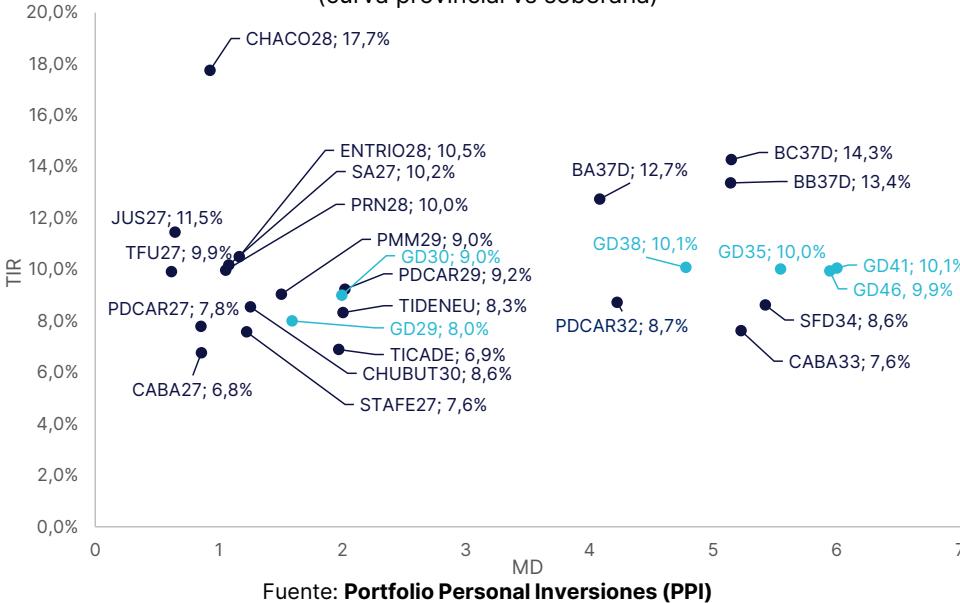


- En el informe anual anterior anticipamos que las provincias accederían al mercado internacional en 2025, incluso antes que el soberano. El tiempo nos dio la razón. En la primera mitad del año, la disyuntiva pasaba por esperar a las elecciones y apuntar a un menor costo financiero o asegurar la emisión sin enfrentar un potencial escenario binario. Córdoba, que enfrentaba vencimientos por US\$385,6m en 2025, priorizó asegurarse el *rolleo* y en julio salió con la emisión de un bono a siete años (PDCAR32) por un total de US\$725m (US\$364,3m en fondeo fresco y un resto de US\$360,7m para recomprar el PDCAR27). La volatilidad local (post eliminación de las LEFI), agravada por el traspie de la LLA en las elecciones locales de PBA, cerraron esa pequeña ventana. Hubo que esperar al festival de emisiones corporativas después de las elecciones nacionales para que aparecieran otras dos provincias. Ahí, la Ciudad de Buenos Aires emitió un nuevo bono a 2033 por US\$600m. En la operación levantó US\$590m fondos frescos (el bono salió bajo par), con una demanda equivalente a un libro 3x (de los cuales el 82% correspondió a inversores internacionales). Por último, Santa Fe salió al mercado con un bono a 2034 por US\$800m (US\$797 fondos frescos), el cual representa el título más largo de la curva provincial (en términos de MD).

- De cara a 2026, **creemos que las provincias repetirán un papel relevante en la cuenta financiera**. Debido a la forma general de los bonos emitidos en la reestructuración 2020/21, los vencimientos ya serán relativamente abultados alcanzando un total de US\$2.400m en 2026 (14% del stock total de deuda provincial), de los cuales el 50% está explicado por CABA y PBA. Sin embargo, la primera obtuvo financiamiento fresco reciente y la segunda presenta un *cash coverage ratio* de 1,9x hasta diciembre de 2026. PBA aún parece lejos de poder rolear el capital en el mercado, rindiendo una TIR del 12,7%, pero es posible que algunas jurisdicciones como Neuquén, Mendoza y Chubut, que actualmente rinden un solo dígito, o incluso Entre Ríos, que se acerca a hacerlo, puedan aprovechar el contexto, ya sea para destinar mayores recursos a CAPEX o para mejorar el perfil de pagos.

## Créditos provinciales compitiendo con el soberano

(curva provincial vs soberana)



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Cobertura Efectivo/Vencimientos 2026

(US\$ millones/Ratio)

A Oct-25	Total (AR\$ + US\$, dólar oficial)	Total (AR\$ + US\$, CCL)	Total (US\$)	Pagos totales	Cash Coverage Ratio (1)	Cash Coverage Ratio (2)	Cash Coverage Ratio (3)
CABA	1.118	1.086	343	376,8	2,97	2,88	0,91
Buenos Aires	1.593	1.534	250	828,3	1,92	1,85	0,30
Córdoba	639	978	383	225,9	2,83	4,33	1,70
Chaco	86	83	16	96,9	0,88	0,85	0,16
Chubut	72	70	23	119,8	0,60	0,58	0,19
Entre Ríos	130	124	6	114,3	1,13	1,09	0,05
Jujuy	80	78	49	52,4	1,52	1,49	0,94
La Rioja	69	66	0	88,3	0,78	0,75	0,00
Mendoza	214	207	95	107,7	1,99	1,93	0,88
Neuquén	332	319	63	127,9	2,59	2,50	0,50
Río Negro	147	140	0	82,2	1,78	1,71	0,00
Salta	67	65	5	102,6	0,66	0,63	0,04
Santa Fe	1.159	1.144	822	156,8	7,39	7,30	5,24
Tierra del Fuego	54	52	1	35,2	1,54	1,47	0,03

Nota: Santa Fe incluye los fondos frescos recaudados en diciembre

Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Nuestros favoritos en el juego riesgo/retorno

Ranking Provincial PPI al T2-25 (estimado)

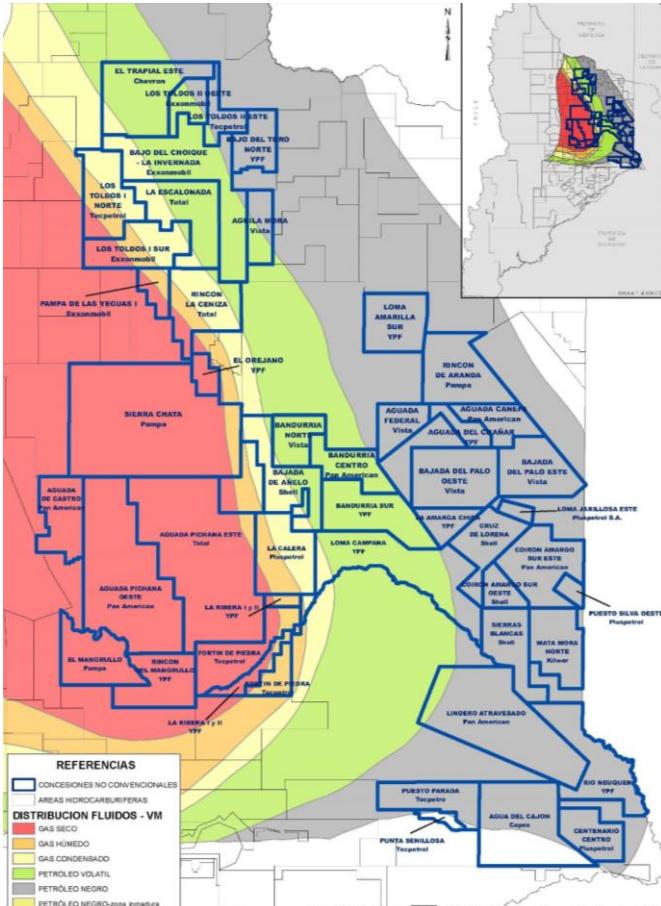
Provincia	Ranking Final	Ratios de Ingresos	Ratios de Gastos	Ratios de Resultados	Ratios de Deuda (Moneda + acreedor)	Liquidez y perspectiva	Tasa promedio ponderada
CABA	1	2	3	1	4	1	7,3%
Santa Fe	2	8	1	8	3	5	8,5%
Neuquén	3	1	10	3	11	4	7,9%
Jujuy	4	12	2	2	1	8	11,5%
Mendoza	6	5	12	5	10	2	9,0%
Córdoba	5	7	5	4	13	3	8,8%
Chubut	7	3	9	12	8	7	8,6%
Entre Ríos	9	11	8	10	5	6	10,5%
PBA	8	4	4	13	12	9	12,9%
TdF	10	9	7	11	7	11	9,9%
Salta	11	10	12	7	6	10	10,2%
Chaco	12	13	7	14	2	13	17,7%
Río Negro	13	6	14	9	9	12	10,0%

Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

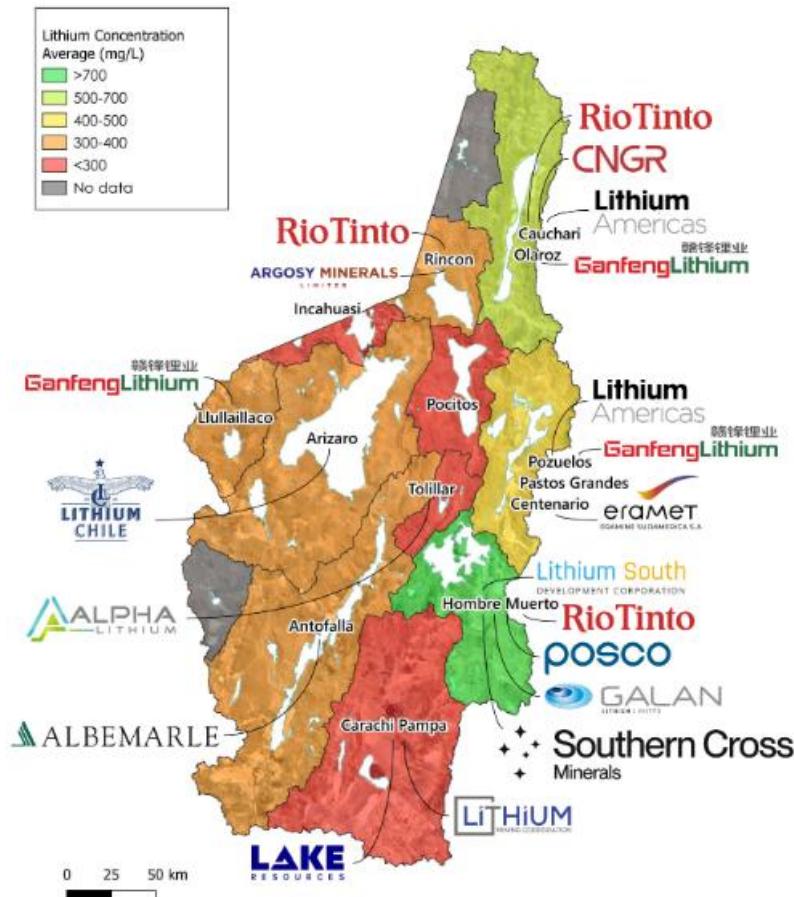
## ¿Cuáles son las alternativas más interesantes (para cada perfil de inversor)?

- **Créditos conservadores:** (1) La nueva emisión de Santa Fe a 2034 (SFD34; 8,6% TIR) nos permite alargar *duration* en la curva provincial, con un crédito sólido que se ubica segundo en nuestro ranking fiscal y que rinde 100 puntos básicos más que el BUEAIR33 (BDC33). Tras la exitosa colocación, la provincia cuenta con un *cash coverage* ratio de 7,4x, el más alto del universo provincial. El principal matiz es la interrupción del superávit fiscal, que pasó de +1,7% de los ingresos en 2024 a un déficit moderado de -2,3% en los últimos dos trimestres. (2) El Mendoza 2029 (PMM29; 9% TIR) es otra alternativa muy atractiva. La provincia es socia vitalicia del top-5 de nuestro ranking fiscal. A través de este instrumento de menor *duration* (MD 1,5), el inversor podría buscar refugio o mayor estabilidad respecto del tramo corto de la curva soberana, incluso obteniendo una mejora de rendimiento (GD29 8% TIR; GD30 9% TIR), en un contexto donde la relación riesgo-retorno juega a favor de la provincia, especialmente ante un escenario negativo. Consideramos que el PMM29, que ya está parcialmente amortizado (su valor residual ronda el 53,8%), podría comprimir significativamente si Mendoza accede satisfactoriamente al mercado en 2026.
- **Créditos agresivos:** (3) El bono más líquido de la Provincia de Buenos Aires (BA37D; 12,7% TIR) es un vehículo agresivo para capturar una compresión del riesgo país que, inevitablemente, se trasladará al universo de créditos provinciales. Si bien la relación riesgo retorno presenta una mayor asimetría al considerar escenarios negativos, como sucede con los soberanos, PBA no debería tener mayores problemas para cumplir con sus pagos en 2026, ya que cuenta con un *cash coverage* ratio de 1,9x. Dicho esto, PBA requiere una urgente mejora en la actividad (y en su recaudación) para suavizar el deterioro de sus números, que fue peor a lo esperado en 2025.

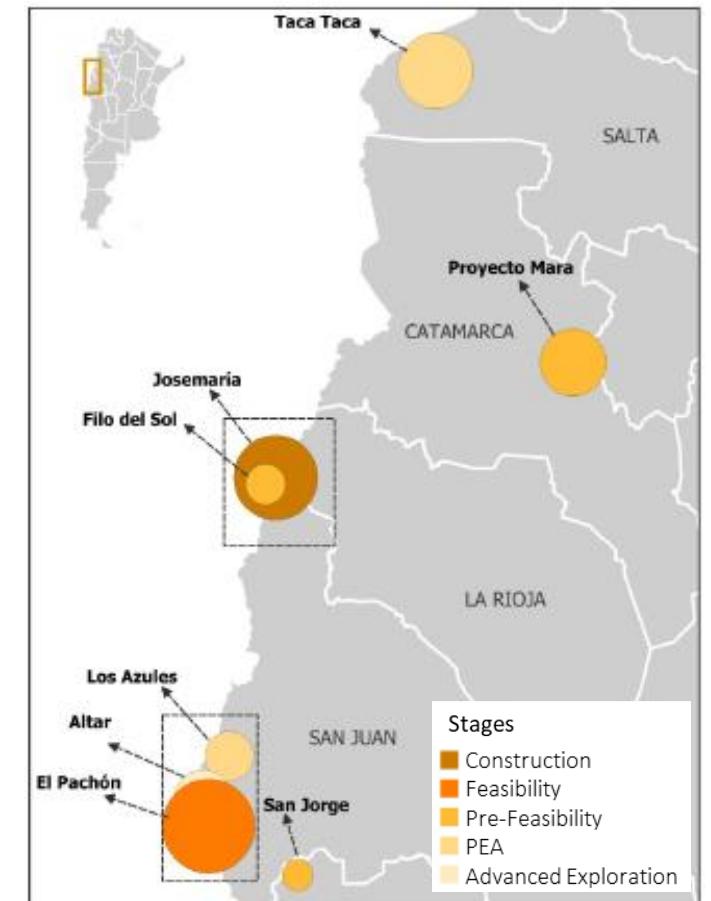
## Segundo mayor reservorio de *shale* gas y cuarto de petróleo no convencional del mundo



## Segundos mayores recursos de litio en el mundo y cuarto mayor productor mundial



## La Cordillera de los Andes, compartida con Chile y Perú, es altamente rica en minerales



- **Argentina es extremadamente rica en recursos**; sin embargo, un entorno político y regulatorio inestable, junto con condiciones macroeconómicas que cambian con rapidez, ha desalentado históricamente a las empresas a decidir invertir en el país.
- **El Régimen de Incentivo para Grandes Inversiones (RIGI) tiene como objetivo abordar el marco de inestabilidad de Argentina y promover que las empresas se vuelquen a las oportunidades que el país ofrece.** En este sentido, el RIGI garantiza un período de estabilidad de 30 años a partir de la fecha de adhesión, extensible a 40 años para determinados proyectos.

**El Régimen de Incentivo para Grandes Inversiones (RIGI) fue introducido con la Ley Ómnibus, pero recién fue reglamentado el 23 de agosto de 2024 mediante el Decreto 749/2024.** Aquellos que adhieran al régimen antes de julio de 2026 para desarrollar nuevos proyectos o llevar adelante ampliaciones de proyectos existentes podrán acceder a incentivos fiscales, aduaneros y cambiarios. Para calificar, deberán cumplir con determinados montos mínimos de inversión total y desembolsos mínimos dentro de plazos específicos (como regla general, 40% en los primeros dos años, aplicable a todos los casos excepto a los Proyectos de Exportación Estratégica de Largo Plazo). Los sectores alcanzados y los montos mínimos de inversión exigidos para los proyectos fueron objeto de un intenso debate. La selección final respondió a la necesidad y factibilidad de que estos proyectos puedan avanzar bajo condiciones normales. El ejemplo más claro se observa en el sector de *Oil & Gas*, donde los montos mínimos de inversión aumentan de manera progresiva: procesamiento y refinación (US\$200m), transporte y almacenamiento (US\$300m), exploración y explotación offshore, y gas *onshore* destinado a exportación (US\$600m). No obstante, la exploración y explotación *onshore* de recursos no convencionales quedó excluida del programa por ahora (se estudia la posibilidad de un nuevo esquema). **A la fecha, se han presentado 20 proyectos con una inversión total estimada de US\$48.100m, de los cuales diez ya fueron aprobados e incorporados al régimen.**

US\$200 mill.	US\$300 mill.	US\$600 mill.	US\$2.000 mill.
<b>Petróleo y Gas</b> (procesamiento y refinación)	<b>Petróleo y Gas</b> (transporte y almacenamiento)	<b>Petróleo y Gas</b> (exploración y explotación offshore o gas <i>onshore</i> destinado a exportación)	<b>Proyectos de Exportación de Largo Plazo (PEELP)</b>
<b>Infraestructura</b>			
<b>Minería</b>			
<b>Tecnología</b>			
<b>Siderurgia</b>			
<b>Energía</b>			
<b>Turismo</b>			

Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Los diez proyectos aprobados hasta el momento

Industria	Proyecto/VPU	Proyectos Aprobados	Monto (US\$ Mill.)
O&G (Midstream)	Vaca Muerta Sur/VMOS	Construcción de la segunda etapa del oleoducto que conectará Allén con un nuevo puerto de aguas profundas en Punta Colorado. El consorcio estará formado por YPF, Pan American Energy, Vista, Pampa Energía, Chevron, Pluspetrol y Shell. La capacidad esperada es de 550 kbbd en dos años y medio (ampliable a 700 kbbd para 2028).	US\$3.000m
O&G (Downstream)	Southern Energy	PAE y Golar LNG (Noruega) a través de una sociedad conjunta (Southern Energy) se asociaron con Harbour Energy (UK), Pampa Energía e YPF y presentaron el proyecto para la instalación de una barcaza en el Golfo de San Matías (Río Negro) para producir GNL (gas natural licuado). Se planea comenzar la exportación en 2027.	US\$6.878m
Minería (Litio)	Rincón	Rio Tinto anunció sus planes para expandir el proyecto Rincón (Salta). Actualmente posee una capacidad de producción de 3.000 toneladas anuales de carbonato de litio, pero luego de su expansión se espera que alcance un nivel de 60.000 toneladas.	US\$2.724m
Minería (Litio)	Hombre Muerto Oeste	Presentado por Galan Lithium (Australia) y plantea la producción de cloruro de litio de alta calidad, con una producción de 12.000 toneladas de LCE en Catamarca. Se espera que comience a producir/exportar en 2027.	US\$217m
Energía	Parque Solar "El Quemado"	A cargo de YPF Luz y EMESA en Las Heras (Mendoza) previendo una capacidad instalada por un total de 305 MW dividido en dos etapas: 200 MW y 105 MW. El parque solar estará compuesto por 514.000 paneles fotovoltaicos bifaciales.	US\$211m
Energía	Parque Eólico "Olavarria"	El proyecto presentado por PCR y Acindar plantea la construcción de un nuevo parque eólico en Olavarria (PBA) previendo una capacidad instalada de 180 MW. Ambas compañías (accionistas en GEAR I S.A) ya tienen experiencia trabajando en conjunto en otros desarrollos de energías renovables.	US\$255m
Materiales (Acero)	Planta de Acero Verde	Sidera planea construir una nueva planta de producción siderúrgica de última generación en San Nicolás (PBA). El financiamiento del BID Invest por US\$100m se aplicará en la compra de maquinaria para la producción de acero "sustentable".	US\$286m
Minería (Cobre)	Los Azules	McEwen Copper presentó un compromiso de inversión de 230 millones de dólares para avanzar con los estudios de factibilidad del proyecto Los Azules, que podría requerir una inversión de 2.700 millones de dólares para su desarrollo.	US\$2.672m
Transporte	Timbúes	Un nuevo proyecto portuario en Santa Fe, apoyado por infraestructura hidroviaria sobre el río Paraná, que incrementará la capacidad de exportación de fertilizantes, mineral de hierro, productos siderúrgicos, granos y combustibles.	US\$277m
Minería (Oro)	Gualcamayo	Minas Argentina SA (MASA) presentó un plan para la reactivación y explotación de la mina de oro y plata en el norte de San Juan. El proyecto presentado incluye la exploración, estudio de factibilidad, producción de cales industriales y un parque solar de 50 MW.	US\$665m

Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

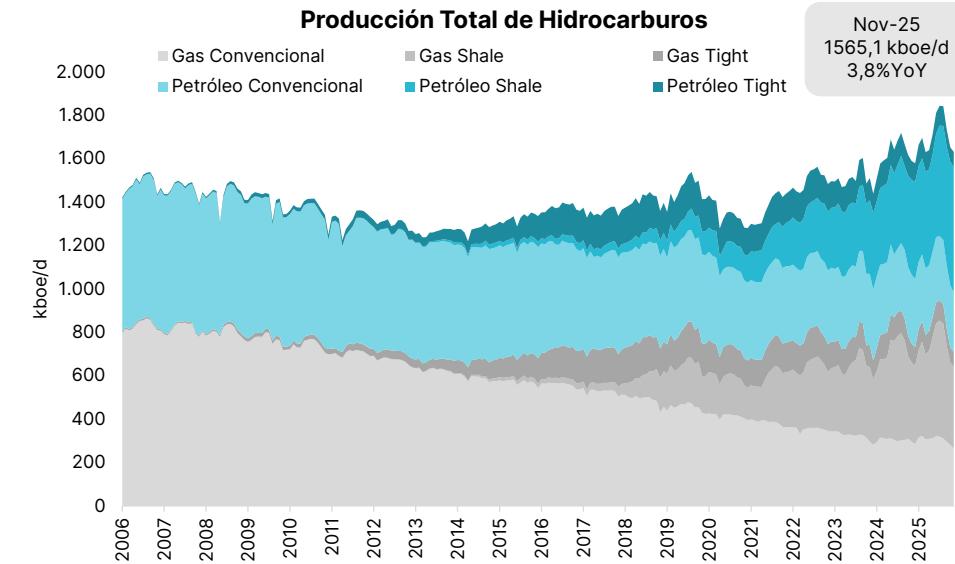
Total proyectos presentados: US\$48.100m // Aprobados: 36,4%

Industria	Proyecto/VPU	Otro proyectos presentados esperando aprobación	Monto (US\$ Mill.)
Minería (Litio)	<b>Sal de Oro</b>	Posco (Corea del Sur) impulsará la extracción y procesamiento de litio en Salta. La primera etapa consiste en la construcción de una planta de extracción de fosfato (capacidad para 25.000 ton. anuales) y una planta procesadora de fosfato para producir hidróxido (grado de batería). La segunda consiste en una planta para la producción de carbonato (23.000 ton. anuales).	<b>US\$633m</b>
Minería (Litio)	<b>Tres Quebradas -3Q-</b>	Zijin-Liex (China) presentó un proyecto de expansión de su flamante planta de producción de carbonato de litio por 20.000 toneladas LCE anuales en Fiambalá (Catamarca), a partir de la cual se espera llevar la capacidad de producción hasta 50.000 toneladas LCE anuales.	<b>US\$600m</b>
Energía	<b>Primera Línea de Transmisión Eléctrica Noroeste</b>	Central Puerto y el IFC se comprometieron a avanzar en un proyecto para proveer la alta demanda de energía esperada por la explotación de litio en el noroeste del país.	<b>US\$290m</b>
Minería (Litio)	<b>Sal de Vida</b>	Rio Tinto anunció su intención de relanzar el proyecto Sal de Vida en el Salar del Hombre Muerto, en Catamarca.	<b>US\$818m</b>
Minería (Oro)	<b>Veladero</b>	Barrick Gold y Shandong Gold presentaron un plan de expansión para la mina de oro Veladero, en San Juan. El proyecto apunta a extender la vida productiva de la mina y aumentar la producción en 1,6 millones de onzas de oro entre 2025 y 2028.	<b>US\$380m</b>
O&G (Upstream)	<b>Rincón de Aranda</b>	Pampa Energía presentó su solicitud de adhesión al RIGI con una inversión de US\$426 millones en Neuquén. El proyecto contempla la construcción de una Planta Central de Procesamiento (CPF, por sus siglas en inglés) para ampliar la capacidad de tratamiento de petróleo y gas, como parte de un plan de desarrollo más amplio por US\$1.500 millones.	<b>US\$426m</b>
Minería (Cobre)	<b>Pachón</b>	Se trata de un yacimiento de cobre, plata y molibdeno a gran escala en la provincia de San Juan operado por Glencore. Cuenta con recursos minerales medidos, indicados e inferidos por cerca de 6.000 millones de toneladas de mineral, con leyes promedio de 0,43% de cobre, 2,2 g/t de plata y 130 g/t de molibdeno.	<b>US\$9.500m</b>
Minería (Cobre)	<b>Aqua Rica</b>	El proyecto Aqua Rica de Yamana Gold, ubicado en Catamarca, forma parte de la iniciativa MARA y también apunta a calificar bajo el RIGI. El proyecto requiere una inversión de US\$3.800 millones y está orientado a una operación de larga vida útil dedicada a la exportación de concentrados de cobre.	<b>US\$3.800m</b>
Energía	<b>La Rinconada</b>	Tenaris está desarrollando el parque eólico La Rinconada para abastecer de energía a la planta SIDERCA en Campana, provincia de Buenos Aires.	<b>US\$206m</b>
O&G (Upstream)	<b>Los Toldos</b>	Tecpetrol está aplicando el RIGI para construir la infraestructura necesaria para avanzar con su nuevo proyecto de shale oil Los Toldos II Este en Vaca Muerta, que tiene un objetivo de producción de 70 kbb/d para 2027.	<b>US\$1.006m</b>
Minería (Oro y Plata)	<b>Diablillos</b>	AbraSilver Resource Corp. formalizó la presentación de su solicitud para que el proyecto argentífero-aurífero Diablillos, ubicado en Salta y con extensión hacia Catamarca, ingrese al RIGI. La estimación actual de Recursos Minerales Medidos e Indicados asciende a 73,1 Mt con leyes de 79 g/t de plata y 0,66 g/t de oro, lo que representa aproximadamente 186 Moz de plata y 1,6 Moz de oro.	<b>US\$500m</b>
Minería (Oro)	<b>Vicuña</b>	Lundin Mining y BHP presentaron el proyecto bajo la categoría PEELP, correspondiente a Proyectos de Exportación Estratégica de Largo Plazo. Las empresas buscan integrar los depósitos Josemaría y Filo del Sol bajo el Proyecto Vicuña. Así, se convertiría en un desarrollo cuprífero de escala en la provincia de San Juan.	<b>US\$12.000m</b>
O&G (Midstream)	<b>Expansión gasoducto Perito Moreno</b>	La iniciativa privada de TGS fue aprobada y la compañía ganó la licitación para ampliar la capacidad de transporte del gasoducto Perito Moreno en 14 millones de metros cúbicos por día a 35 millones de metros cúbicos por día	<b>US\$560m</b>
Industria	Proyecto/VPU	Más proyectos rumoreados	Monto (US\$ Mill.)
Minería (Litio)	<b>Pozuelos–Pastos Grandes, Pastos Grandes y Sal de la Puna</b>	Ganfeng Lithium, en asociación (joint venture) con Lithium Argentina, planea integrar tres activos de salmuera en Salta —Pozuelos–Pastos Grandes, Pastos Grandes y Sal de la Puna— en un único proyecto integrado de litio. La iniciativa apunta a optimizar recursos y ampliar la producción de carbonato de litio tanto para el mercado interno como para la exportación.	<b>US\$ 2.000m</b>
O&G (Midstream)	<b>Pluspetrol – LNG Project</b>	Pluspetrol anunció planes para desarrollar un proyecto de exportación de GNL a gran escala en Río Negro. La iniciativa apunta a potenciar la capacidad de gas natural licuado de Argentina.	<b>US\$ 2.000m</b>
Minería (Cobre/Oro)	<b>Aldebarán / Altar</b>	Proyecto de cobre y oro en San Juan liderado por Aldebarán Resources. Las perforaciones en curso buscan expandir las zonas de alta ley y confirmar el potencial del yacimiento a gran escala para un desarrollo futuro.	<b>US\$ 1.500m</b>
Minería (Litio)	<b>Kachi</b>	Proyecto de litio en salmuera en Catamarca que integra tecnología de Extracción Directa de Litio (DLE) para lograr mayores tasas de recuperación, menor uso de agua y una producción escalable destinada a los mercados globales de baterías.	<b>US\$ 1.150m</b>
O&G (Refinería)	<b>Santa Fe Bio</b>	Iniciativa de biorrefinería en Santa Fe liderada por YPF y Essential Energy. Apunta a la producción de combustible sostenible de aviación (SAF) con una inversión de US\$400 millones, apoyando la transición energética de Argentina y las exportaciones de biocombustibles.	<b>US\$ 400m</b>
Turismo	<b>Ski El Azufre</b>	Proyecto de centro de esquí de alta montaña en Mendoza que busca convertirse en el primer destino de esquí de Sudamérica operado 100% con energías renovables, impulsando el turismo y el desarrollo regional. La inversión estimada supera los US\$200 millones.	<b>US\$ 200m</b>
O&G (Downstream)	<b>LNG Del Plata</b>	Camuzzi Gas Inversora contrataría un barco de licuefacción para instalarlo en el puerto de La Plata para producir alrededor de 2,4 millones de toneladas de líquidos por año.	<b>US\$ 300m</b>

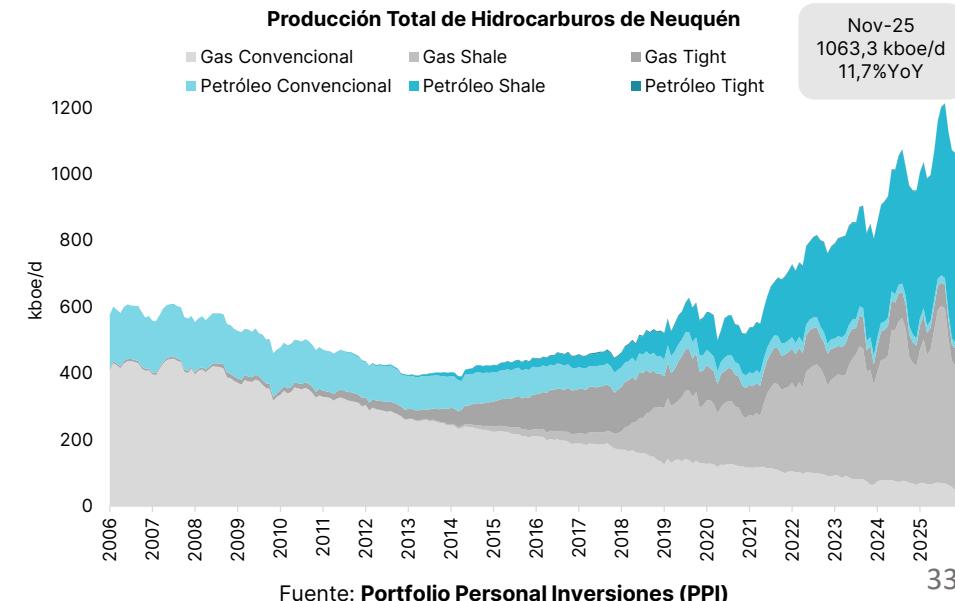
La industria petrolera se convirtió en un claro propulsor del crecimiento económico y la generación de divisas, al punto que es frecuentemente comparada con el agro en su potencial. Indiscutiblemente, tiene sentido: **a pesar de la dinámica desfavorable de los precios del crudo en 2025, se espera que el país registre el mayor superávit comercial energético desde 2007, sustentado tanto en mayores exportaciones como en menores importaciones.** Mirando hacia atrás, los despliegues recientes de infraestructura fueron clave para impulsar la producción de ambos hidrocarburos. La finalización de **la expansión del gasoducto Perito Moreno a 21 MMm<sup>3</sup>/d, junto con la reversión parcial del Gasoducto Norte, permitieron llevar gas de Vaca Muerta para abastecer al Litoral y a las provincias del norte.** Esto ayudó a reducir sustancialmente las importaciones de gas, aunque será necesario ampliar aún más ambos gasoductos para satisfacer plenamente la demanda industrial futura. Esto explica por qué la Secretaría de Energía ya licitó una nueva expansión del gasoducto Perito Moreno de 14 MMm<sup>3</sup>/d, para alcanzar 35 MMm<sup>3</sup>/d. En el frente petrolero, **la puesta en marcha del Proyecto Duplicar en abril constituyó un hito clave.** Las compañías de *shale* habían demorado el crecimiento de la producción a la espera de esta obra, con el objetivo de evitar mayores costos de evacuación asociados al transporte por camión. En los hechos, **Duplicar desbloqueó más de 210 kbbl/d de capacidad adicional de evacuación desde la Cuenca Neuquina**, los cuales, según informa Oldelval, la operadora del ducto, ya fueron abastecidos en aproximadamente 85%. En este sentido, **el oleoducto del consorcio VMOS, que conectará Allen con un puerto exportador en Punta Colorada, será el nuevo driver de la industria.** Para fines de 2026, sumaría 180 kbbl/d de capacidad, y cerca de 550 kbbl/d para mediados de 2027.

**¿Cuál es la perspectiva de cara a 2026?** Los yacimientos convencionales están en declino en todo el país, y a un ritmo mayor que en el pasado, cuando YPF destinaba CAPEX de manera ineficiente para combatir las tasas de declino natural. No obstante, a medida que YPF reorienta sus recursos hacia los activos no convencionales, Pampa Energía avanza con el desarrollo de Rincón de Aranda, Vista Energy continúa incrementando su producción tras la adquisición de los activos de Petronas, y Pluspetrol acelera las operaciones en Bajo del Choique, **el crecimiento del shale seguirá más que compensando la caída de las áreas convencionales.** En esta línea, **existe la posibilidad de que Argentina cierre 2025 con un nuevo máximo histórico de producción diaria promedio de gas, y lo extienda el año que viene, aunque en parte dependerá de la demanda.** El promedio de 2025 se ubica en 142,1 MMm<sup>3</sup>/d, apenas por debajo del máximo previo de 142,9 MMm<sup>3</sup>/d registrado en 2004, y resta solo diciembre por contabilizar. Lo que está claro es que, sea cual sea el récord vigente, para 2027/2028 quedará en el retrovisor. Ya la materialización del proyecto de Southern Energy para producir 6 mtpa (el Hilli Episeyo con 2,45 mtpa a partir de 2027 y el MKII con 3,5 mtpa hacia 2028), la industria del gas deberá incrementar la oferta en aproximadamente 27 MMm<sup>3</sup>/d para 2028. Esto podría ser un piso en vistas del 2030, siendo que YPF negocia otro deal con Eni y ADNOC por al menos 12 mtpa más y Camuzzi Gas Inversora coquetea con producir otros 2,4 mtpa. **Respecto del petróleo, el nuevo récord parece más inevitable de corto plazo. La producción de crudo cerró noviembre en 854,6 kbbl/d, ya por encima del promedio anual de 846,9 kbbl/d de 1998, y la expectativa es que los volúmenes extiendan su tendencia alcista más allá de los precios.** Cabe señalar que este año la capacidad de evacuación de la Cuenca Neuquina, la única en crecimiento (y gracias a los desarrollos no convencionales), no será un problema para que los operadores alcancen una nueva producción máxima.

## La producción de hidrocarburos sigue creciendo...

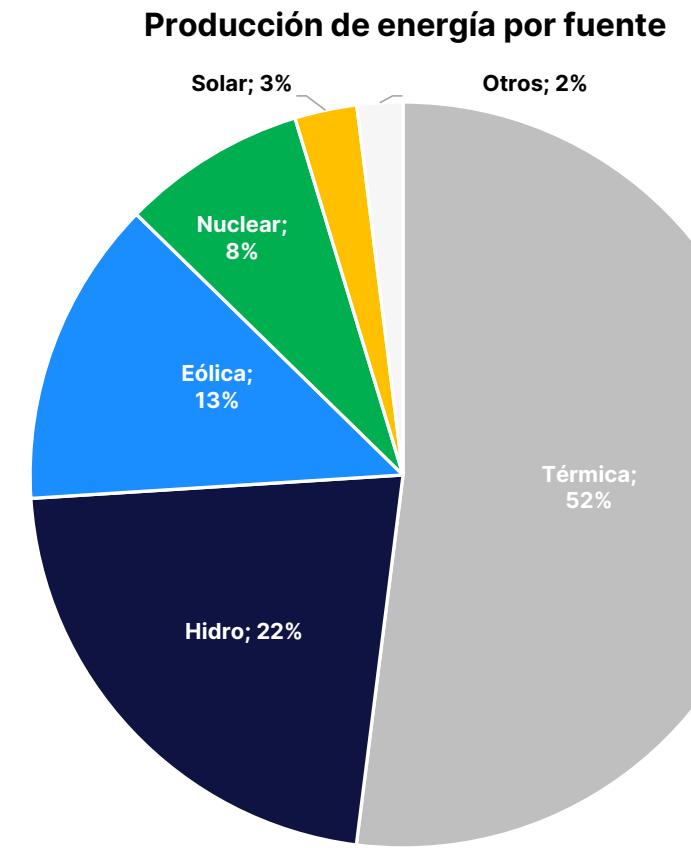


¡con la producción *shale* como único motor!



El sector eléctrico argentino está atravesando el cambio regulatorio más significativo de la última década. **Con la emisión de la Resolución 400/25, vigente desde el 1º de noviembre de 2025, la Secretaría de Energía puso en marcha un proceso de normalización progresiva del Mercado Eléctrico Mayorista (MEM), marcando un giro decisivo hacia una mayor competencia, mayor transparencia de precios, descentralización en la gestión de combustibles y un nuevo esquema de incentivos para la inversión en capacidad.** El nuevo marco busca reordenar los roles de los participantes del mercado, ampliar el espacio para la libre contratación, optimizar el abastecimiento de la demanda y alinear la remuneración con la eficiencia operativa y la confiabilidad del sistema. Sobre la base de este cambio estratégico, la resolución introduce una serie de modificaciones concretas:

- **En el mercado a término,** la contratación se divide en dos esquemas diferenciados (energía y potencia), y se amplía la capacidad de los generadores para firmar PPA tanto con distribuidoras como con grandes usuarios. En este sentido, **las centrales térmicas e hidroeléctricas habilitadas antes de enero de 2025 podrán vender hasta el 100% de su energía a distribuidoras o hasta el 20% a grandes usuarios, y podrán contratar libremente potencia hasta el 100% de su disponibilidad. A partir de 2030, todos los generadores quedarán plenamente habilitados para contratar con cualquier segmento de la demanda.**
- **En el mercado spot,** la resolución adopta un esquema de precio marginal a través de la nueva Renta Marginal Adaptada (RMA), definida como:  $RMA = (CMgh \times FP - CVP) \times FRA$ . **Esta fórmula vincula la remuneración de los generadores con el costo marginal horario del sistema, los factores de pérdidas por ubicación y los costos variables de producción declarados, incorporando además el Factor de Renta Ajustado (FRA) para diferenciar los márgenes entre activos nuevos y existentes.** Las nuevas centrales térmicas retienen el 100% del margen ( $FRA = 1$ ), mientras que las centrales existentes retienen participaciones crecientes en función de si gestionan su propio combustible o dependen de CAMMESA. Las centrales hidroeléctricas, renovables y de autogeneración aplican el mismo esquema marginal con  $CVP = 0$ , sujeto a pisos mínimos de RMA específicos por tecnología para plantas existentes y FRA pleno para las nuevas. **Los pagos por potencia se estandarizan en US\$12/MWh por 90 horas remuneradas semanales, ponderadas por factores estacionales y tipo de combustible, junto con un pago base universal por reserva de confiabilidad de US\$1.000 por MW-mes.** Las centrales sin combustible o abastecidas por CAMMESA reciben el pago completo de potencia cuando son despachadas, pero enfrentan una remuneración decreciente cuando permanecen inactivas, que se elimina por completo hacia 2028.
- **El abastecimiento de combustibles constituye otro pilar central de la reforma.** Si bien CAMMESA se mantiene como proveedor de última instancia hasta 2029, los generadores deben autogestionar combustibles alternativos de forma inmediata y pueden optar entre autoproveerse de gas natural o adquirirlo a través de CAMMESA bajo el Plan Gas, con actualizaciones de costos quincenales. El objetivo es descentralizar progresivamente la logística de combustibles, preservando al mismo tiempo la seguridad de suministro durante la transición.
- Por último, **los PPA vigentes se mantienen bajo sus condiciones actuales** y continúan asignados a la demanda estacional de las distribuidoras hasta su vencimiento. **Una vez finalizados, los generadores podrán participar libremente en el mercado spot o celebrar nuevos PPA con distribuidoras o grandes usuarios,** en línea con el proceso de liberalización del mercado que impulsa la resolución.



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## La minería exige energía renovable

Provincia	Proyectos Mineros	
	Aprobados	En Espera
San Juan	2	3
Catamarca	1	4
Salta	1	2

Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Li

## ADVANCED LITHIUM PROJECTS

6

### OPERATION

 CAPEX  
8,008 M USD\*

- 1 - CAUCHARI - OLAROZ
- 2 - CENTENARIO - RATONES
- 3 - FENIX
- 4 - MARIANA
- 5 - OLAROZ
- 6 - SAL DE ORO

5

### CONSTRUCTION

- 7 - HOMBRE MUERTO OESTE
- 8 - RINCÓN
- 9 - SAL DE LOS ÁNGELES
- 10 - SAL DE VIDA
- 11 - TRES QUEBRADAS



RESOURCES\*\*  
122 Mt LCE

4

### FEASIBILITY

- 12 - KACHI
- 13 - PASTOS GRANDES
- 14 - POZUELOS (PPG)
- 15 - SALAR DEL RINCÓN

3

### PREFEASIBILITY

- 16 - ARIZARO
- 17 - CAUCHARI
- 18 - CAUCHARI JV



POTENCIAL PRODUCTION

562 kt/year LCE

3

### PEA (Preliminary Economic Assessments)

- 19 - CANDELAS
- 20 - HOMBRE MUERTO NORTE
- 21 - SALAR TOLILLAR

Fuente: Secretaría de Minería

Dado que Argentina no es un actor nuevo en la industria del litio, no sorprende que la mayoría de los proyectos mineros que solicitaron adherir al RIGI estén vinculados a este mineral. De hecho, uno de los proyectos que aplicó para ser considerado dentro del nuevo régimen ya se encuentra operativo (Sal de Oro), mientras que los otros cuatro están en construcción (Rincón, Sal de Vida, Hombre Muerto y Tres Quebradas). **Esto implica que estas compañías están dispuestas a comprometerse con el país en el largo plazo, una vez congelados los riesgos regulatorios.** Cabe destacar que los seis proyectos actualmente en operación deberían comenzar a producir 207 kt de LCE por año, mientras que, una vez concretados los proyectos de expansión en cartera, la producción podría superar las 250 kt de LCE anuales (la Secretaría de Energía estima un potencial productivo superior a 560 kt por año). **A un precio en el rango de US\$18.000 a US\$22.000 por tonelada, una producción base de 210 kt anuales se traduciría en exportaciones anuales de US\$3.800-4.600m. Asumiendo el mismo rango de precios, pero el potencial productivo de 560 kt/año estimados por la Secretaría de Minería, las exportaciones anuales subirían al orden de US\$10.000-12.300m.**

#### 1- Cauchari-Olaroz

Provincia: Jujuy  
Dueño: Ganfeng Lithium Co. Ltd. (46,66%), Lithium Argentina (44,84%), Jujuy Energía y Minería (8,5%)  
Producción estimada: 40.000 t/año LCE (Fase 1), con expansión de +20.000 t/año planeada  
Producto: Carbonato de litio (Li<sub>2</sub>CO<sub>3</sub>)  
Vida Estimada: 40 años

#### 2- Centenario-Ratones

Provincia: Salta  
Dueño: Eramet  
Producción estimada: 24.000 t/año LCE  
Producto: Carbonato de litio (Li<sub>2</sub>CO<sub>3</sub>)  
Vida Estimada: 40 años

#### 3- Fénix

Provincia: Catamarca  
Dueño: Arcadium Lithium plc  
Producción estimada: 32.000 t/año LCE  
Producto: Carbonato de litio (Li<sub>2</sub>CO<sub>3</sub>), Cloruro de litio (LiCl)  
Vida Estimada: 37 años

#### 4- Mariana

Provincia: Salta  
Dueño: Ganfeng Lithium Co., Ltd.  
Producción estimada: 20.000 t/año Cloruro de litio (LiCl)  
Producto: Cloruro de litio (LiCl)  
Vida Estimada: 40 años

#### 5- Olaroz

Provincia: Jujuy  
Dueño: Arcadium Lithium plc (66.5%), Toyota Tsusho (25%), JEMSE (8.5%)  
Producción estimada: 43.000 t/año LCE  
Producto: Carbonato de litio (Li<sub>2</sub>CO<sub>3</sub>)  
Vida Estimada: 36 años (from 2025)

#### 6- Sal de Oro

Provincias: Catamarca & Salta  
Dueño: POSCO Holdings Inc.  
Producción estimada: 48.000 t/año LCE  
Producto: Hidróxido de litio, Carbonato de litio  
CAPEX: US\$1.500 millones  
Vida Estimada: 40 años

Cu

## ADVANCED COPPER PROJECTS



CAPEX

USD 22 Billion



IDENTIFIABLE  
RESOURCES\*\*

90.42 Mt Cu



POTENCIAL  
PRODUCTION

Cu 1 Mt/year

1  
CONSTRUCTION

1 - JOSEMARIA

3  
FEASIBILITY

2 - EL PACHÓN  
3 - PROYECTO MARA  
4 - TACA TACA

2  
PREFEASIBILITY

5 - FILO DEL SOL  
6 - SAN JORGE

1  
PEA (Preliminary  
Economic Assessments)

7 - LOS AZULES

16  
ADVANCED EXPLORATION

8 - ALTAR  
9 - BARRO NEGRO  
10 - BREALITO  
11 - CERRO ATAJO  
12 - CERRO SOCOPA  
13 - CHACHAS  
14 - LA ORTICA  
15 - MARCELO

16 - MOGOTES  
17 - PROSPECTO ARIZARO  
18 - RÍO CENICERO  
19 - RÍO GRANDE  
20 - RÍO SALINAS  
21 - SANTA INÉS  
22 - SAPO Y OTRAS  
23 - VALLE DE CHITA

Fuente: Secretaría de Minería

**La cartera de proyectos de cobre de Argentina se encuentra en etapas iniciales y sigue siendo limitada, pese a su enorme potencial.** Actualmente cuenta con siete proyectos principales, de los cuales uno se encuentra en etapa de construcción, tres en factibilidad, dos en prefactibilidad y uno en PEA. **Considerando la producción potencial de 1 Mt anual estimada por la Secretaría de Minería, a los precios récord actuales, Argentina podría capturar cerca de US\$12.000m anuales en exportaciones de cobre.** Dada su aplicación tecnológica, la demanda por el metal solo tiene recorrido alcista, lo que podría seguir impulsando el precio si la oferta no crece rápidamente.

**1- Josemaría:** ubicado en San Juan, a aproximadamente 10 km de Chile. El yacimiento, propiedad de Lundin Mining y BHP (50/50), presenta mineralización tipo pórfito de cobre, oro y plata, y **se estima que podría producir en promedio 131 kt de cobre, 224 koz de oro y 1.048 koz de plata anuales** mediante operaciones a cielo abierto. El CAPEX estimado asciende a US\$12.000m en conjunto con Filo del Sol.

**2- Pachón:** también ubicado en San Juan, a 5 km de la frontera con Chile. Propiedad de Glencore, presenta mineralización tipo pórfito de cobre y **se espera que produzca en promedio 280 kt de cobre, 3.000 koz de plata y 9 kt de molibdeno anuales** mediante operaciones a cielo abierto. Las necesidades de inversión se estiman en US\$9.500m.

**3- MARA:** ubicado en Catamarca, a 35 km al este del yacimiento Bajo La Alumbrera, la última mina de cobre en operación en Argentina (hasta 2018). También propiedad de Glencore, presenta un sistema pórfito de cobre-oro-plata-molibdeno y **se espera que produzca en promedio 533 millones de libras de cobre equivalente contenido por año** mediante operaciones a cielo abierto. CAPEX estimado: US\$2.780 millones.

**4- Taca Taca:** ubicado en Salta, a 55 km al este de la frontera con Chile. Propiedad de First Quantum Minerals, presenta mineralización tipo pórfito de cobre y oro, y **se estima que podría producir en promedio 227 kt de cobre, 106,3 koz de oro y 2.205 t de molibdeno anuales** mediante operaciones a cielo abierto. El proyecto requeriría un CAPEX de aproximadamente US\$3.600m.

**5- Filo del Sol:** ubicado en San Juan, lindante con Chile. También propiedad de Lundin Mining y BHP (50/50), Filo del Sol presenta un yacimiento epitermal de alta sulfuración de cobre-oro-plata asociado a un gran sistema pórfito de cobre-oro. **Se estima que podría producir en promedio 66 kt de cobre, 168 koz de oro y 9.256 koz de plata anuales** mediante operaciones a cielo abierto. Lundin lo calificó como uno de los mayores descubrimientos greenfield de los últimos 30 años. CAPEX estimado: US\$12.000m en conjunto con Josemaría.

**6- San Jorge:** ubicado en Mendoza. El yacimiento, propiedad de Zona Metals GmbH, presenta mineralización tipo pórfito de cobre y oro, y **se estima que podría producir en promedio 40 kt de cobre y 40 koz de plata anuales** mediante operaciones a cielo abierto. CAPEX estimado: US\$470m.

**7- Los Azules:** ubicado en San Juan. El yacimiento, propiedad de McEwen Mining, Stellantis y otros (47,7% / 19,4% / 32,9%), presenta mineralización tipo pórfito de cobre y oro, y **se espera que produzca en promedio 175 kt de cátodos de cobre anuales** mediante operaciones a cielo abierto.

Actualmente, **el único proyecto aprobado es Los Azules (CAPEX: US\$2.672m)**, mientras que El Pachón y Minera de Agua Rica esperan una decisión. También cabe destacar que **Glencore confirmó que retomará operaciones en la Alumbrera, el histórico yacimiento de cobre, oro y molibdeno de Catamarca**, luego de estar frenada desde 2018. La compañía **prevé producir 75 ktn de cobre, 317 koz de oro, y 1.000 t de molibdeno anuales**.

Au

## ADVANCED GOLD PROJECTS



### CAPEX

1,792 e M USD\*



### RESERVES AND RESOURCES

104,9 Moz Au\*\*



### EXPLORATION BUDGET 2024

135,8 M USD\*\*

13

### OPERATION

- 1 - AJEDREZ
- 2 - CAP-OESTE
- 3 - CERRO MORO
- 4 - CERRO NEGRO
- 5 - CERRO VANGUARDIA
- 6 - CÓRDOBA
- 7 - DON NICOLÁS
- 8 - FARALLÓN NEGRO
- 9 - GUALCAMAYO
- 10 - LAS CALANDRIAS
- 11 - LINDERO
- 12 - MINA CATALINA li
- 13 - VELADERO

1

### CONSTRUCTION

- 14 - CALCATREU

1

### FEASIBILITY

- 15 - SUYAI

1

### PRE FEASIBILITY

- 16 - HUALILÁN

1

### PEA (Preliminary Economic Assessments)

- 17 - TAGUAS

Ag

## ADVANCED SILVER PROJECTS



### CAPEX

1,415.8 e M USD\*



### RESERVES AND RESOURCES\*\*

3,216 Moz Ag

3

### OPERATION

- 1 - LA PROVIDENCIA
- 2 - PUNA OPERATION
- 3 - SAN JOSÉ

3

### PEA (Prel. Econ. Asses.)

- 5 - CAÑADÓN DEL MORO
- 6 - EL QUEVAR
- 7 - NAVIDAD

2

### ADVANCED EXPLORATION

- 8 - PINGÜINO
- 9 - VIRGINIA

1

### PREFEASIBILITY

- 4 - DIABLILLOS

18

### INITIAL EXPLORATION

- 10 - ARROYO PILAHUE
- 11 - CALTRUNA
- 12 - CERRO BLANCO
- 13 - CO. LA MINA
- 14 - CUYA
- 15 - DOS LAGUNAS
- 16 - EL BAGUAL
- 17 - EL FIERRO
- 18 - EL MORRO
- 19 - EL ROSILLO
- 20 - ESCONDIDO
- 21 - LA ESPERANZA
- 22 - ESPERANZA
- 23 - LAGUNA AMARILLA
- 24 - MAQUINCHAO
- 25 - TAMARISCOS
- 26 - TERESITA
- 27 - TORUEL

Fuente: Secretaría de Minería

Fuente: Secretaría de Minería

La producción de oro y plata en Argentina cobró relevancia este año al calor de los elevados precios internacionales. De hecho, durante la primera mitad del año, el sector minero fue casi tan significativo como la industria Oil & Gas en términos de generación de divisas. Si bien, de cara al futuro, el foco está puesto en el litio y el cobre, resulta clave subrayar que **Argentina cuenta con un gran potencial en la producción de oro y plata**, dado que la mayoría de los desarrollos cupríferos no son proyectos “puros”. **El oro tiene una fuerte presencia en San Juan, Santa Cruz y Catamarca, mientras que la plata se destaca en Chubut, donde el yacimiento Navidad, uno de los mayores depósitos no desarrollados del mundo, permanece actualmente paralizado debido a las prohibiciones mineras vigentes en la provincia.** En este sentido, **un hito clave ha sido la aprobación por parte del Comité Evaluador RIGI del proyecto Gualcamayo, un desarrollo de oro y plata en San Juan que conllevará una inversión estimada de US\$665m**. En definitiva, si Argentina comienza a ofrecer certeza regulatoria, infraestructura adecuada y alineamiento a nivel provincial, el oro y la plata pueden convertirse en actores aún más relevantes como generadores de dólares para la economía.

En el medio de la turbulencia electoral, hubo una noticia que descolocó al mercado. **OpenAI, la creadora de ChatGPT, anunció una alianza con Sur Energy, una compañía hasta el momento desconocida, para construir un centro de datos de inteligencia artificial en el país bajo un proyecto denominado Stargate Argentina.** Lógicamente, la noticia tomó relevancia con una velocidad inusitada. No solo el *timing* era muy significativo dado el revés que había recibido el oficialismo en las elecciones de medio término de la Provincia de Buenos Aires, sino que también la magnitud del proyecto llamó la atención. **Se trataba de un centro de datos de 500 MW que conllevaría una inversión estimada de US\$25.000m.** Para tener de referencia, el *datacenter* más grande de Latinoamérica actualmente está ubicado en San Pablo, Brasil, y tiene una capacidad de 120 MW (aunque se proyecta una expansión hasta 600 MW). De concretarse la construcción (el proyecto sigue en fase de planificación), **Stargate Argentina, el proyecto de infraestructura más grande de la historia del país y el primero de la saga en Latinoamérica, sería uno de los protagonistas del continente en materia de procesamiento de datos.** En definitiva, según se conoce hasta el momento, Sur Energy sería la compañía encargada de financiar el proyecto, Genneia y Central Puerto podrían ser las proveedoras de energía, y OpenAI se convertiría en el *offtaker* de la potencia computacional instalada. De más está aclarar que la iniciativa también buscaría adhesión al RIGI.

Más allá de la posibilidad de que este proyecto se lleve a cabo, lo que surge de relevancia es la **potencialidad de Argentina para este tipo de desarrollos**. En particular, **la Patagonia**, donde se espera que Stargate Argentina esté ubicado, **cumple con condiciones clave para estas infraestructuras**. La disponibilidad de aguas frías y las bajas temperaturas durante la mayor parte del año en provincias como Chubut, Neuquén o Río Negro permiten un ahorro en refrigeración significativo. Además, la abundancia de tierras, clave para la escalabilidad de estos desarrollos, energías renovables, especialmente eólica, y acceso simple a cable submarino de internet la convierten en una ubicación clave. No menos importante, **considerando que muchos centros de datos hoy en día se alimentan de energía térmica, las zonas aledañas a Vaca Muerta podrían convertirse en un hub tecnológico**. De hecho, tendría sentido económico monetizar las vastas reservas de gas de Neuquén a través de la alimentación de plantas térmicas que produzcan energía para estos centros. Así, Argentina exportaría capacidad de computo en lugar de gas licuado, lo que es más complejo de llevar a cabo. En esta línea, la competitividad del gas no convencional argentino sumado a las vastas reservas del mismo (como mencionamos, Vaca Muerta es la segunda reserva de gas *shale* más grande del mundo) constituyen una ventaja para ubicar centros de datos en el país respecto de cualquier otro país de LATAM, e incluso de naciones como Estados Unidos o Europa.

En conclusión, Stargate no es solo un proyecto de IA, sino una señal temprana de que la energía vuelve a ser el núcleo de la competitividad tecnológica global. En ese mundo, Vaca Muerta toma una nueva dimensión para convertirse en un insumo estratégico para la economía digital. **Si Argentina logra ofrecer estabilidad regulatoria, como busca hacerlo a través del RIGI, contratos de largo plazo, como busca hacerlo a través de la desregulación del mercado energético, y expansión de infraestructura, puede capturar valor no solo exportando gas, sino exportando capacidad de cómputo impulsada por gas argentino.**

Oficina del Presidente  @OPRArgentina

El Presidente Javier Milei recibió en Casa Rosada, junto a Demian Reidel, a representantes de OpenAI, quienes le anunciaron el lanzamiento de Stargate Argentina, un proyecto pionero de infraestructura de Inteligencia Artificial que situará a la Argentina a la vanguardia del ecosistema global de inteligencia artificial.

En este marco, OpenAI y Sur Energy firmaron una Carta de Intención para colaborar en un proyecto de Data Center a gran escala capaz de albergar la próxima generación de computación de IA y alcanzar una capacidad de hasta 500 MW.

Estructurado en el marco de RIGI, el proyecto supondrá una inversión de hasta 25.000 millones de dólares a gran escala, lo que lo posiciona como una de las mayores iniciativas de tecnología e infraestructura energética en la historia de Argentina.



12:58 p. m. · 10 oct. 2025 · 1,2 M Visualizaciones

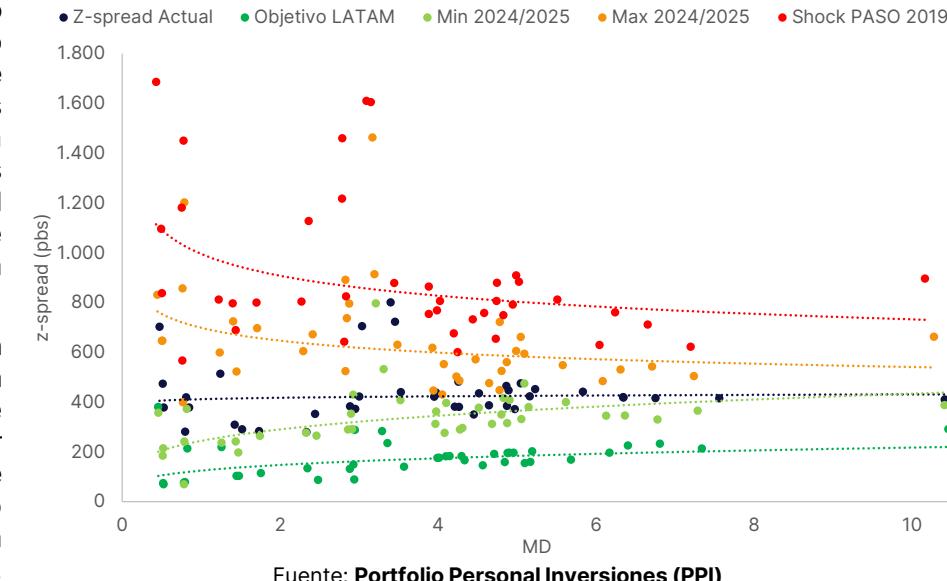
466 2 mil 10 mil 268

En un contexto local muy favorable para ciertas industrias, el universo corporativo presenta oportunidades especialmente atractivas. Es que Argentina permite invertir en títulos de compañías merecedoras del calificativo **Investment-Grade** a tasas de interés que, en otros países de la región, y ni hablar de Estados Unidos o Europa, sólo podrían corresponder a créditos **High-Yield**. ¿Por qué? En mayor parte por el riesgo del soberano. El ejemplo más claro de este riesgo latente es que, durante la administración de Alberto Fernández, se forzó a las compañías a reestructurar sus deudas para alivianar la demanda de dólares que enfrentaba el BCRA, incluso cuando contaban con el efectivo para pagarlas. Ello no solo resultó en procesos indeseables y tediosos para las compañías, sino en un perjuicio para los tenedores que cobraron el 40% de sus tenencias y se vieron obligados a refinanciar el 60% restante. En otras palabras, el mercado le pone un precio al riesgo de volver a tener un gobierno que recurra a medidas artificiales con el afán de mantener un dólar artificialmente bajo para contener los desequilibrios disparados por una política fiscal y monetaria indisciplinada. Eso conduce a que las firmas locales deban pagar una prima de riesgo superior a la de sus comparables.

Desde el lado del inversor, **esto no solo abre la posibilidad de cobrar cupones más elevados de los que recibiría en países macroeconómicamente estables por créditos con ratios de apalancamiento bajos, sino que además le otorga potencial de apreciación al título en cartera.** Esto se debe a que, si Argentina persiste en el camino de normalización que se encuentra transitando, el riesgo moral decrecerá con el tiempo (en esta línea, la potencial acumulación de reservas por parte del BCRA en 2026, y el eventual regreso del Tesoro al mercado internacional de crédito son dos drivers a seguir de cerca), y cada vez habrá nuevos inversores dispuestos a financiar los negocios subyacentes a un costo inferior, al punto que los riesgos locales eventualmente se equipararán a los regionales. Esto impactaría positivamente en títulos ya emitidos, ya que una baja en la tasa de interés exigida implicaría un mayor valor presente de los cobros futuros. Lógicamente, el impacto sería mayor en títulos largos, pues cuanto más se prolonguen en el tiempo los pagos, mayor será la apreciación del flujo futuro en caso de una baja en la tasa de descuento. **De más está decir que el recorrido no está exento de peligros.** La percepción de una población deseosa de retornar al populismo tendría el efecto contrario. No obstante, basándonos en el resultado electoral nacional de medio término y el nivel de aprobación que demuestra el Índice de Confianza en el Gobierno elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella, este parece no ser un factor de preocupación en el corto plazo.

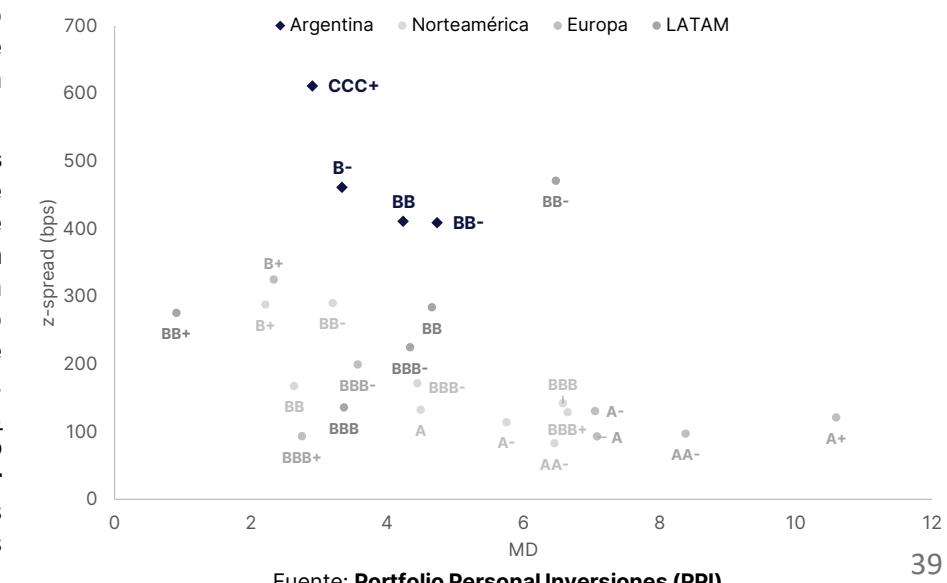
En definitiva, dado que esperamos que la normalización continúe y los spreads de crédito sigan comprimiendo, **decidimos sobreponer el tramo largo de la curva corporativa**. De esta manera, además de asegurar tasas de largo plazo que consideramos atractivas para ciertos créditos nacionales, nos posicionamos para capturar la mayor apreciación posible dentro del universo corporativo. Adicionalmente, acompañando nuestro *view* respecto de los spreads de crédito, **también esperamos que la tasa libre de riesgo acompañe a la baja**. Nuestro análisis se basa, por un lado, en una menor inflación esperada (el costo de alquiler, el cual pondera cerca de un 40% en el índice de precios estadounidense, ha caído significativamente y el índice aún no lo refleja por su método de confección), y, por el otro, en un nivel de actividad que difícilmente se expanda de los niveles actuales (los aranceles son contractivos para la economía). En esta línea, **priorizamos títulos largos de compañías de primer nivel crediticio como MGCRO de Pampa Energía, TSC4O de TGS, VSCVO de Vista Energy, IRCPO de IRSA, GN49O de Gennelia, YFCJO de YPF Luz e YMCXO de YPF**. También, **como alternativa más agresiva, favorecemos RUCDO de MSU Energy, que este año enfrenta un período clave para comenzar a desapalancarse**. Vale la pena señalar que si bien hay alternativas cuyo potencial de apreciación es superior, preferimos mantenernos en créditos que no presenten un fuerte descalce de moneda entre su generación de ingresos y sus obligaciones, especialmente en un escenario en el cual el peso se muestra apreciado en términos históricos.

## **Todavía hay espacio para mayor compresión de crédito**



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Por el mismo nivel de crédito, Argentina paga más caro



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

En la previa a las elecciones de medio término, analizamos los diferentes escenarios que podrían surgir a partir del resultado de los comicios. **De igual manera que en el ejercicio soberano (ver nuestro análisis), consideramos cuatro escenarios potenciales:** (i) **uno muy optimista**, que parecía poco probable en aquel momento, en el que el oficialismo daba un batacazo, dejando espacio para que los créditos locales lentamente converjan a las tasas de compañías comparables en LATAM; (ii) **uno optimista**, que considerábamos el más probable, en el resultado era mejor de lo piceado por el mercado, y que permitiera a los bonos corporativos regresar a sus spreads mínimos del año, algo que en muchos casos se ha materializado; (iii) **un escenario pesimista**, que tomamos como segundo más probable, en el que el resultado era como se esperaba, y los z-spreads regresaban a los máximos de 2024-2025; y (iv) **un escenario fatalista**, el cual consideramos de baja probabilidad, en el que la situación resultaría irremontable, y los créditos recibirían un shock del estilo de las PASO 2019.

Con el resultado puesto, **hoy en día nos debatimos entre el escenario muy optimista y el optimista como los más probables**, con un dejo en dar un paso atrás hacia el escenario pesimista. **Esto refuerza nuestra decisión de favorecer el tramo largo, buscando capturar la mayor compresión posible al tiempo que bloqueamos una tasa corriente que vemos a la baja en el futuro cercano.**

Nombre	Ticker	Paridad	TNA	CY	MD	z-spread (pbs)	Compresión LATAM			Regreso a Mínimos de 2024-2025			Regreso a Máximos de 2024-2025			Shock a lo PASO 2019			Z-Spread Esperado		
							Z-spread Objetivo*	Compresión Esperada	Upside Potencial**	Z-spread Mínimo	Compresión Esperada	Upside Potencial**	Z-spread Máximo	Expansión Esperada	Downside Potencial**	Z-spread Ajustado***	Expansión Esperada	Downside Potencial**	Promedio Ponderado	Movimiento Esperado	Sensibilidad Esperada
<b>Bancos</b>																					
BMAAR26	BACAO	99,3%	7,5%	6,7%	0,8	419	78	-341	2,8%	242	-178	1,4%	857	437	-3,5%	1.182	762	-6,2%	316	-104	0,8%
BMAAR29	BACGO	101,1%	7,6%	7,9%	3,0	423	89	-334	10,0%	292	-131	3,9%	892	469	-14,1%	1.218	795	-23,9%	351	-72	2,2%
GALIAR26	BYC20	100,6%	6,9%	7,9%	0,5	378	75	-304	1,6%	184	-194	1,0%	647	268	-1,4%	1.096	718	-3,8%	244	-134	0,7%
GALIAR28	BYCHO	102,0%	6,9%	7,6%	2,4	353	87	-265	6,5%	265	-88	2,2%	672	319	-7,8%	1.127	775	-18,9%	293	-60	1,5%
<b>Generadoras Eléctricas</b>																					
AES27	AEC20	101,9%	7,2%	9,3%	0,8	378	213	-165	1,4%	373	-6	0,0%	1.202	824	-7,0%	1.450	1072	-9,1%	491	113	-1,0%
GNNEIA33	GN490	98,2%	8,1%	7,9%	5,2	452	155	-298	15,6%	331	-121	6,3%	606	153	-8,0%	791	339	-17,7%	333	-119	6,2%
MSUNRG30	RUCDO	97,0%	10,6%	10,0%	3,5	723	235	-488	16,9%	532	-191	6,6%	1.463	740	-25,6%	1.605	882	-30,5%	629	-94	3,2%
YFLUZ32	YFCJO	100,3%	7,8%	7,9%	4,5	435	146	-289	13,1%	377	-57	2,6%	572	137	-6,2%	737	302	-13,6%	347	-88	4,0%
<b>Oil &amp; Gas</b>																					
CGCSA30	CP380	98,6%	12,3%	12,0%	3,6	885	267	-618	22,2%	878	-8	0,3%	897	11	-0,4%	1.961	1075	-38,6%	698	-187	6,7%
PANNAME27	PNDCO	102,3%	6,1%	8,9%	0,8	283	76	-207	1,6%	70	-214	1,7%	399	116	-0,9%	571	287	-2,3%	137	-146	1,1%
PANNAME32	PNXCO	105,2%	7,3%	8,1%	4,2	377	182	-196	8,2%	276	-101	4,3%	430	53	-2,2%	761	383	-16,1%	279	-99	4,2%
PLUSPE31	PLC50	99,3%	8,3%	8,2%	4,2	483	183	-300	12,8%	396	-87	3,7%	552	69	-2,9%	809	326	-13,8%	363	-120	5,1%
PLUSPE32	PLC40	101,8%	8,1%	8,4%	4,9	462	196	-266	12,9%	416	-46	2,2%	525	63	-3,1%	809	347	-16,9%	372	-90	4,4%
TECPET30	TTDCO	99,7%	7,7%	7,7%	3,9	429	176	-253	10,0%	312	-117	4,6%	446	17	-0,7%	754	326	-12,8%	298	-131	5,2%
TECPET33	TTCAO	101,2%	7,3%	7,5%	4,6	388	191	-197	9,1%	312	-76	3,5%	476	88	-4,1%	757	369	-17,1%	309	-79	3,7%
VISTAA33	VSCVO	102,4%	8,0%	8,3%	4,9	449	197	-252	12,3%	409	-40	2,0%	561	112	-5,5%	750	301	-14,7%	375	-73	3,6%
VISTAA35	VSCTO	98,8%	7,8%	7,7%	6,3	418	225	-193	12,2%	346	-72	4,6%	531	113	-7,2%	761	343	-21,7%	347	-71	4,5%
YFPFAR27	YCAMO	100,7%	6,5%	6,9%	1,4	314	103	-211	3,0%	241	-72	1,0%	724	410	-5,8%	802	488	-6,9%	296	-17	0,2%
YFPFAR29	YMC10	103,7%	7,3%	8,2%	3,0	387	152	-235	7,0%	353	-34	1,0%	737	350	-10,5%	830	443	-13,2%	369	-17	0,5%
YFPFAR29N	YMC10	104,3%	6,7%	8,6%	1,8	272	117	-155	2,8%	264	-8	0,1%	697	425	-7,6%	805	533	-9,6%	306	35	-0,6%
YFPFAR31	YMCUO	106,2%	6,8%	8,9%	2,3	284	133	-151	3,5%	277	-7	0,2%	605	321	-7,4%	809	525	-12,2%	300	16	-0,4%
YFPFAR31N	YMCXO	103,4%	7,9%	8,5%	4,0	442	176	-266	10,5%	362	-80	3,2%	618	176	-7,0%	869	427	-16,9%	358	-84	3,3%
YFPFAR33	YMCIO	98,5%	7,3%	7,1%	4,9	386	196	-190	9,2%	316	-70	3,4%	722	336	-16,3%	884	498	-24,2%	361	-25	1,2%
YFPFAR34	YMC40	102,2%	7,8%	8,1%	5,1	427	202	-225	11,6%	379	-47	2,4%	594	167	-8,6%	888	461	-23,7%	369	-58	3,0%
YFPFAR47	YCANO	88,2%	8,2%	7,9%	10,4	412	292	-121	12,6%	388	-24	2,5%	663	250	-26,0%	901	488	-50,8%	414	2	-0,2%
<b>Mixtas</b>																					
PAMPAR31	MGCMO	103,3%	7,2%	7,7%	4,4	352	166	-186	8,3%	296	-56	2,5%	486	134	-6,0%	605	253	-11,2%	295	-57	2,5%
PAMPAR34	MGCOO	100,5%	7,8%	7,8%	6,3	423	196	-226	14,3%	345	-78	4,9%	484	62	-3,9%	634	211	-13,4%	328	-94	6,0%
PAMPAR37	MGRCO	98,3%	8,0%	7,9%	7,6	416	213	-202	15,3%	365	-51	3,8%	504	89	-6,7%	624	208	-15,7%	347	-68	5,2%
TRAGAS31	TSC30	103,8%	7,6%	8,2%	4,3	387	183	-204	8,7%	290	-98	4,2%	503	116	-4,9%	683	295	-12,6%	300	-87	3,7%
TRAGAS35	TSC40	98,9%	7,9%	7,8%	6,7	419	232	-187	12,6%	330	-89	6,0%	543	124	-8,3%	714	295	-19,9%	343	-76	5,1%
CAPXAR28	CAC50	100,9%	8,5%	9,2%	1,2	514	219	-295	3,7%	236	-277	3,4%	599	85	-1,1%	812	298	-3,7%	304	-210	2,6%
<b>Real Estate</b>																					
IRSAAR28	IRFCO	102,2%	7,3%	8,6%	1,5	290	103	-187	2,8%	198	-93	1,4%	523	232	-3,5%	689	399	-6,0%	234	-56	0,8%
IRSAAR35	IRCP0	99,6%	8,1%	8,0%	5,8	441	168	-273	15,9%	400	-41	2,4%	549	107	-6,3%	812	371	-21,6%	360	-81	4,7%
<b>Servicios Públicos</b>																					
EDNAR30	DNC70	98,0%	10,4%	9,9%	3,0	705	288	-417	12,7%	430	-275	8,4%	796	90	-2,7%	1.460	755	-22,9%	461	-245	7,4%
EDEMSA31	OZC60	94,3%	11,7%	10,4%	3,4	801	284	-517	17,6%	797	-4	0,1%	914	114	-3,9%	1.610	810	-27,5%	666	-134	4,6%
<b>Otros</b>																					
AEROAR31	ARC10	103,5%	7,3%	8,2%	3,0	372	131	-241	7,1%	290	-83	2,4%	524	152	-4,5%	643	270	-8,0%	289	-83	2,5%
ARCOR33	RC100	101,5%	7,3%	7,5%	5,0	372	159	-213	10,6%	350	-22	1,1%	448	76	-3,8%	655	283	-14,0%	312	-60	3,0%
MASHER26	MTCGO	100,4%	10,2%	10,9%	0,5	703	381	-322	1,5%	358	-345	1,6%	831	128	-0,6%	1.686	983	-4,6%	459	-244	1,1%
TECOAR26	TLC10	100,1%	7,9%	8,0%	0,5	473	70	-404	2,1%	214	-259	1,3%	646	173	-0,9%	837	364	-1,9%	257	-216	1,1%
TECOAR31	TLCMO	105,4%	8,0%	9,0%	3,5	440	140	-300	10,6%	408	-32	1,1%	630	190	-6,7%	879	439	-15,5%	372	-68	2,4%
TECOAR33	TLCPO	104,6%	8,3%	8,8%	5,0	475	160	-315	15,9%	475	0	0,0%	661	186	-9,4%	909	434	-21,9%	418	-57	2,9%
<b>Ponderación por Escenario</b>								30,0%			50,0%			20,0%		0,0%					

\* El Z-spread Objetivo fue estimado en base a la curva de z-spreads de comparables Investment Grade y High Yield de LATAM, medido en puntos básicos

\*\* El Upside/Downside Potencial está basado en la sensibilidad de precio (no retorno total), e ignora movimientos potenciales de la tasa libre de riesgo

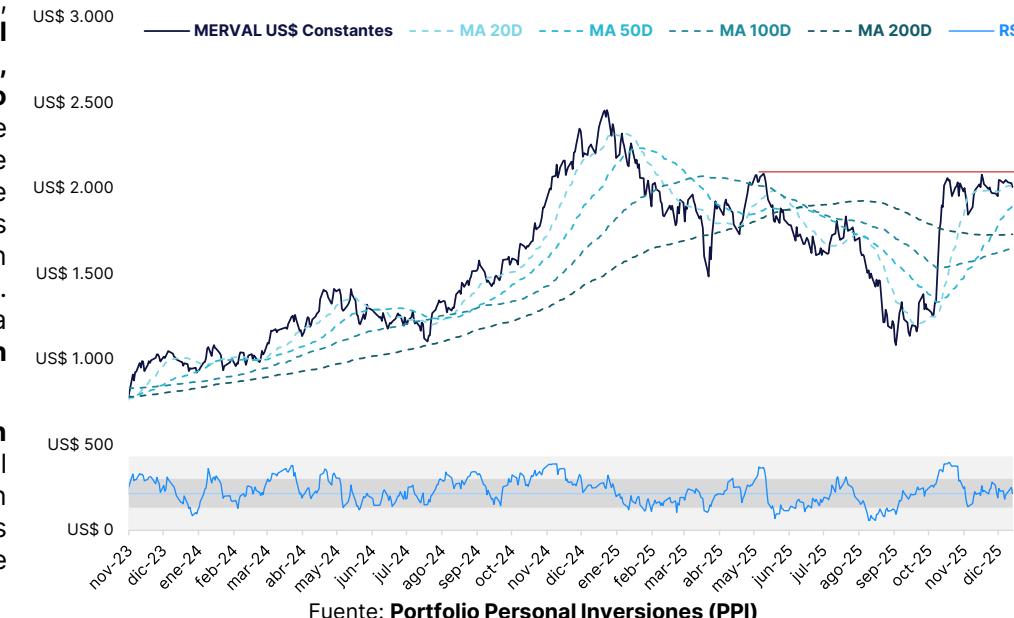
\*\*\* El Z-spread Ajustado está basado en una combinación de movimientos relativos y absolutos percibidos por los z-spread de cada emisor durante un período de 3 meses tras el shock de las PASO 2019 y fue ajustado por las condiciones actuales de cada compañía

Más allá de haber alcanzado la marca récord de US\$2.387 el 9 de enero de 2025 (a dólares de hoy US\$2.456), dejando atrás el máximo de la era Macri de US\$1.800 (US\$2.375 a dólares de hoy), el principal índice bursátil argentino no tuvo un buen año. De hecho, culminó el 2025 en US\$2.006, lo que implica una pérdida de 6,1% anual, y del 15,5% respecto del máximo histórico. Aun así, en retrospectiva, el resultado final no es tan malo como pudo haber sido. El 2025 fue un año muy particular. Recordemos que el Merval comenzó a trastabillar en el primer trimestre con la volatilidad inyectada por Donald Trump en la previa del *Liberation Day*, y alcanzó un mínimo temporal de US\$1.449 el 8 de abril, el día anterior al anuncio de la pausa de 90 días. Luego repuntó hasta los US\$2.043 a fines de mayo, pero el riesgo pre electoral primero y el revés de las elecciones de medio término de PBA después, en las cuales el oficialismo perdió por más de 13,5 puntos contra el kirchnerismo, lo hundió por completo hasta su mínimo en más de un año de US\$1.071. Esto significa que el Merval llegó a registrar una pérdida del 50% en el año. Afortunadamente, los comicios nacionales mostraron una realidad materialmente diferente a lo sucedido en la provincia más grande del país, y el lunes poselectoral el índice registró su mayor suba histórica (+31,2%). Así, en poco tiempo se recuperó hasta los US\$2.000, donde se mantiene oscilando desde fines de octubre.

Como es de esperar, estos movimientos estuvieron signados por ganadores y perdedores. En efecto, la única en registrar una performance realmente destacable fue **Central Puerto**, beneficiada tanto por la desregulación del sector energético como por anuncios vinculados a la provisión de energía para Sur Energy, la potencial asociación con YPF Luz para desarrollar una línea de alta tensión en el NOA, y la solicitud de ingreso al RIGI de AbraSilver, una de sus apuestas más grandes a la minería. No menos relevante, al haber sido una de las que menos avanzó en 2024, este año tuvo espacio para hacer el *catch-up*.

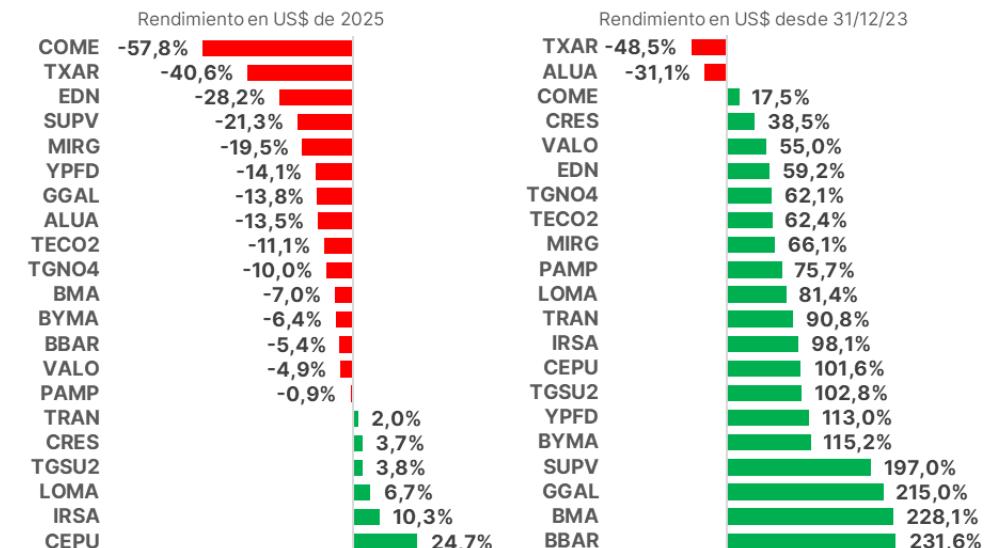
Ahora la pregunta es, ¿qué hace falta para que 2026 sea un año de verdes? Este año, en el que la política se podrá dejar parcialmente de lado, creemos que el *driver* principal provendrá del soberano. Por un lado, esperamos ver que el BCRA comience a acumular reservas tal como lo comunicó en su reciente recalibración del esquema de bandas. Por otro lado, y en parte consecuencia de lo recientemente mencionado, esperamos que el Tesoro recupere acceso al mercado internacional de crédito. Estos, en conjunto, serán factores a seguir de cerca pues tendrán su correlato en el riesgo país (mejoran la probabilidad de pago de los compromisos del gobierno), lo que, consecuentemente, disminuirá el riesgo percibido en los corporativos. **Esa disminución en el riesgo de los corporativos podría implicar dos cosas:** (i) **una menor tasa de descuento para los flujos actuales**, lo que derivaría inequívocamente en un mayor valor presente de los mismos (ergo mayor precio de la acción), y (ii) **una menor tasa de financiamiento para sus operaciones**, lo que derivaría en un incremento en los flujos futuros tanto por una mejora en los márgenes de sus negocios actuales como por la viabilidad de una mayor cantidad de proyectos (aumenta oportunidades de crecimiento). En definitiva, creemos que, más allá de las dinámicas individuales, en términos generales, el equity local debería apreciarse por una ampliación de múltiplos. Sin embargo, para que esto ocurra, el humor internacional debe mejorar. Observando la dinámica desde fines de octubre, vemos que las dudas que aquejaron al mercado estadounidense sobre las elevadas valuaciones alcanzadas por el sector tecnológico, pusieron un techo al Merval. Por ello, **un riesgo latente es que el mercado norteamericano experimente una contracción de múltiplos este año, que arrastre a las acciones locales**. Por último, también esperamos un crecimiento del producto, impulsado por el RIGI, la reactivación de ciertas obras y privatizaciones y las reformas estructurales (como la laboral y una potencial baja de impuestos), que lleven a una mejora en los ingresos y márgenes de las empresas. Así, la expansión de múltiplos se daría además sobre un denominador superior al existente actualmente.

## El Merval no logra romper con su techo de US\$2.100



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

## Tras un 2024 inigualable, el 2025 fue un año de consolidación



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

En cuanto al dinamismo individual, es incuestionable que el 2026 será dispar para las distintas industrias. Por ello, vale la pena repasar brevemente los fundamentos de cada una:

- **Oil & Gas:** las perspectivas de la industria se mantienen sólidas, con volúmenes récord esperados. Aun así, la dinámica del *Brent* será un factor determinante para las acciones de nuestras petroleras. Dado lo atípico del nivel actual del precio del petróleo, creemos que es propicio mantener exposición en ciertas compañías involucradas en la extracción de crudo. **Nuestras favoritas en este sentido son YPF (YPFD), Vista Energy (VIST) y Pampa Energía (PAMP), todas ellas involucradas en la extracción de petróleo no convencional, lo que las vuelve más resistentes a una continuación en la baja del *Brent*, y la mejor alternativa para capitalizar los mayores márgenes de un rally del mismo.**
- **Energía:** la desregulación del segmento jugará un rol clave en los años por venir, y debería impactar positivamente en los balances de las compañías con mayor posición en activos térmicos actualmente dedicados al mercado spot, como Central Puerto (CEPU). En particular, compañías integradas como Pampa Energía (PAMP), podrían maximizar márgenes incluso en sus centrales menos eficientes. Además, vemos potencial en el crecimiento de parques renovables en el oeste y noroeste argentino, impulsado por el avance de la minería en provincias como Salta, Catamarca y San Juan, que son las que más proyectos concentran con aplicación y, en algunos casos, aprobación al RIGI. Para ello, **Central Puerto no solo se posiciona como una de nuestras favoritas para construir parques solares en la zona, sino que evalúa participar en el tendido eléctrico de alto voltaje para ampliar la capacidad de transporte eléctrico.** De manera similar, **la oportunidad doble de Pampa Energía justifica múltiplos más elevados que los de YPF y Vista Energy en la industria petrolera.**
- **Servicios Públicos:** con la cuestión tarifaria ya normalizada, vemos poco espacio de mejora por precio. De hecho, a los niveles del tipo de cambio actual, y las tarifas ajustando a un promedio entre el IPP e IPC con un *passthrough* que se ha visto limitado en los últimos meses, lo más factible es que la facturación en dólares caiga parcialmente en términos interanuales. Por ello, **preferimos enfocarnos en la historia de volumen.** En esta línea, **TGS es una de nuestras favoritas pues estará a cargo de la ampliación del gasoducto Perito Moreno, que sumará 14 millones de m3/d para 2027.** Además, como el sistema cada vez recibe más gas no convencional de la Cuenca Neuquina, la riqueza del gas que procesa es cada vez mayor, lo que beneficia a su segmento de líquidos. Por otro lado, en el 1T26 se espera que tome una decisión respecto de su plan de reconversión de la planta de Tratayén, lo que podría significar mayor crecimiento. Por su parte, **también vemos una oportunidad en Transener (TRAN) y Metrogas (METR), que se encuentran en proceso de venta por parte de Enarsa e YPF, respectivamente,** lo que podría desbloquear valor en su equity. Adicionalmente, dado su *expertise*, la primera podría involucrarse en la licitación AMBA I, que incluye la construcción de más de 500 km de líneas de alta tensión, ampliando así su negocio. Por último, **un punto a destacar de estos papeles es que presentan una posición de caja superior a su deuda, y aun así cotizan a ratios EV/EBITDA inferiores a los de comparables regionales.**
- **Bancos:** la industria bancaria exhibe una de las dinámicas más complejas. Los desafíos de la normalización macroeconómica pegan de lleno en un sector que durante años descansó sobre el Tesoro y el BCRA para generar rendimientos extraordinarios. Los bancos siguen teniendo que reinventarse, incrementando su apalancamiento al tiempo que gestionan eficientemente el riesgo de aumentar significativamente sus carteras de préstamos en un contexto de mora elevada. Por estos motivos, si bien esperamos un crecimiento significativo de sus portafolios, **no nos queda claro que vayan a lograr la rentabilidad que sus valuaciones suponen.** No obstante, dado que los bancos son un punto de entrada de capitales para fondos que busquen capitalizar el *trade* macro a través del equity, **mantendremos una posición *equalweight* en Grupo Galicia (GGAL), Banco Macro (BMA) y BBVA (BBAR), aunque *underweight* en la industria en general.**
- **Materiales:** aunque el foco del gobierno parece haber rotado de contener la inflación cueste lo que cueste a impulsar la actividad para generar empleo y mejorar los salarios de la población, la industria no exhibe el dinamismo de otros sectores. **La construcción sigue en precios históricamente elevados**, lo que perjudica a Loma Negra, **y la política arancelaria de Trump complicó la exportación de aluminio y acero,** lo que complica más a Aluar que a Ternium. De todas formas, **el negocio local del acero tampoco tracciona**, demostrado por los balances de la última, cuyo nivel de actividad alcanzó el punto crítico de tener que parar su alto horno de San Nicolás por un conflicto gremial en septiembre. **Por el momento, nos mantenemos al margen, esperando claras señales de recuperación.** Un *driver* positivo en este sentido podría ser un acuerdo comercial con Estados Unidos que mejore los términos de intercambio para Aluar, pero difícilmente impulse a Ternium, cuya producción históricamente se focalizó al mercado local. Por lo pronto, en términos de múltiplos, TXAR muestra la valuación más atractiva, pero hasta que su producción no gane competitividad y su negocio no logre revertir la dinámica vigente desde el cambio de gobierno, correríamos el riesgo de caer en un *value trap* si decidíramos tomar posición. Vale la pena recordar que ya a fines del año pasado parecía atractiva, y aun así perdió más del 40% de su valor en dólares durante 2025.

**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)**Emiliano Anselmi****Chief Economist**[eanselmi@portfoliopersonal.com](mailto:eanselmi@portfoliopersonal.com)**Natalia Denise Martin****Analyst**[nmartin@portfoliopersonal.com](mailto:nmartin@portfoliopersonal.com)**María Solana Cucher Fajans****Economist**[mcucher@portfoliopersonal.com](mailto:mcucher@portfoliopersonal.com)**Martín Cordeviola****Analyst**[mcordeviola@portfoliopersonal.com](mailto:mcordeviola@portfoliopersonal.com)**Diego Ilan Méndez, CFA****Corporate Credit Team Leader**[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)**Lautaro Casasco Herrera****Analyst**[lherrera@portfoliopersonal.com](mailto:lherrera@portfoliopersonal.com)**Lucas Caldi****Research Asset Management**[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@portfoliopersonal.com)**Lucas Delaney****Intern**[lodelaney@portfoliopersonal.com](mailto:lodelaney@portfoliopersonal.com)