25 de noviembre de 2026

Daily Mercados



ppi

Juncal 4456 piso 8°, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

Temas del día:

- **Licitación del Tesoro: vencimientos récord y poco apetito por plazo**
- **Otra rueda de tensión cambiaria y más cobertura oficial como respuesta**
- **El Merval recuperó terreno tras el feriado local**
- **Temporada de resultados local: BBAR**
- **¡El nerviosismo por el sector tecnológico continúa!**

Licitación del Tesoro: vencimientos récord y poco apetito por plazo
Finanzas presentó el menú para afrontar vencimientos por $25,4 billones, de los cuales solo $3,5 billones están en manos del sector público. La oferta incluye dos nuevas LECAP con vencimiento en febrero y julio de 2027, dos bonos CER a mayo de 2027 y junio de 2028 y una nueva letra TAMAR a mayo de 2027. Para quienes buscan cobertura cambiaria, el menú suma el dual TAMAR–dólar linked a enero de 2028 (TMVE8) y dos títulos dólar linked, uno nuevo a marzo de 2027 y otro con vencimiento en mayo de ese año.

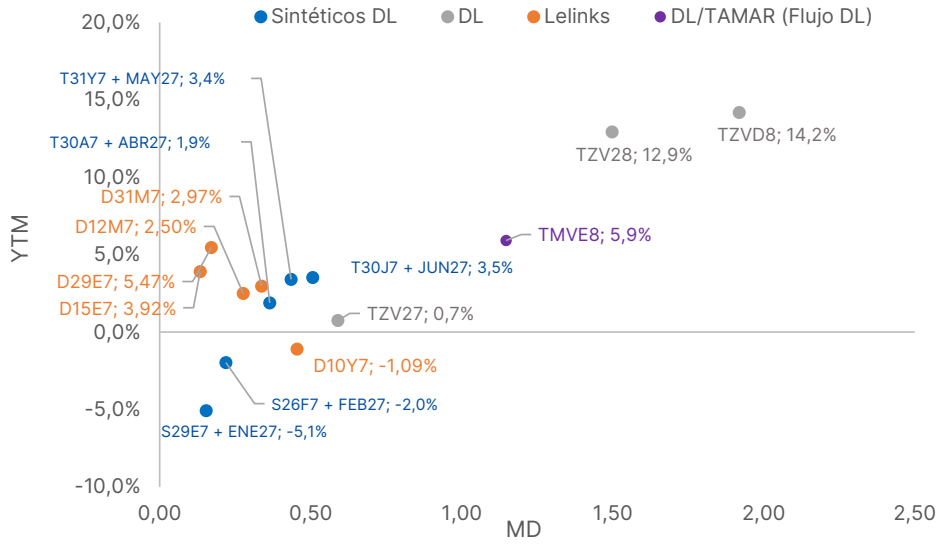
En este marco, **el Tesoro enfrenta el mayor monto de vencimientos en manos privadas del año ($21,9 billones) en un mercado en el que cada vez cuesta más estirar los plazos de colocación**. La última licitación ya dio una señal en ese sentido. El plazo promedio de colocación cayó de 355 a 163 días y apenas un 4% de lo adjudicado se concentró en los instrumentos de mayor plazo. A esa preferencia por el tramo corto se suma la reciente suba de las tasas en pesos, de forma más acentuada en el tramo largo de la curva CER. Así, además del rollover, importará cuánto logre colocar Finanzas a mayor plazo y a qué costo, sobre todo de cara a la concentración de vencimientos previa a las elecciones de octubre de 2027. En este punto, vale la pena mirar la liquidez en la previa de la subasta. El Tesoro tiene $4,8 billones depositados en el BCRA, lo que le da margen para cubrir solo una parte de los vencimientos, mientras que el Central absorbió ayer $4,5 billones en la rueda de repos, una referencia de la liquidez del sistema financiero con la que se llega a la licitación.

Volviendo al menú, **se destaca la reapertura del dual TAMAR–dólar linked (TMVE8), que vence en enero de 2028, después de las elecciones.** En medio de la debilidad de las curvas en pesos, ayer el bono cerró con una TIR de DL + 5,9%. Para los inversores dispuestos a asumir el riesgo de un plazo más largo, el TMVE8 ofrece una tasa de cobertura un poco más atractiva y la posibilidad de capturar el devengamiento en pesos si volvemos a un marco de estabilidad cambiaria, ya que paga el mayor rendimiento entre la pata TAMAR y la dólar linked. **No obstante, para aquellos dispuestos a aumentar la duración de la cobertura, creemos que puede haber mejores alternativas en 2028.** Recordemos que el evento electoral genera incertidumbre y deteriora el ánimo de los inversores. En otras palabras, el mercado ofrece un premio a quienes deseen estirar duration más allá de los comicios de octubre de 2027 (fuerte salto en la tasa forward).

Para los perfiles más conservadores que busquen cobertura cambiaria, preferimos el tramo corto de la curva dólar linked. Dentro del menú, la nueva LELINK del 12 de marzo de 2027 es la alternativa de menor plazo para cubrirse frente a una suba del dólar oficial. Según nuestras estimaciones preliminares, que actualizaremos mañana, la letra podría licitarse en torno a DL + 2,5/3% relativamente en línea a la curva de sintéticos. Cabe destacar que los sugestivos

volúmenes en instrumentos DL de enero (ver nuestro comentario: "Otra rueda de tensión cambiaria y más cobertura oficial como respuesta") desdibujan el tramo más corto de la curva, por lo cual esperaremos a mañana para mejorar el color de las tasas. Por último, para quienes busquen cobertura frente a la inflación, preferimos el tramo corto de la curva CER, donde se destaca el TZXY7, con vencimiento el 31 de mayo de 2027, que ayer cerró con una TIR de CER + 3,4%.

Curva soberana de instrumentos DL y sintéticos



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

Recordamos a nuestros clientes que la subasta se llevará a cabo mañana y que tienen tiempo para licitar hasta las 13 h.

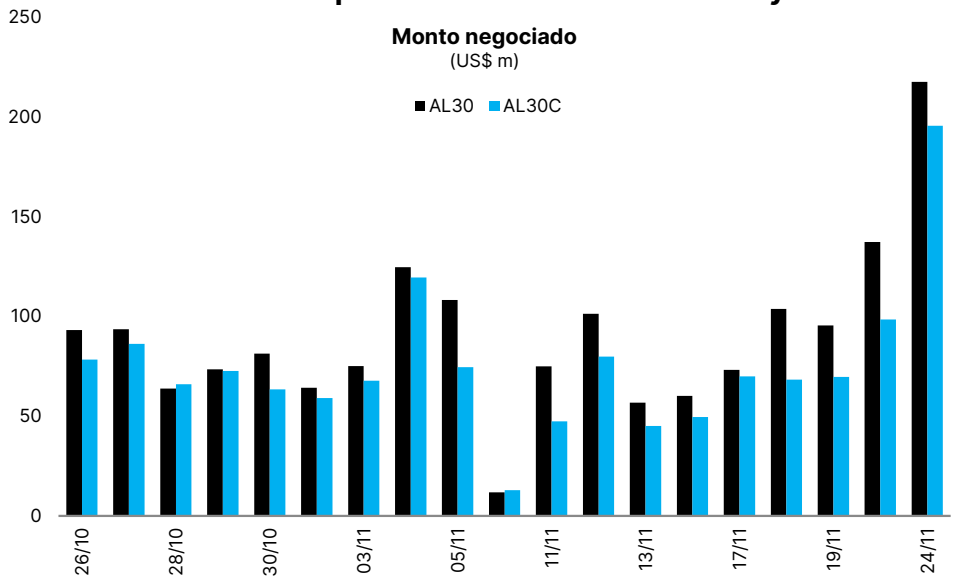
Otra rueda de tensión cambiaria y más cobertura oficial como respuesta

Otra vez bajo presión: el mercado cambiario no da tregua. **Ayer, el dólar spot avanzó por sexta jornada consecutiva.** Cerró en $1.593,0, con una suba de $13 (+0,8%) respecto del viernes. De esta manera, acumula un avance de 3,2% en las últimas seis ruedas. El contexto externo entre el viernes y el martes siguió desmejorando para las monedas emergentes: el real se depreció 0,2% (aunque ayer cedió 0,3% el tipo de cambio en Brasil), el peso colombiano se depreció 3,2% y el peso chileno 1%. El volumen total operado en el mercado cambiario fue de US$787 millones, más del doble del promedio de las últimas cinco ruedas (+109,5%) y un 75,1% por encima del promedio de los últimos 30 días. Se trató del tercer mayor registro en el año. En este contexto, el BCRA no registró compras en el MLC por segunda rueda consecutiva, aunque el jueves pasado apenas se había hecho de US$3 millones. Dado que hoy es el fixing del dólar linked que vence el lunes 30/11, es probable que el BCRA hilvane otra rueda más sin participación en el mercado spot. En este escenario, el dólar spot abre en $1.607,5 (+0,9% versus ayer).

Por su parte, **el CCL cerró en $1.794 (-0,6%), interrumpiendo una racha de siete ruedas consecutivas al alza, durante las cuales había acumulado una suba de 7,6%.** Como resultado, **la brecha cambiaria se redujo al 12,6%, desde el 13,9% del viernes**. Cabe destacar que durante la rueda el CCL llegó a tocar los $1.812, un 0,4% por encima del cierre del viernes. ¿Hubo intervención en los dólares financieros? Todavía no podemos confirmarlo. Si bien los volúmenes operados de AL30 en pesos y en cable se dispararon ayer por encima de US$200 millones de

valor nominal (ver gráfico), recién los datos de factores de variación de reservas que se publicará el lunes 30/11 podrían aportar claridad para saber si hubo intervención y dimensionar la magnitud.

El volumen operado en AL30 aumentaron ayer



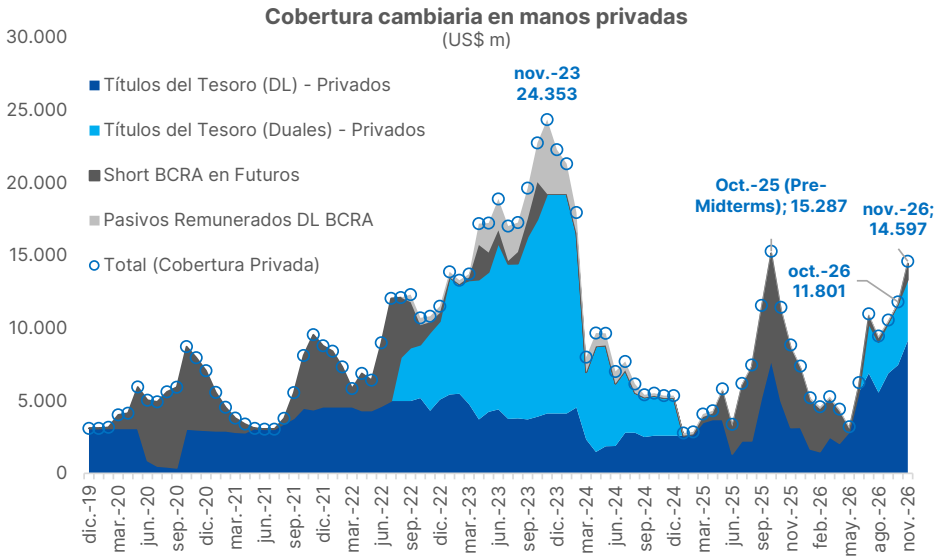
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Por otro lado, la rueda volvió a dejar señales de intervención oficial en los instrumentos de cobertura cambiaria. En el mercado de futuros de dólar, el interés abierto aumentó US$225 millones, hasta alcanzar los US$4.901 millones. El incremento estuvo impulsado por las posiciones de diciembre (+US$243 millones) y enero de 2027 (+US$27 millones), parcialmente compensado por una caída de US$54 millones en el contrato de noviembre. Así, **el interés abierto acumula un aumento de US$1.584 millones en lo que va del mes**.

En el mercado secundario de dólar linked, la letra con vencimiento a fines de enero de 2027 (D29E7) operó US$335,1 millones, mientras que la D15E7 registró otros US$87,6 millones, volúmenes que también sugieren intervención oficial. Más aún, con la publicación de los datos monetarios al 19/11, estimamos una operación de mercado abierto del BCRA contractiva por $0,51 billones el 18/11. Esta cifra reflejaría **ventas de la letra de enero D15E7 por US$329 millones** de valor nominal, equivalente al 77% del volumen operado en este título. De esta manera, **estimamos que el BCRA llevaba vendidos al 18/11 US$920 millones en instrumentos dólar linked durante el mes**. Adicionalmente, si asumimos que jueves, viernes y martes, ruedas en las que el volumen operado fue US$321 millones, US$534 millones y US$423 millones, el Central conservó una participación similar sobre el total negociado, estimamos que las ventas acumuladas ya rondarían los US$1.580 millones.

En este sentido, **estimamos que el *hedge* total provisto por el sector público consolidado** (sin considerar las últimas tres ruedas, es decir, hasta el 18/11) **habría aumentado casi US$2.800 millones, hasta alcanzar los US$14.600 millones**. De esta manera, ya sería el más elevado desde los US$15.290 millones previos a las elecciones legislativas nacionales de octubre del año pasado y probablemente se aproxime a esos niveles cuando los datos monetarios confirmen la intervención de las últimas tres ruedas.

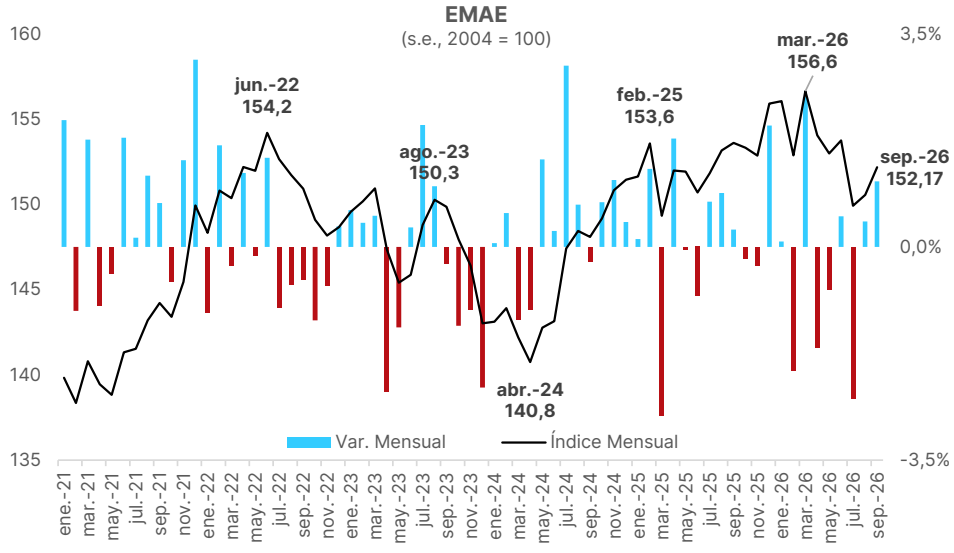
El *hedge* habría aumentado casi US$2.800m en lo que va del mes



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

En otras noticias, la actividad económica rebotó 1,1% en septiembre, aunque no alcanzó para evitar la recesión técnica. Tal como se esperaba, luego de los registros positivos de la industria manufacturera y la construcción (+0,7% y +7,8%, respectivamente), el EMAE creció 1,1% mensual desestacionalizado en septiembre. Así, extendió por segundo mes consecutivo la recuperación iniciada en agosto (+0,5% revisado al alza desde 0,1%), tras la caída de julio (-2,5% revisado desde -2,8%). Aun así, la actividad se ubicó 1% por debajo del nivel de junio y 2,9% por debajo del máximo histórico de marzo de 2026.

El EMAE subió 1,1% en septiembre y dejó un arrastre de 0,9% para el cuarto trimestre



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

Con estos datos, la actividad acumuló una contracción de 1,8% en el tercer trimestre. De esta manera, tras la caída del 1% del segundo trimestre, **la economía encadenó dos trimestres consecutivos de contracción y entró técnicamente en recesión**. Sin embargo, **esperamos que sea de corta duración**. Si la actividad se mantiene estable entre octubre y diciembre, el cuarto

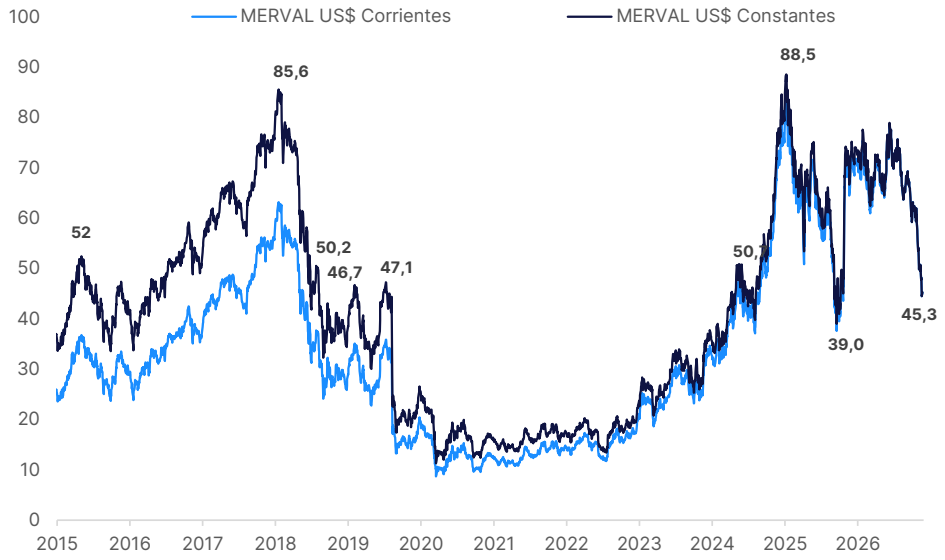
trimestre mostraría un crecimiento de 0,9% respecto al promedio del trimestre anterior (arrastre estadístico). Bajo este supuesto, 2026 cerraría con un crecimiento promedio anual de apenas 0,3%, mientras que el arrastre estadístico para 2027 sería negativo, de 0,5%.

El Merval recuperó terreno tras el feriado local

Las acciones argentinas comenzaron la semana con un día de retraso por el feriado local, pero lograron sumarse a las fuertes subas que había registrado Wall Street el lunes. **El MSCI Merval avanzó 1,8% ayer hasta US$45,3, equivalentes a US$1.290 del anterior S&P Merval.** De esta manera, el índice recuperó parte de la caída de 12,2% registrada durante la semana pasada, aunque todavía acumula un retroceso de 18,4% en noviembre. Mientras tanto, Wall Street mostró un desempeño mixto, luego del fuerte rebote de la rueda anterior. El Nasdaq encabezó las bajas con una caída de 1,5%, seguido por el S&P 500 (-0,5%), mientras que el Dow Jones logró cerrar en terreno positivo (+0,9%).

Dentro del panel líder, la rueda dejó un balance mayormente positivo, con CEPU encabezando las ganancias al avanzar 5,4%, seguida por TGNO4 (+4,6%) y LOMA (+3,2%). Del lado negativo, METR registró la mayor caída (-6,3%), seguida por BYMA (-5,0%) y ALUA (-1,8%). En tanto, los ADRs argentinos mostraron un desempeño mayormente negativo, con YPF liderando las pérdidas al retroceder 4,2%, seguida por CRESY (-4,0%) y GGAL (-3,5%). La principal excepción fue GLOB, que se destacó con una suba de 10,5%, mientras que MELI también logró cerrar en terreno positivo (+1,1%).

El Merval arrancó bien la semana



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

Entre las noticias corporativas, **YPF solicitó la adhesión al RIGI para el proyecto Narambuena, ubicado en el norte de Vaca Muerta, que desarrolla junto con Chevron.** La iniciativa contempla una inversión estimada de US$11.688 millones a lo largo de los próximos 21 años y, según las proyecciones de la compañía, permitiría generar exportaciones por aproximadamente US$33.000 millones entre 2027 y 2059.

Por último, en el mercado primario, **Banco BBVA Argentina colocó ayer ONs Clase 51 por US$50,5 millones a una tasa fija de 4,75%, con vencimiento en febrero de 2028.** La emisión recibió ofertas por US$50,9 millones y contempló la integración de US$49,4 millones en efectivo

y US$1,1 millones mediante el canje de ONs Clase 39. Por su parte, **hoy Gastaldi Hermanos licitará dos clases de ONs por un monto conjunto de US$3 millones, ampliable a US$5,5 millones, en las que desde PPI participamos como colocadores.** La Clase I será en dólares MEP, a 30 meses, mientras que la Clase II será dólar linked, a 15 meses, ambas a tasa fija a licitar y garantizadas por BBVA, Galicia, Bancor y Supervielle. **También hoy, Special Grains y Petroagro licitarán ONs Clase IV por US$5 millones, ampliables a US$10 millones**, a 36 meses y tasa fija a licitar, denominadas y pagaderas en dólares MEP, con aval de Areco Semillas. Finalmente, **ICBC licitará mañana ONs Clase X por $50.000 millones**, ampliables hasta el monto disponible bajo su programa, a 12 meses y tasa TAMAR más un margen a licitar, denominadas y pagaderas en pesos.

Temporada de resultados local: BBAR

BBVA Argentina presentó sus resultados correspondientes al 3Q26, con un resultado neto por intereses de $864.280 millones, un 10,7% superior a los $780.748 millones registrados en el mismo trimestre del año anterior. La mejora respondió principalmente a una reducción de 40% YoY en los egresos por intereses, que compensó la caída de 17,4% en los ingresos por este concepto. Por su parte, el resultado neto por comisiones disminuyó 10,4% interanual hasta $163.768 millones, explicado principalmente por una menor actividad en tarjetas de crédito y menores comisiones cobradas a clientes asociadas a la mejora en los perfiles crediticios de su cartera.

En las siguientes líneas, los resultados por medición de instrumentos financieros a valor razonable retrocedieron 52,7% YoY hasta $14.256 millones debido a una menor posición promedio de títulos públicos y un peor comportamiento de los bonos argentinos en el período, mientras que las diferencias de cotización de oro y moneda extranjera aportaron $55.506 millones, por debajo de los $80.883 millones del 3Q25. A su vez, otros ingresos operativos disminuyeron 24,3% hasta $71.985 millones. **En cuanto a la calidad crediticia, los cargos por incobrabilidad aumentaron 9,1% interanual hasta $305.561 millones, aunque mostraron una reducción de 5,0% frente al trimestre anterior, en línea con las primeras señales de mejora en la morosidad.** Con estos movimientos, el ingreso operativo neto alcanzó $863.254 millones, con una caída de 2,5% YoY.

La evolución de los gastos permitió compensar parcialmente esa menor generación de ingresos. Los beneficios al personal disminuyeron 6,6% interanual hasta $183.413 millones, mientras que los gastos de administración se redujeron 14,9% hasta $165.595 millones, favorecidos por menores costos de mantenimiento, transporte de valores y una reducción en la cantidad de sucursales. En contraste, las depreciaciones aumentaron 9,3% hasta $36.138 millones. Así, **los gastos operativos totales se redujeron 9,4% YoY hasta $597.643 millones, permitiendo que el resultado operativo avanzara 17,8% hasta $265.611 millones.**

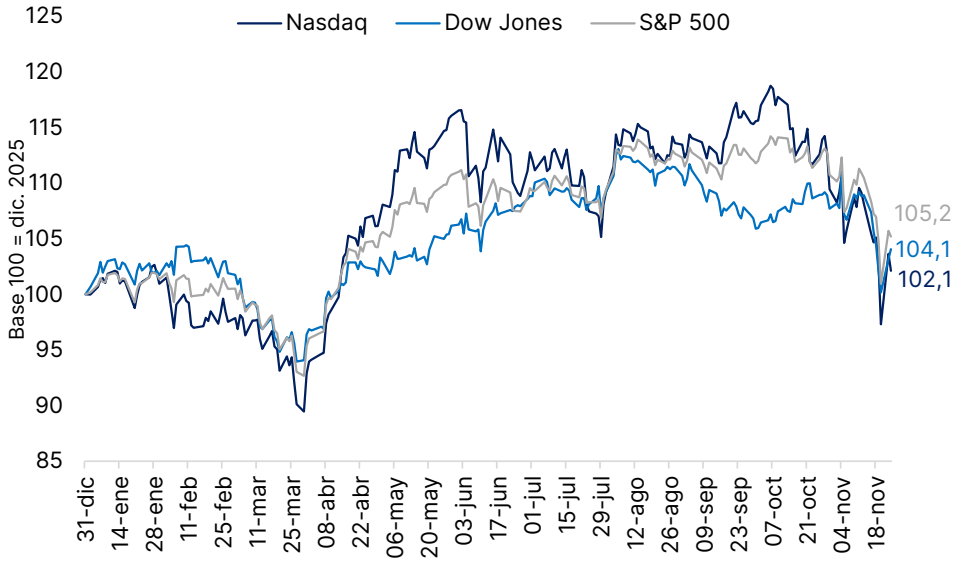
Por otro lado, el resultado por participación en asociadas registró una pérdida de $5.703 millones, frente a una ganancia de $4.282 millones en el 3Q25. En paralelo, el RECPAM arrojó una pérdida de $166.742 millones, un 12,7% superior a la del año anterior. De esta forma, el resultado antes de impuestos alcanzó $93.166 millones, con una mejora de 13,9% YoY. Finalmente, **tras registrar un cargo por impuesto a las ganancias de $34.213 millones, el banco cerró el trimestre con una ganancia neta de $58.953 millones, un 16,1% superior a los $50.770 millones del 3Q25, aunque 57,7% por debajo del trimestre anterior.**

En cuanto a los indicadores, **el ROE anualizado alcanzó 4,9% y el ROA se ubicó en 0,7%**, mientras que el NIM fue de 15,1%, prácticamente en línea con el 15,2% del 3Q25, pero inferior al 18,2% del 2Q26. Por su parte, el ratio de eficiencia mejoró hasta 49,6%, desde el 57,6% del año anterior. En

calidad de cartera, la mora alcanzó 5,55%, por encima del 3,28% registrado un año atrás, aunque mostró una mejora frente al 6,09% del trimestre previo. Por último, los préstamos privados crecieron 8,1% YoY en términos reales hasta $18.428.120 millones, mientras que los depósitos privados disminuyeron 1,4% hasta $19.791.213 millones.

¡El nerviosismo por el sector tecnológico continúa!
Las acciones de chips devolvieron parte del fuerte rally del lunes, impulsado por el regreso de Jensen Huang. De esta manera, ayer el índice de semiconductores de Filadelfia se desplomó 8,3%. Por su parte, Anthropic cayó 6,5% hasta US$81,9 y cerró por debajo de su precio de colocación de US$83. Así, **los principales índices de Wall Street cerraron mixtos.** El Nasdaq Composite cayó 1,5% y el S&P 500 retrocedió 0,7%, mientras que el Dow Jones avanzó 0,9%.

Evolución de los principales índices bursátiles



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

En paralelo, **los rendimientos de los *Treasuries* cerraron con leves bajas.** La tasa a 10 años cedió 2 pbs hasta 4,93% y la de 2 años recortó 1 pb hasta 4,69%. De esta forma, el spread entre ambos tramos se comprimió hasta 24 pbs. El dólar se debilitó y el oro extendió su baja. El DXY cayó 0,5% hasta los 103,8 puntos, en tanto el oro retrocedió 2,3% hasta los US$3.552/oz.

Hoy la venta de equity se profundiza y el mercado busca refugio en los *Treasuries*. Los futuros de Wall Street se desploman, con el Nasdaq cayendo 3,0%, el S&P 500 retrocediendo 2,0% y el Dow Jones cediendo 1,3%. Asia marcó el tono durante la noche, con el Kospi derrumbándose más de 6%, Taiwán perdiendo cerca de 4% y el Nikkei cayendo alrededor de 3%. En contrapartida, los rendimientos de los *Treasuries* comprimen con fuerza en la antesala del PCE de octubre. La tasa a 10 años cae 9 pbs hasta 4,84% y la de 2 años cede 8 pbs hasta 4,60%, con el spread entre ambos tramos achicándose hasta 23,8 pbs.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate
Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini
Strategy Team Leader
pmorini@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi
Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner
Analyst
meidner@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi
Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin
Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans
Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera
Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola
Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

www.portfoliopersonal.com

consultas@portfoliopersonal.com

0800 345 7599

El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV.