

After eight

12 de diciembre de 2025

Luego de ocho años de ausencia en los mercados de financiamiento en moneda extranjera, el miércoles pasado, el Tesoro concretó la colocación de USD 1.000 MM mediante un nuevo bono a cuatro años, con un cupón del 6,5% emitido bajo legislación argentina. La tasa de corte se ubicó en 9,26% TNA, lo que implica un precio en torno a USD 91 y un financiamiento efectivo de aproximadamente USD 910 MM.

Si bien el monto no llega a cubrir lo que debe pagarse en concepto de amortizaciones el próximo 9 de enero, es una señal importante. Toda vuelta al mercado en moneda extranjera es un proceso lento y que se va construyendo. En ese sentido, consideramos que este es el primer paso al que seguramente se sumen nuevas emisiones locales y, en un futuro y superadas las limitaciones, internacionales. Hemos insistido que en lo que respecta a la deuda soberana como porcentaje del PIB, la Argentina no tiene un problema de sustentabilidad (incluso, aún, sumando a dichos vencimientos la deuda con organismos multilaterales: FMI, BM, etc.). El gran inconveniente es la incapacidad -que operaba en el pasado- de acceder a los mercados para hacer roll-over de dichos vencimientos.

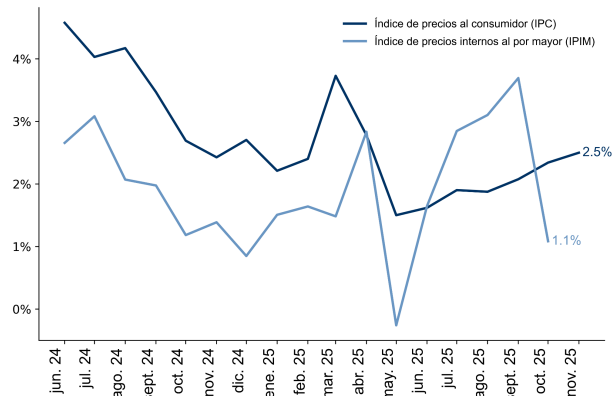
Economía

La inflación de noviembre fue del 2,5%, superior al 2,3% esperado por el REM y levemente inferior al 2,6% de los datos de alta frecuencia. Se trata de un aumento interanual de 31,4% y de 27,9% en el acumulado del año.

Los precios que destacan son los de vivienda, electricidad, agua, gas y otros combustibles (+3,4%), transporte (+3,0%) y alimentos y bebidas no alcohólicas (+2,8%), en línea con lo esperado. Se trata del quinto mes consecutivo en el que el ritmo de variación del IPC aumenta.

Variación mensual del IPC y IPIM

Desde junio 2024

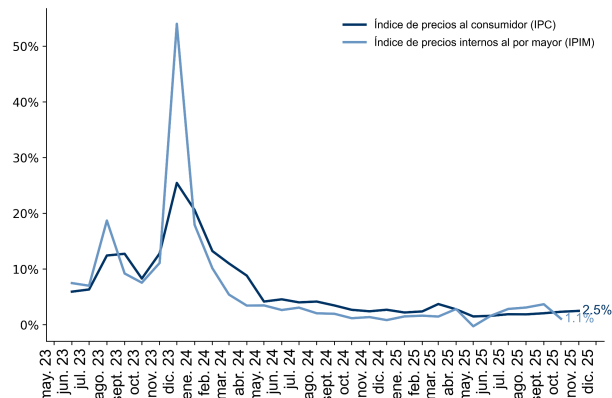


Fuente: IEB en base a INDEC

Al observar la serie de precios internos al por mayor (IPIM), notamos una suba abrupta para los meses posteriores a jul-25, tras la deflación de may-25. Es el único caso a partir de ene-24 en el que identificamos un mayor aumento porcentual del IPIM que del IPC. La última vez fue en dic-23.

Variación mensual del IPC y IPIM

Desde junio 2023



Fuente: IEB en base a INDEC

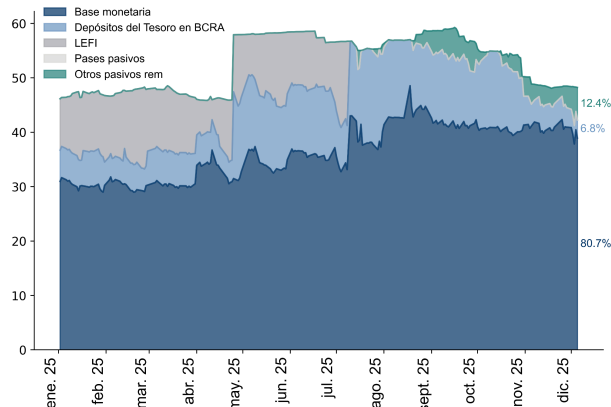
Tras la fuerte suba del IPIM en dic-23, la economía entró en un proceso de desinflación llevado a cabo sin un control artificial en precios como en planes de estabilización pasados (congelamientos, desagios, etc.). De esta forma, se observó un paulatino reacomodamiento de precios relativos, con la cantidad de dinero fija desde may-24. La secuencialidad de los aumentos siguió una línea marcada: primero el FX (devaluación de dic-23), luego los precios mayoristas (superaron el 50% en

dic-23) y luego paulatinamente los precios al consumidor (desde ene-24 el IPC aumentó más que el IPIM, sin contar lo visto en estos últimos meses). Esta serie de eventos se dio como consecuencia del aumento de la cantidad de dinero en la gestión anterior, fruto del déficit fiscal y sus consecuencias.

La suba del nivel de precios observada en nov-25 y los meses previos sigue el mismo patrón. La cantidad de dinero aumentó en abr-25 a partir del giro de dividendos del BCRA al Tesoro –dinero que no fue convalidado por la demanda, a pesar del incremento estacional de jul-25–.

Composición oferta de dinero

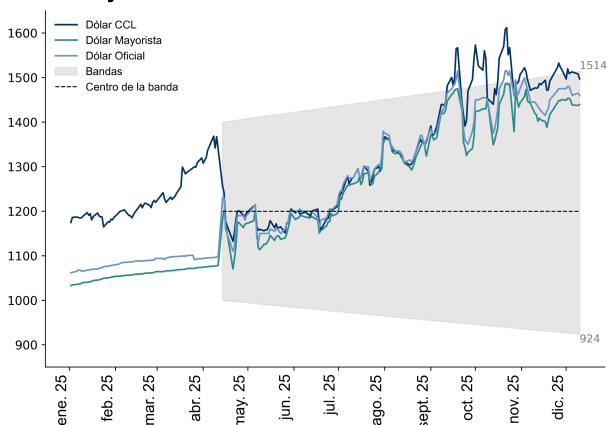
En billones de ARS



Fuente: IEB en base a BCRA

El tipo de cambio comenzó a aumentar a partir de jul-25, al tiempo que el IPIM también registraba un alza respecto a la tendencia observada.

Dólar y Banda Cambiaria



Fuente: IEB en base a Reuters

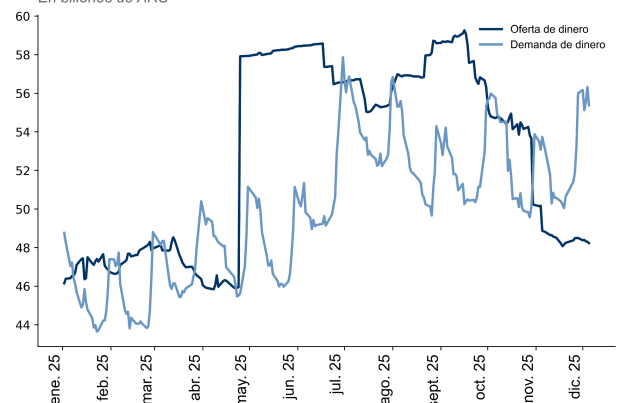
Los precios al consumidor hicieron lo propio, aumentaron desde ese momento respetando esta secuencialidad y con el rezago que aún persiste y se observa en el dato de noviembre.

Analizando el tipo de cambio puede notarse que éste se encuentra estable hace semanas en niveles de ARS/USD 1500; como mencionamos en reportes anteriores, no proyectamos una suba del mismo sobre estos niveles. Por su parte, el último dato de IPIM (octubre) registra un aumento del 1,1% respecto al mes anterior, dando fin a la tendencia alcista observada y volviendo a niveles de oct-24. **Dada la secuencialidad antes descrita, el IPC seguirá el mismo camino, es decir, retomará su tendencia bajista y continuará el proceso de desinflación.**

Lo anterior corresponde a la contracción de la oferta monetaria vista desde sep-25, hasta los niveles del momento previo a la expansión, aproximadamente. Esto permitió equilibrar nuevamente al mercado de dinero, no por un aumento de la demanda sino por una contracción de la oferta.

Mercado de Dinero

En billones de ARS



Fuente: IEB en base a BCRA

Como sostuvimos en nuestro [reporte anterior](#) y como describimos en el actual, analizamos a la inflación a partir de su naturaleza monetaria. Observando las variables relevantes, notamos que el mercado de pesos luce sólido, por eso anticipamos que el proceso de desinflación retomará su curso.

Desequilibrio en el Mercado de Dinero

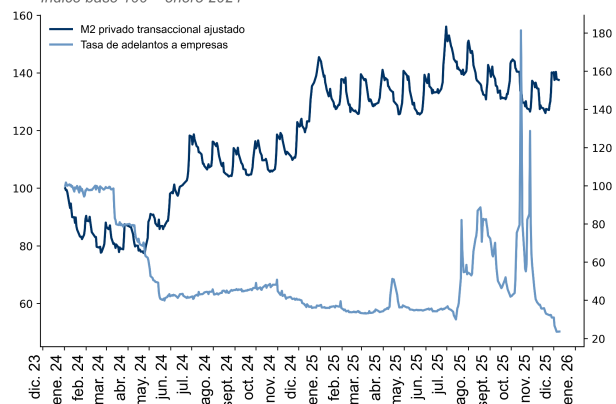
Base Monetaria Amplia sobre M2 privado transaccional, media móvil 20 periodos



Fuente: IEB en base a BCRA

Demanda real de dinero vs Tasa de interés

Índice base 100 = enero 2024

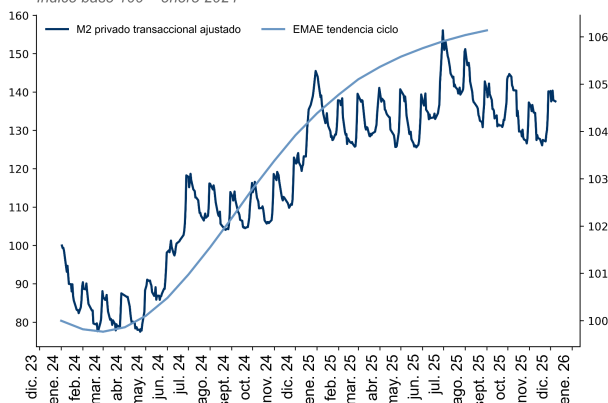


IEB en base a BCRA, INDEC

Dado que ni el Tesoro cuenta con déficit fiscal ni el BCRA con déficit cuasifiscal, la cantidad de dinero es una variable que puede ser controlada. **A la hora de analizar el mercado de pesos, la variable clave a monitorear es la demanda (M2 privado transaccional).** Al estudiar los datos de la economía argentina, queda en evidencia que ésta depende del nivel de actividad y no de la tasa de interés.

Demanda real de dinero vs PIB

Índice base 100 = enero 2024



IEB en base a BCRA, INDEC

En la medida que la actividad se recupere, con mejoras en las expectativas de inflación y menor presión sobre el tipo de cambio, el proceso de desinflación seguirá adelante. Al respecto, será importante la sanción del presupuesto y de la modernización laboral, para que actúen como refuerzo a la confianza en el programa.

El equipo económico se muestra cauteloso a la hora de expandir la cantidad de dinero (para acumular reservas), aguardando señales claras de la recuperación de la demanda de dinero para evitar otro –temporal– rebrote de inflación, que pueda poner en riesgo el anclaje de expectativas.

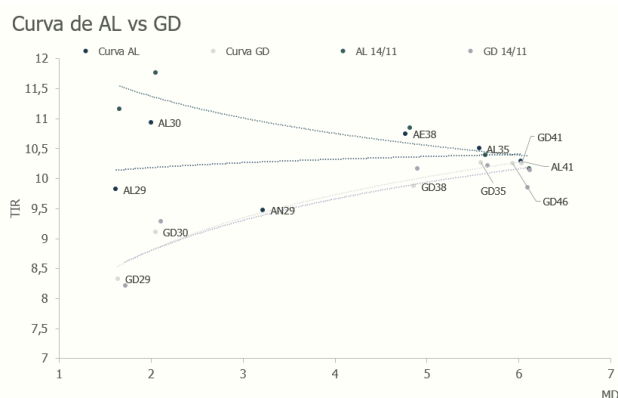
Renta Fija en Dólares

En la introducción mencionamos la nueva colocación en USD realizada por el tesoro. Avanzamos en esta sección con los detalles de la operación: La colocación alcanzó el objetivo de USD 1000 MM planteado por el ministro Caputo aunque debió pagar 26 bps por encima del nivel indicado. En la licitación se registraron ofertas por más de USD 1.400 MM, provenientes de más de 2.500 participantes.

El bono, con vencimiento el 30 de Noviembre 2029, amortizará el capital íntegramente al vencimiento (bullet). La tasa de corte se ubicó en 9,26% TNA, lo que implica un precio en torno a USD 91 y un financiamiento efectivo de aproximadamente USD 910 MM. En comparación con el resto de la curva soberana, el BONAR 2029N cerró más de 90 pbs por debajo del AL30, que finalizó la jornada con un rendimiento del 10,2%.

Es importante destacar que el BONAR 2029N permitirá al Tesoro argentino cubrir parcialmente los

pagos de deuda externa con vencimiento el 9 de enero de 2026, por un monto cercano a USD 4.300 MM correspondientes a amortizaciones de capital e interés de los bonos AL30, AL29, GD29 y GD30 y cupones del resto de los bonos de la curva hard dolar. En los próximos días deberá decidir si utilizará parte del repo ofrecido por los bancos internacionales para afrontar el resto.



Fuente: IEB en base a Reuters

En la última semana, y de acuerdo a nuestra recomendación del reporte del 5 de Diciembre pasado., la deuda en dólares local mostró un desempeño positivo (0,8% en el caso de los Bonares y 0,2% en los Globales) en contraste con la deuda emergente de la región, que retrocedió 1,1%. Este comportamiento diferencial refleja la buena recepción del mercado frente a la nueva emisión del BONAR 2029N y el hito de regreso al mercado de deuda extranjera.

A pesar de este desempeño positivo todavía creemos que hay espacio para que siga la compresión de los Soberanos hacia niveles de riesgo país en torno a los 400/500 pbs.

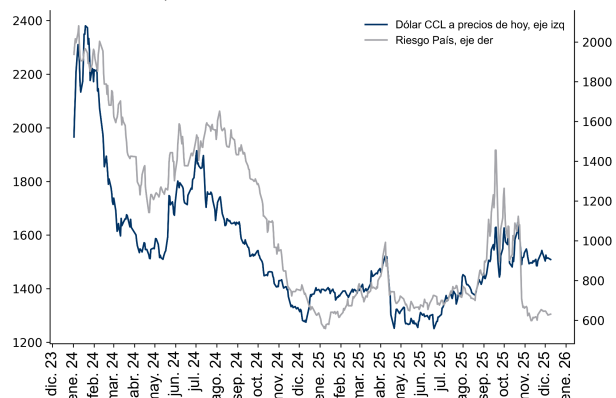
Upside potencial de títulos argentinos en dólares									
Ticker	TIR	Actual	Riesgo país 500			Riesgo país 400			
		Precio	TIR	Precio	Retorno	TIR	Precio	Retorno	
AL29D	9,8%	69,65	8,06%	71,18	2,19%	7,09%	72,32	3,84%	
AN29D	9,5%	91,00	7,93%	95,23	4,65%	6,96%	98,43	8,16%	
AL30D	10,6%	65,60	9,05%	67,37	2,72%	8,10%	68,70	4,76%	
AL35D	10,7%	73,26	9,09%	78,91	7,72%	8,13%	83,35	13,77%	
AE38D	11,0%	76,27	9,42%	81,27	6,58%	8,47%	85,21	11,75%	
AL41D	10,5%	68,61	8,92%	74,40	8,43%	7,96%	79,03	15,19%	
GD29D	8,0%	71,41	6,52%	73,02	2,25%	5,55%	74,22	3,94%	
GD30D	8,9%	67,84	7,38%	69,74	2,81%	6,41%	71,18	4,92%	
GD35D	10,4%	74,40	8,81%	80,17	7,76%	7,85%	84,71	13,85%	
GD38D	10,4%	78,44	8,80%	83,74	6,70%	7,84%	87,87	11,97%	
GD41D	10,4%	69,19	8,77%	75,11	8,48%	7,82%	79,75	15,27%	
GD46D	9,8%	69,11	8,30%	74,71	8,61%	7,34%	79,56	15,67%	

Fuente: IEB en base a BYMA

En línea con lo anterior, nos mantenemos constructivos respecto de la deuda argentina y sostenemos nuestra recomendación de compra, especialmente en el tramo largo de la curva. Destacamos particularmente los bonos GD35 y GD41, dado que estimamos que el movimiento de la curva será predominantemente paralelo.

Dólar CCL, Riesgo País

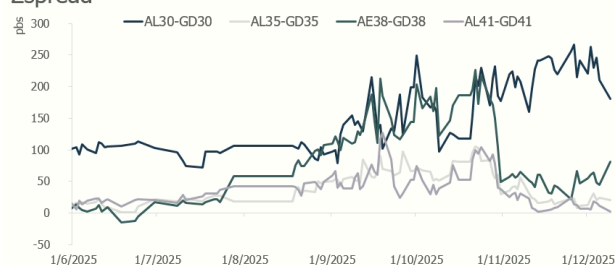
En ARS / USD, bps



Fuente: IEB en base a Reuters, INDEC y JP Morgan

En términos relativos, y manteniendo el foco en las curvas de los AL y GD, observamos un recorte significativo del spread entre el AL30 y el GD30. Hace dos semanas este diferencial se ubicaba en torno a 260 pbs y se comprimió hasta niveles cercanos a 160 pbs.

Zspread



Fuente: IEB en base a Reuters

Mantenemos nuestra recomendación hasta los 100bps.

Qué esperar en las próximas semanas en materia de deuda? Entendemos que el foco estará puesto en el proyecto de Presupuesto 2026 a tratarse este mes. Por qué nos parece importante esta cuestión? Porque luego del hito de la colocación de deuda en

moneda extranjera del 10 de Diciembre el gobierno intentará posiblemente colocar deuda en mercados internacionales y para ello requiere obtener la autorización del Congreso (vía presupuesto en este caso), y un cambio al art 65 de la Ley de Administración Financiera para facilitar los canjes de deuda sin restricciones de mejora de montos, plazos y/o intereses.

Renta Fija en Pesos

Luego de la marcada baja en las tasas observada la semana pasada a raíz de las modificaciones en los encajes que ampliaron de forma considerable la liquidez del sistema y de la RG 1092 publicada por CNV limitando los porcentajes de exposición a cauciones en Fondos de money market, en la última licitación del año, el Tesoro nuevamente decidió dejar fuera de la oferta a los instrumentos con un plazo remanente inferior a tres meses.

En la licitación más importante del año el roll over alcanzó el 102% de los vencimientos. Finalmente el gobierno colocó ARS 21,27 BB sobre un total de ofertas recibidas de ARS 23,37 BB. El 70% del monto adjudicado se concentró en instrumentos con duración mayor a seis meses repartido de la siguiente forma en su totalidad:

Instrumento	Instrumento plazo	VE adjudicado (ARS MM)	VE adj. (% total lici.)	TIREA	TEM - Lici
T31Y7	530	1.352.881	6,4%	32,9%	2,4%
TZXV7	530	2.813.886	13,3%	8,1%	0,65%
TZX28	919	3.605.668	17,0%	8,9%	0,71%
S17A6	126	2.721.250	12,9%	32,9%	2,40%
S29Y6	168	2.494.669	11,8%	31,6%	2,32%
S30N6	349	1.402.884	6,6%	31,4%	2,30%
X29Y6	168	1.144.737	5,4%	6,3%	0,51%
X30N6	349	3.142.288	14,9%	7,3%	0,59%
D30A6	126	51.213	0,2%	2,7%	0,22%
M31G6	260	2.429.904	11,5%	37,0%	2,7%
Total	11,75	21.159.380		19,92%	

Fuente: IEB en base a Secretaría de Finanzas

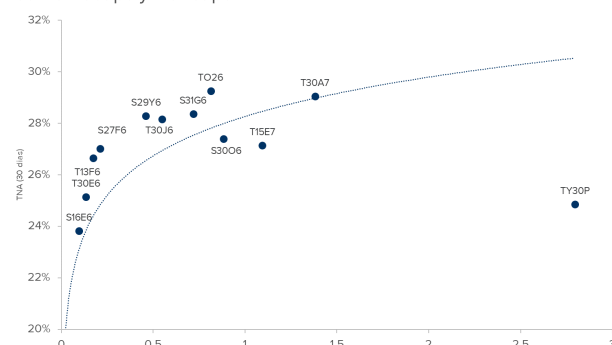
Destacamos algunos puntos claves de la licitación:

1) la baja de 20 pbs en TEM para los instrumentos de tasa fija en pesos. 2) La reducción de 100 pbs de TEA en el CER X29Y6. 3) El mayor valor efectivo adjudicado estuvo en el TZX28 a una tasa efectiva

menor al 9%. 4) La vida promedio ponderada de los instrumentos es de alrededor de 1 año, en comparación con las anteriores licitaciones que no superan el promedio de 180 días.

A modo de resumen entendemos que si bien el tesoro debió convalidar un pequeño premio en el tramo medio —con la S13A6 cerrando en 32,9%— la colocación fue muy positiva sobre todo si se considera el alto nivel de vencimientos acumulado y el hecho de que el tesoro mantenía un nivel bajo de depósitos en el BCRA que pudiera utilizar para hacer frente a los vencimientos.

Curva Lecaps y Boncaps

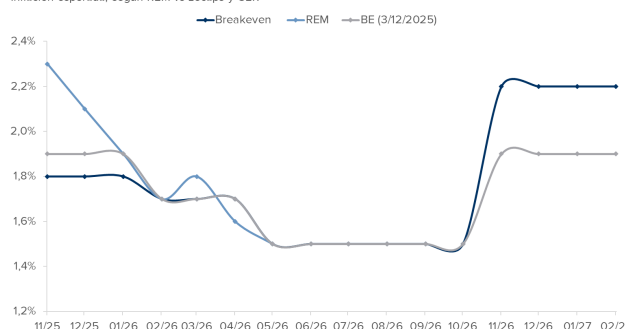


Fuente: IEB en base a BYMA

Destacamos en la semana una nueva compresión en los niveles de “breakeven yields” entre títulos en pesos a tasa fija y títulos CER. El tramo corto muestra niveles que se acercan a 1,8% (con inflación nacional corriendo al 2,5% según el dato publicado el día de hoy), 1,5 en el tramo medio y arriba de 2,2% en la parte larga. Consideramos que existe un fuerte desarbitraje en las expectativas de corto vs las de largo plazo a partir de los fuertes pools de liquidez observados en las últimas semanas por las medidas adoptadas. Ello ha dado lugar también a que el tesoro puede ofrecer activos de más de 90 días en las licitaciones.

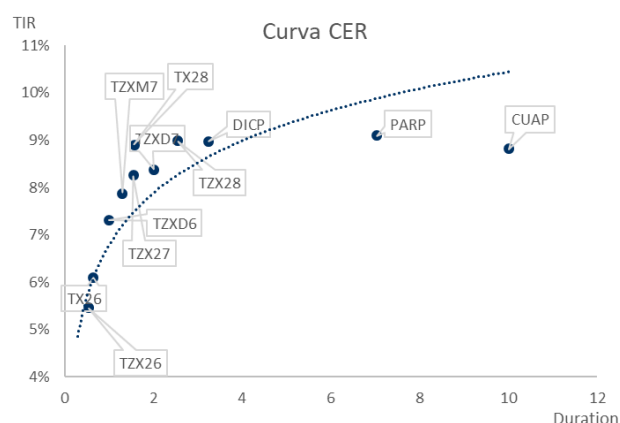
Inflación Breakeven

Inflación esperada, según REM vs Lecaps y CER



Fuente: IEB en base a Reuters

Respecto de la curva de tasa fija inclinamos nuestra preferencia en el tramo largo (2027) dónde se observan tires superiores al 30% (T30A7 TEA 33%) En relación con la curva CER, con niveles de breakeven tan bajos nos inclinamos por el tramo corto con preferencia en la letra X29Y6 (CER +4,68).



Fuente: IEB en base a BYMA

Resulta interesante destacar que luego de la publicación del dato de inflación los activos CER cortos mostraron subas que cerraron entre 0,20% y 0,60% dependiendo el activo.

Indices de renta fija	Retorno total en USD	
	WTD	MTD
ARS Boncer	0,7%	1,9%
Bonos Tamar	0,3%	-0,4%
ARS Botes	1,2%	4,0%
USD-L Bonares	0,2%	0,8%
ARS Duales TF - Tamar	0,1%	1,3%
ARS Lecap	0,7%	2,3%

Fuente: IEB en base a Reuters

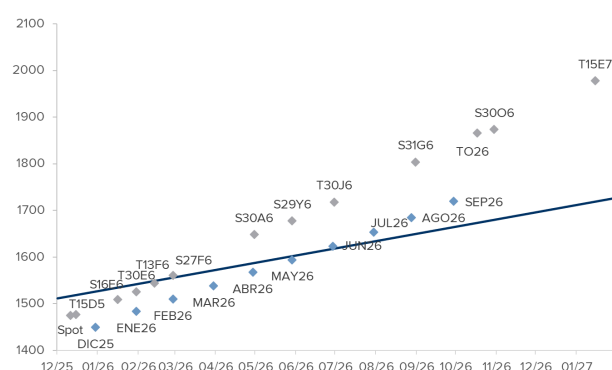
Estrategias de carry trade:

Mantenemos nuestra recomendación de realizar carry hasta fin de año optando en este caso por el posicionamiento en activos CER de corto plazo. Para destacar: la fuerte compresión de tasas produjo dos efectos al integrarse rendimientos de activos en pesos en la banda de FX: 1- es necesario estirar duration al menos hasta Abril 2026 para obtener rendimientos que superen el techo de la banda 2- se han alineado expectativas de mercado de fx vía futuros hasta agosto con el techo de la banda cambiaria

Breakeven de tipo de cambio y Lecaps

Tipo de cambio MEP

— Techo de la banda ♦ Valor de salida ♦ Futuros



Fuente: IEB en base a BYMA

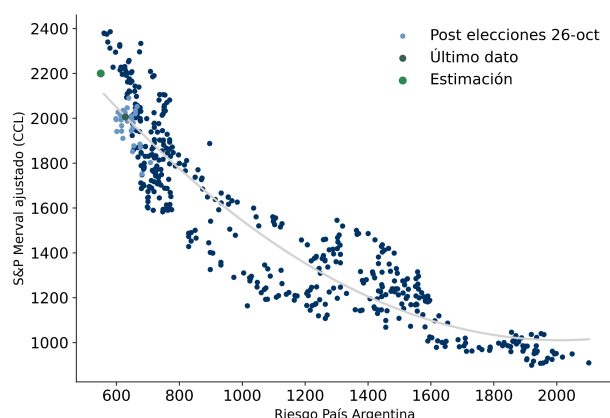
Renta Variable

Tras haber analizado lo que el mercado podría estar anticipando de cara al 2026 en [el semanal anterior](#), nos parece apropiado también analizar qué otras variables podrían condicionar el valor de las acciones.

Como vimos en apartados anteriores, esta semana Argentina regresó a los mercados con un nuevo bono en dólares y la tasa a la que cortó nos da cierto indicio acerca de cuál es la percepción del riesgo de invertir en Argentina y a que valores podríamos aspirar a futuro. Con ello, estimamos cuáles son los valores que podría tomar el S&P Merval medido en dólares de acuerdo a los distintos niveles de riesgo país.

Analizando la serie desde el inicio del Gobierno de Javier Milei, se puede observar una clara tendencia a un S&P Merval sobrevaluado en momentos de fuerte compresión del riesgo país. Hoy en día dicho punto se ubica exactamente sobre la línea de tendencia, por lo que se podría decir que el equity está “arbitrado” con respecto al riesgo país. Sin embargo, a medida que éste disminuye se puede observar como el equity tiende a estar por encima de la línea de tendencia, más específicamente, a partir de 650 puntos básicos, es donde comenzamos a ver al índice de acciones local en el terreno de sobrevaluación.

Riesgo País vs. S&P Merval Ajustado (CCL)

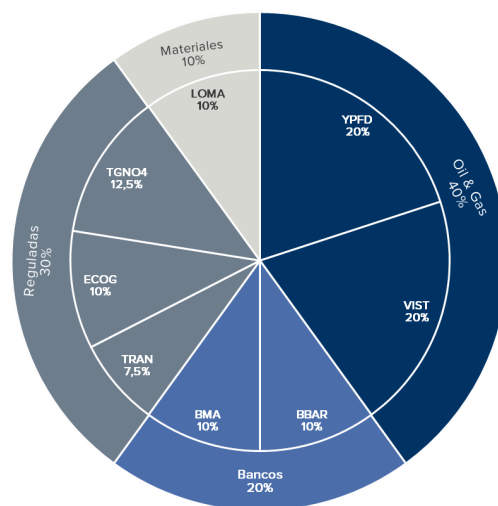


Fuente: IEB en base a LSEG.

Así, calculando la desviación estándar que presentó la serie en este periodo y utilizando la línea de tendencia, proyectamos los distintos valores que podría adoptar el índice a distintos niveles de riesgo país. Teniendo una mirada optimista y a partir de lo expuesto anteriormente, nos cuesta proyectar un riesgo país que perfore los 550 puntos de corto plazo. Lo que nos lleva a estimar que el índice podría aproximarse a valores de entre USD 2.120 y USD 2.270.

En relación a lo expuesto, seguimos manteniendo la cartera de acciones recomendada con una postura mayormente defensiva con foco en los sectores de Oil & Gas y Reguladas, sectores que consideramos con sólidos fundamentales.

Manteniendo una menor ponderación en los sectores Bancos y Materiales de forma de impulsar el rendimiento ante una disminución en el riesgo.



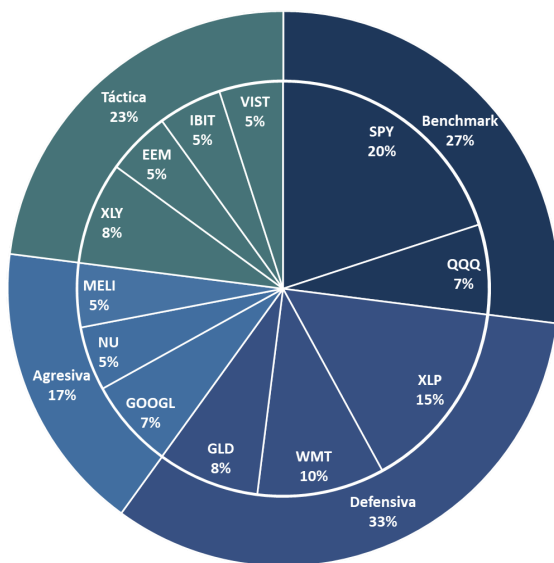
Por otro lado, tras la última decisión de la Reserva Federal de recortar la tasa de referencia al rango de 3,50% - 3,75%, las expectativas por la continuidad de la baja de tasas comienzan a disiparse, en línea con los últimos comentarios de Jerome Powell con un marcado tono “dovish” y la discrepancia entre los votos de los miembros del FOMC. Reflejando la fragilidad del mercado laboral y la persistencia en los niveles de inflación.

No obstante, a medida que nos adentramos en el final de año comenzamos a ver el característico impulso sobre el mercado de renta variable, lo que nos motiva a realizar algunos cambios en nuestra cartera de CEDEARs:

En principio, ante la incertidumbre sobre la economía estadounidense, decidimos adoptar una postura defensiva de mediano plazo, rotando nuestra posición principal hacia el sector de consumo básico a través del ETF XLP, así como también con la incorporación de Walmart (WMT), principal representante de dicho sector. Mientras que para capturar un mayor rendimiento de corto plazo en vistas del rally de fin de año, incrementamos nuestra

posición en el sector de consumo discrecional a través del ETF XLY, así como también en las principales 100 acciones de EE.UU. a través del ETF del Nasdaq 100 (QQQ).

Finalmente, quitamos a Uber (UBER) de la cartera para incorporar a Mercado Libre (MELI), compañía con sólidos fundamentos y presencia en LATAM que ha experimentado una fuerte corrección en los últimos meses quedando en niveles atractivos de entrada.



GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

IEB RESEARCH

ANDRÉS NÓBILE

Director

anobile@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

VALENTIN VEDDA

Analista - Macro

vvedda@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

IGNACIO HERNANDEZ MORAN

Research Assistant

ihmoran@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A.) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.