

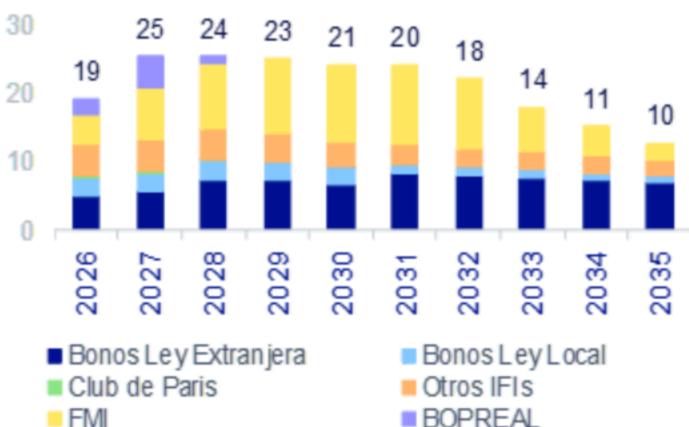
Resumen económico semanal

12 de diciembre de 2025

El Gobierno volvió a emitir deuda en dólares y la inflación aceleró en noviembre

- El Tesoro Nacional ha llevado a cabo una colocación de deuda en dólares en el mercado local. Obtuvo un monto de USD 910 millones mediante la emisión de un bono bajo ley Argentina, a una TIR de 9,26% anual. Este instrumento, con vencimiento en 2029, cupón de 6,5% anual y un esquema de pago de intereses semestral, fue adjudicado a una tasa y monto en línea con las expectativas del mercado. Fue licitado a un nivel similar al rendimiento que exhibe actualmente el bono AL29 (un instrumento de referencia con características similares) en el mercado secundario. El principal objetivo de esta operación era obtener fondeo para cubrir parcialmente los vencimientos con acreedores privados de enero de 2026, que ascienden a USD 4.200 millones. El remanente de la deuda a cancelar será financiado mediante la instrumentación de un REPO con bancos, reservas internacionales y en caso que fuera necesario con la línea de swap con el Tesoro Americano.

VENCIMIENTOS DE DEUDA PÚBLICA EN MONEDA EXTRANJERA (MILES DE MILLONES DE USD)



Fuente: Ministerio de Economía y BBVA Research

- **El Tesoro Nacional logró emitir deuda en pesos por el equivalente a 102% de los vencimientos que tenía esta semana (totalizaban \$20,9 billones).** La tasa mensual (TEM) promedio ponderado de los bonos a tasa fija emitidos fue 2,36% y a un plazo promedio de 249 días. Esto representa una mejora en las condiciones de colocación para el Gobierno respecto de la última licitación de noviembre, en la que el Ministerio de Economía emitió a una tasa promedio de 2,6% y a un plazo de 171 días. El 39% del monto colocado fue mediante instrumentos a tasa fija, el 50% ajusta por CER (la tasa promedio real licitada fue de CER+8%), el 11% a tasa variable y un 0,2% remanente fue emitido a USD-linked+2,7%.
- **La inflación de noviembre fue 2,5% m/m (31,4% a/a) y acumula 27,9% en los primeros once meses del año.** El registro mensual superó la estimación del consenso de mercado (REM-BCRA: 2,3% m/m). Se trata del valor más alto en los últimos seis meses y vuelve a acelerar respecto del mes previo por quinta vez en el último semestre. **La inflación mensual ha ido acelerando ligeramente desde mayo de este año.** En ese intervalo los precios regulados subieron 16,3% mientras que la inflación núcleo fue 12,6%, lo que evidencia cierta recomposición de precios regulados que estaban rezagados, como las tarifas de servicios públicos (lo que contribuye a reducir el gasto fiscal). El otro factor relevante detrás de la aceleración (más allá de efectos puntuales, como el de la carne este mes) ha sido el aumento del tipo de cambio desde junio, aunque el traslado a precios minoristas ha permanecido acotado. **A pesar de que la recomposición de regulados seguirá presente en los próximos meses, proyectamos que la tendencia general de la economía hacia la desinflación continuará vigente en 2026.** Para más información pueden consultar nuestro reporte de inflación en este [link](#).
- **El Gobierno envió al Congreso Nacional un extenso proyecto de reforma laboral, orientado principalmente a reducir los costos laborales para el empleador y acotar la litigiosidad e incertidumbre ante contingencias derivadas de la contratación.** A continuación sintetizamos sus principales ejes. Para mitigar la litigiosidad, se ordenan actualizaciones judiciales e intereses, se fijan topes a costas y se estandariza la documentación digital con valor probatorio. En cuanto a las indemnizaciones, se permite su reemplazo por un Fondo de Cese Laboral con aportes mensuales del empleador, y se busca reducir su costo al excluir de la base de cálculo conceptos no salariales y el aguinaldo. Finalmente, la reforma plantea una reducción de las cargas sociales (aportes patronales) para disminuir el costo de contratación para las empresas. **Para la aprobación de este proyecto se requiere la aprobación de ambas Cámaras del Congreso, por lo que su tratamiento**

podría conllevar meses e involucrar múltiples modificaciones hasta su versión final. Prevemos que finalmente se terminará aprobando durante 2026, pero el tiempo de negociación y formato final de estas reformas todavía permanecen inciertos.

- **La producción industrial (IPI) registró una caída de 0,8% m/m sin estacionalidad (s.e.) en octubre (2,9% a/a),** confirmando una tendencia negativa desde junio (-4,3% entre mayo y octubre). Por otro lado, **la construcción (ISAC) cayó 0,5% m/m s.e. (8,0% a/a)** cortando dos meses de subas consecutivas (de esta manera el sector acumula una suba de 0,5% desde mayo).
- **El Gobierno bajó en forma permanente las retenciones a la exportación de varios productos agropecuarios.** Recortó las retenciones de soja de 26% a 24%, las de trigo de 9,5% a 7,5% y las de maíz de 9,5% a 8,5%. El costo fiscal anualizado de esta medida oscilaría en torno a los USD 600 millones (0,1% del PIB).

Saludos cordiales

Esta semana en el mercado: Dos licitaciones desafiantes en un entorno de tasas más bajas

— **Gestión de Liquidez:** La autoridad monetaria continúa con una **política monetaria laxa**, lo que genera un entorno favorable para que las tasas a corto plazo permanezcan bajas e impulsar así la monetización en la economía. En este escenario de mayor liquidez, las tasas a corto plazo son determinadas por la intervención del banco central en la denominada tasa de operaciones simultáneas. Como resultado de estas medidas, las tasas a 1 día han evidenciado en las últimas semanas una disminución en su rendimiento, lo cual se ve reflejado en los rendimientos de los fondos Money Markets. En este contexto, nuestro fondo FBA Renta Pesos muestra un devengamiento en la zona del 19,0%, manteniéndose en línea con la tasa de caución, la cual se sitúa en torno al 19,5% neto

— **Mundo Pesos, Curvas Soberanos:** El entorno de tasas más bajas y la creciente liquidez permitieron durante la última semana una compresión leve, pero estable, en las curvas de activos en pesos. Actualmente, todas las curvas exhiben una pendiente positiva: la curva LECAP muestra una tasa del 2,0% TEM en el tramo corto y del 2,4% TEM en el tramo largo. Por su parte, la curva CER registra una Tasa Nominal Anual (TNA) de +3% en la parte corta y de +8% TNA en la parte larga, mientras que la curva TAMAR se posiciona en +3,5% en el tramo corto y +6% en el tramo largo. En este escenario, el Tesoro Nacional se enfrentó a un vencimiento significativo de pesos el día jueves. A pesar de tratarse de una licitación desafinante debido al monto a vencer, se logró un *roll-over* del 102% sin necesidad de pagar grandes primas por encima de las tasas del mercado secundario.

Durante la última semana, se percibió una mayor preferencia por la curva CER, impulsada por el dato de inflación, el cual se ubicó ligeramente por encima de lo esperado. Este contexto generó una compresión en los activos CER.

Nuestros fondos T+1, el FBA Ahorro Pesos y el FBA Bonos Argentina, mostraron rendimientos estables y con baja volatilidad, en sintonía con el contexto de mayor estabilidad, alcanzando un 0,51% y 0,56% respectivamente en la última semana. Por su parte, el FBA Renta Pública 1 (nuestro fondo que invierte principalmente en activos CER) rindió +0,72%

- **FX y coberturas:** La dinámica del mercado durante esta última semana estuvo marcada por la licitación de un nuevo bono del Tesoro en dólares. En este sentido, el Tesoro salió al mercado con un bono cuya *duration* es de 3,4 años. La licitación concluyó con la colocación de US\$ 1.000 millones vn, a una tasa del 9,26% y con ofertas que rondaron los US\$ 1.400 millones. La tasa de cierre, aunque posiblemente ligeramente por encima de lo esperado inicialmente por el mercado, brinda una señal de una normalización gradual en la capacidad de Argentina para acceder a los mercados internacionales. En este contexto, el mercado comienza a asimilar el sostenimiento de las bandas cambiarias durante los próximos meses. Tanto los futuros de dólar como el tipo de cambio implícito en las LECAP arrojan valores similares a la banda superior.

La semana finalizó sin grandes movimientos en el FX: el tipo de cambio oficial se ubicó en la zona de 1.436 (con un aumento de +1\$ respecto al viernes previo); el CCL (Contado con Liquidación) en 1.505 (+1\$); y el MEP en 1.477 (-1\$). La búsqueda de cobertura continuó retrocediendo, reflejada en una caída del Open Interest en futuros a 6.939 (una disminución de -98\$ millones respecto al viernes anterior)

Saludos cordiales

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en

ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvareresearch.com.