UADE FIN LAB

Nazareno Taus
Club Liaison

Martin de la Fuente
Head of Research

Rocco Abalsamo
Head of Strategy

Bautista Blaiotta
Research Analyst

Nicolás Pisi
Research Analyst

Tomás D´Acciavo
Research Analyst

Periodo de REPOlarización

Escenario electoral

Agosto estuvo signado por la centralidad de las elecciones de medio término, que dominaron la agenda oficial y pusieron en foco la capacidad del gobierno de sostener su programa de reformas. En este marco, el Índice de Confianza en el Gobierno cayó a mínimos de gestión, anticipando un escenario electoral desafiante.

Condiciones macro

El desarme de las LEFI derivó en alta volatilidad de tasas y encareció el crédito, con efecto contractivo ya visible en el dato de actividad de junio. La desinflación continuó (núcleo en mínimos desde 2017), pero la recuperación salarial se estancó, tensionando la narrativa oficial.

Licitaciones y manejo de liquidez

El Tesoro enfrentó vencimientos significativos y buscó absorber excedentes de pesos. La primera licitación arrojó un rollover del 61% y tasas por encima de lo esperado; luego, se convocó a una licitacion extraordinaria y se ajustaron encajes para forzar demanda sobre instrumentos específicos. El esquema generó una dinámica artificial y amplificó la volatilidad de tasas, con picos en cauciones e intervención inesperada del BCRA en REPOs.

Intervención

El BCRA incrementó su posición en futuros y extendió la intervención en tramos largos; en pesos, se registraron fuertes movimientos en LECAPs y BONCAPs.

Frente externo

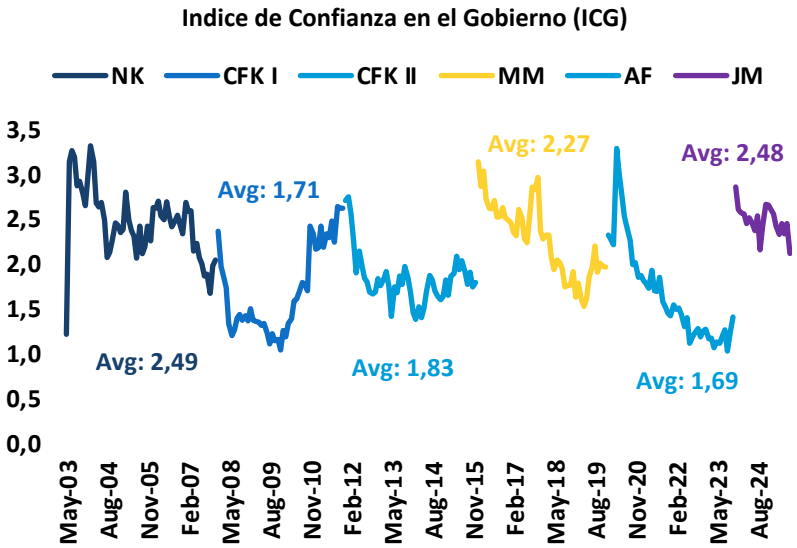
La expectativa de baja de tasas de la FED puede favorecer el apetito por riesgo, mientras los soberanos argentinos enfrentaron un aumento del riesgo país, reflejo de la incertidumbre electoral y fiscal.

Contexto Macro

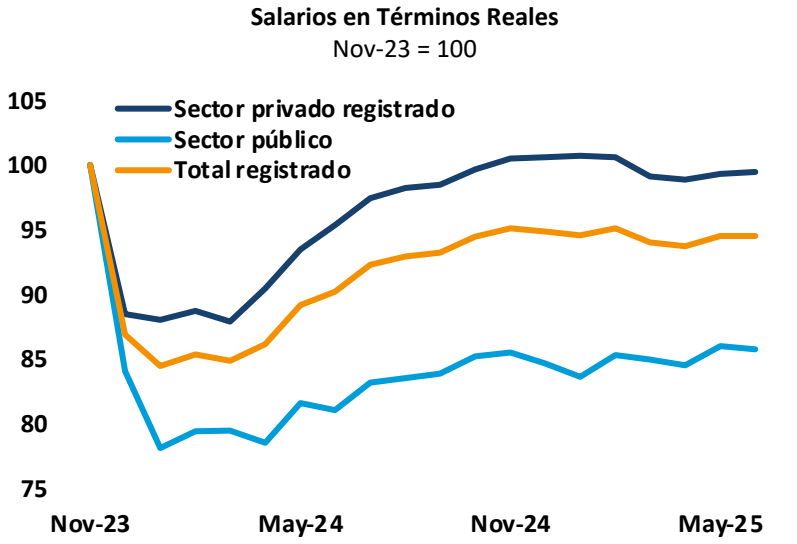
El escenario político de agosto estuvo marcado por la relevancia inesperada de unas elecciones que, en principio, no cobra la misma importancia que las presidenciales. Sin embargo, **el contexto político les otorgó un peso particular**. El país atraviesa una etapa con necesidad de reformas estructurales profundas, en un marco donde el gobierno no cuenta -por ahora- con un cuerpo de legisladores capaz de llevarlas adelante, y que ha recibido reveses en el Congreso las últimas semanas. **En este sentido, las expectativas giran en torno a la continuidad del plan económico oficial, basado en la sostenibilidad del superávit fiscal y la desregulación respaldado por un proceso sostenido de desinflación**.

En cuanto a la imagen del gobierno, **el Índice de Confianza en el Gobierno (ICG) elaborado por la UTDT mostró en agosto una caída de 5 puntos porcentuales, ubicándose en su nivel más bajo desde el inicio de la gestión de Javier Milei**. Este indicador, con alta correlación respecto de los resultados electorales anteriores, reflejó un fuerte deterioro de la percepción ciudadana en la antesala de los comicios del 7 de septiembre**. En el Gran Buenos Aires, la confianza cayó un 28,2% intermensual, mientras que, por grupos etarios, el descenso más relevante se dio entre los jóvenes (tradicionalmente el segmento más afín al oficialismo), donde la confianza se redujo en un 24,4% intermensual**.

Desde el plano económico, el gobierno arriba a las elecciones con un logro central: la reducción de la inflación. No obstante, **la percepción social no se limita a la estabilidad nominal, sino que está condicionada por el poder adquisitivo**. Durante 2024, los salarios reales experimentaron una recuperación significativa gracias a mecanismos de ajuste basados en la inflación pasada (backward looking), en un contexto de rápida desinflación. Sin embargo, esta dinámica encontró un freno: **con la inflación en niveles más bajos, su reducción adicional se volvió más difícil y, desde noviembre de 2024, los salarios reales comenzaron a mostrar un estancamiento**. Esta situación marca el contraste entre la narrativa oficial de éxito en el frente nominal y la experiencia cotidiana de los trabajadores, donde la mejora en los salarios reales se ha detenido.



Fuente: Elaboración propia en base a UTDT



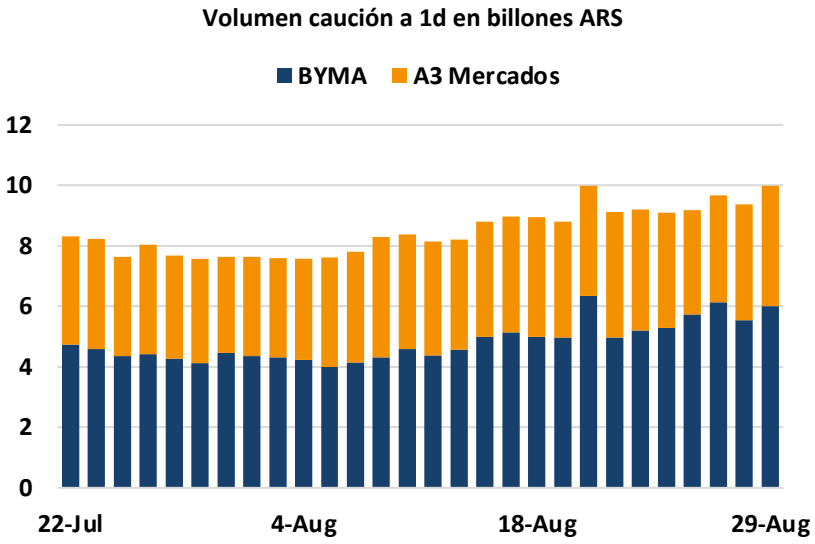
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Contexto Macro

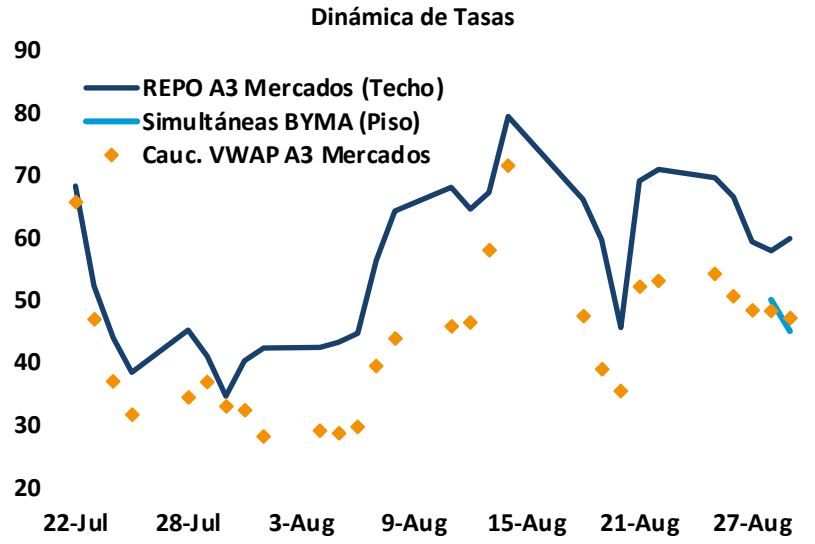
Para situarnos en tiempo y espacio, resulta necesario retroceder al 10 de julio de este año cuando el BCRA dispuso el fin de las LEFI, **devolviendo a los bancos toda la liquidez contenida en este instrumento (aprox. ARS 15 billones), con la expectativa de que migraran hacia las LECAPs**. Sin embargo, el resultado no fue el esperado: parte de lo cancelado se colocó en cauciones, cuyas tasas sufrieron una caída abrupta, y, a partir de allí, se inició un proceso de alta volatilidad en la estructura de tasas de la economía. **Lo que en un principio abundaba -la liquidez tras el desarme- terminó por escasear luego de las licitaciones del Tesoro y la política de encajes restrictiva, dando lugar a un proceso inverso con la consecuente suba de tasas de interés, tanto nominales como reales**.

El argumento del BCRA para el desarme de este instrumento, en un principio, se vinculaba con la imposibilidad de controlar agregado y tasa en simultáneo. Es decir, **mantener una tasa de política monetaria vía LEFI y, a la vez, regular M2 transaccional, son herramientas que resultan excluyentes en un marco de flexibilización del mercado de capitales**. Más allá de la explicación teórica y, en base a antecedentes de control de agregados con el objetivo de reducir volatilidad, **lo observado en las operaciones del mercado de REPOs parecería indicar que el Banco Central busca conformar una suerte de corredor de tasas en A3 Mercados marcando el techo y, en BYMA, con la reciente rueda "Simultáneas", estableciendo el piso**. De este modo, procura evitar que los bancos con excedentes o faltantes de liquidez recurran al mercado de cauciones, generando así una elevada volatilidad.

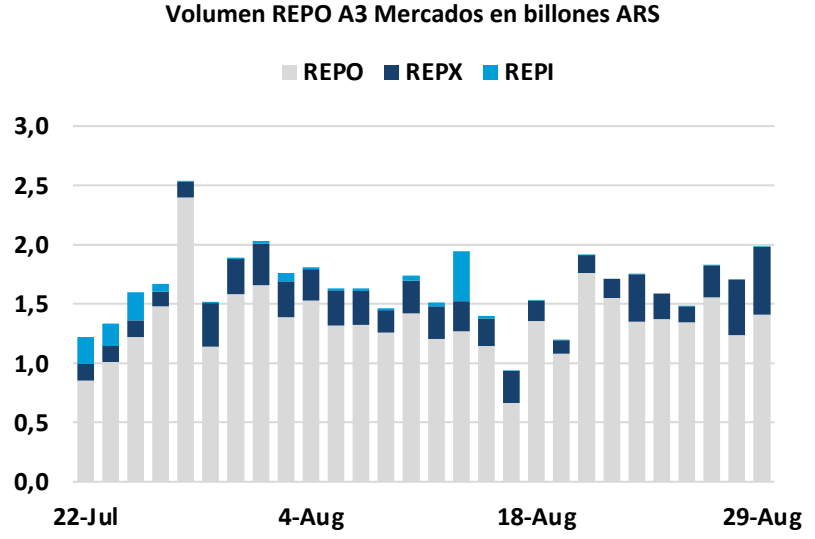
Además del corredor, el Tesoro complementa la política monetaria con las licitaciones. El 9 de agosto, desde funcionarios de la Secretaría de Finanzas se expreso que se iban a absorber todos los pesos siempre, a fin de que no haya excedentes en el mercado. Y así ocurrió en las licitaciones del mes. **La primera, enfrentada con vencimientos por ARS 14,98 billones luego del canje de ARS 7,8 billones de las S15G5 en manos del Banco Central por T15D5, tuvo un carácter decisivo**. Más allá de la magnitud de su monto, fue clave porque marcaría la postura del equipo económico en materia de control de liquidez.



Fuente: Elaboración propia en base a A3 Mercados



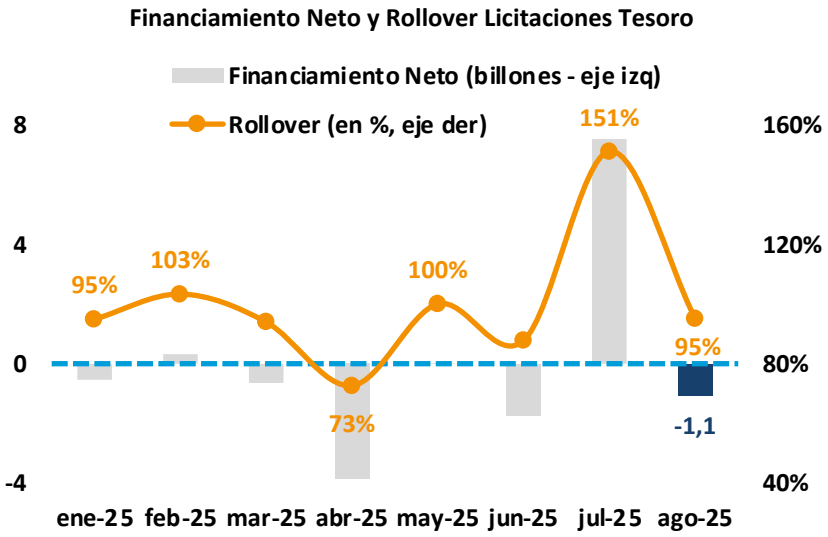
Fuente: Elaboración propia en base a BYMA y A3 Mercados



Fuente: Elaboración propia en base a A3 Mercados

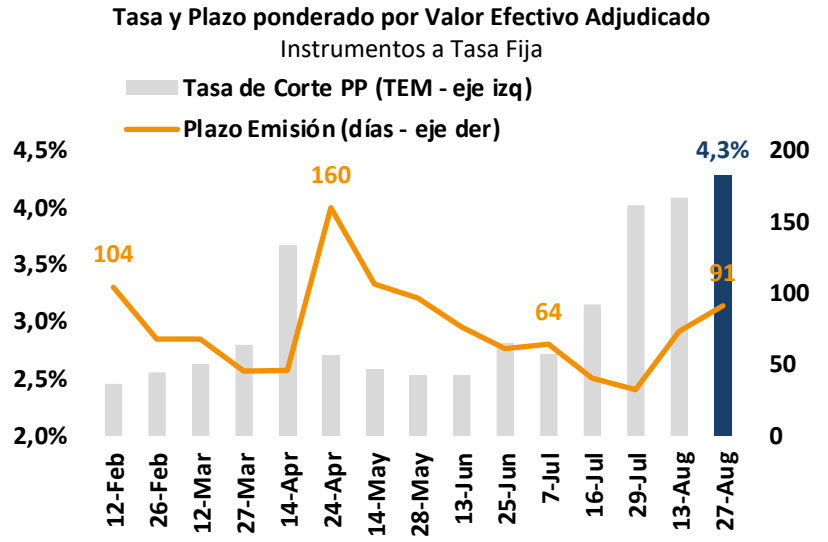
Contexto Macro

El 11 de agosto, el Tesoro dió a conocer el menú de la licitación, que llamó la atención por los montos máximos en los instrumentos de corto plazo, específicamente máximos de ARS 3 billones y ARS 4 billones para S12S5 y S30S5, respectivamente. El día previo a la licitación, con la S12S5 en 3,8% y la S30S5 con 3,7% de TEM, **el mercado no esperaba un corte superior al 4%, en adición al tener un "monto máximo", por lo que su amplia demanda indicaría una menor tasa adjudicada**. Esto no fue así: la necesidad de pesos fue imperante, teniendo como resultado un escaso rollover del 61% con ARS 9,1 billones adjudicados, donde tras la exigua demanda de las letras cortas, los cortes marcaron TEMs del 4,48% y 4,2%, con adjudicaciones por ARS 2 billones y ARS 1,19 billones para la S12S5 y S30S5, respectivamente.



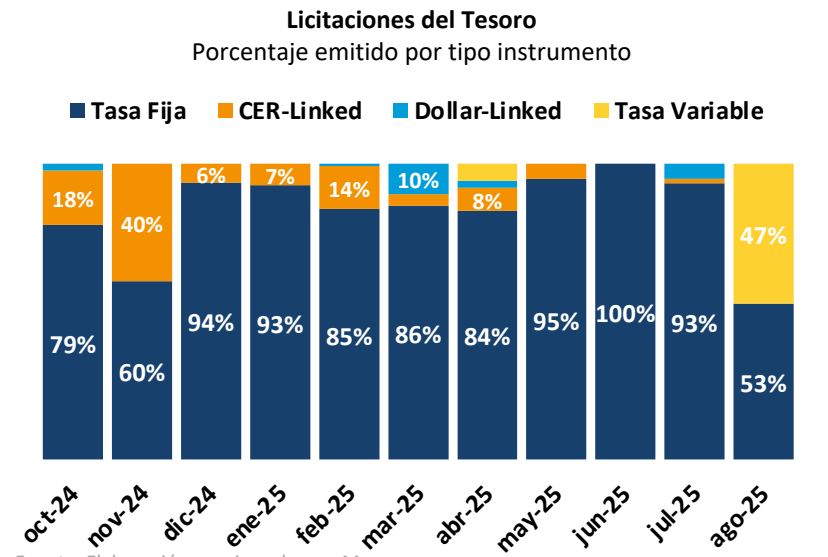
Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

El Tesoro, haciendo alusión a sus dichos del 9 de agosto, anunció el 14 de agosto una licitación fuera del calendario, donde se propusieron absorber esos ARS 5,8 billones "excedentes". **Para lograrlo, contemplando la baja demanda de la licitación original, el BCRA tomó una medida "transitoria" hasta el 28 de noviembre, elevando los encajes totales en un 5% (-3% en efectivo y +8% en títulos del Tesoro), esto le daría una demanda artificial al título M28N5 ofrecido el 18 de agosto en la licitación del Tesoro, permitiendo su utilización para integrar encajes remunerados**. Su resultado confirmó la demanda artificial, adjudicando ARS 3,78 billones a TAMAR +1%, cuando el margen TAMAR por mercado superaba ese 1%. Esta licitación sorpresa, liquidez "excedente" y cambio a medición diaria para los encajes generaron en el mercado de tasas una amplia volatilidad, siendo la caución su principal representante en los eventos del 18, 19 y 20 de agosto con TNAs que tocaron el 0,5% y 148%.



Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

El 27 de agosto, el Tesoro afrontó vencimientos por ARS 7,7 billones por TG25 y S29G5. A diferencia de la licitación previa, de manera preventiva, el BCRA anunció el 25 de agosto una suba de encajes de 3,5% totales (-2% en efectivo y +5,5% en títulos del Tesoro), integrables con títulos a plazo +60 días. Con esta medida se generó una demanda adicional de títulos del Tesoro por ARS 5,1 billones, que le permitió lograr un rollover del 100% adjudicando ARS 7,7 billones. **La demanda se concentró nuevamente en los títulos TAMAR, llevándose el 60% de lo adjudicado, cerrando con márgenes artificiales según la dinámica comentada.**



Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

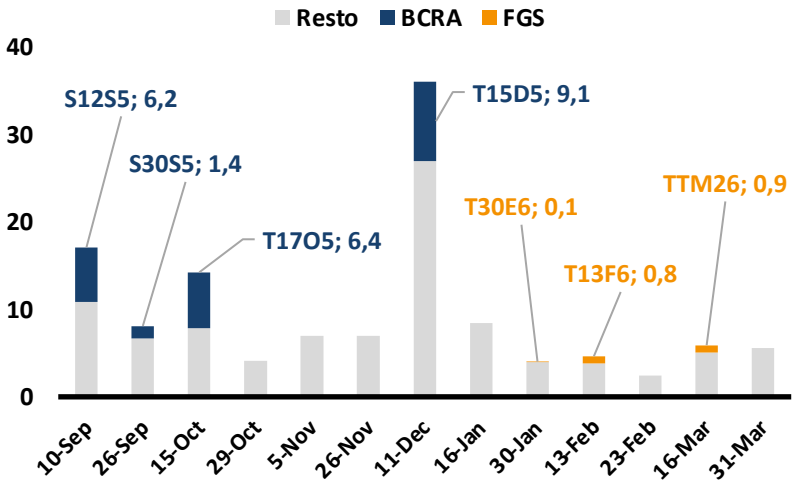
Contexto Macro

La curva de pesos durante el mes sufrió ruedas con fuertes sell-offs producto de un contexto totalmente desfavorable (bancos con faltante de pesos recurriendo a la curva, sumado a un mercado sin apetito por bonos en pesos, debido a fundamentos macro y clima electoral). **Una de las respuestas directas del Gobierno a este comportamiento del mercado fue la compra de LECAPs y BONCAPs**, algo que adelantaron en el comunicado del 9 de junio, donde se establece que **"conforme al mandato establecido en el Artículo 4 de la Carta Orgánica, el BCRA podrá participar activamente en el mercado secundario de títulos públicos de corto plazo toda vez que determine que su participación sea necesaria para contribuir al buen funcionamiento del mercado de capitales"**.

Con el canje del Tesoro al BCRA de la S29G5 por T15D5, se confirmó que la autoridad monetaria estuvo activa en el mercado secundario mediante la compra de la S29G5, ya que había obtenido VN ARS 2,95 billones en el canje del 10 de junio y, en el reciente, se informó una tenencia por VN ARS 3,81 billones; **por diferencia, el monto que el BCRA habría comprado vía mercado secundario es de ARS 1,6 billones**.

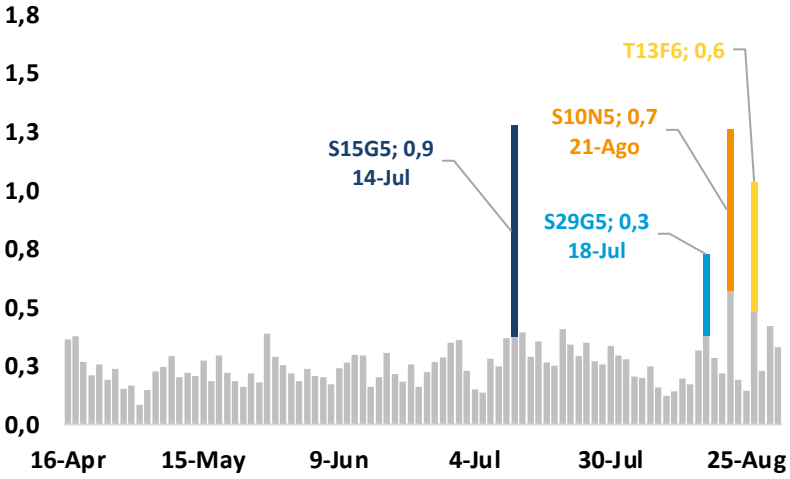
También, se observaron movimientos inusuales en la curva en pesos de tasa fija con títulos particulares, **donde el 21 de agosto se advierte un volumen excesivo en la S10N5, llegando a cerrar la rueda con un volumen total de ARS 0,7 billones (para ponerle magnitud a este número, normalmente toda la curva de tasa fija opera, en promedio por rueda, ARS 0,5 billones)**. Esta misma situación se replicó el 26 de agosto, pero esta vez con la T13F6, bono que finalizó la jornada con un volumen operado de ARS 0,5 billones (tener en cuenta que solo contemplamos volumen BYMA PPT). Sobre estos movimientos de la curva aún no tenemos datos oficiales de qué organismo puede estar involucrado, ya que podría tratarse, entre otros, del BCRA, del Banco de la Nación Argentina (BNA) o del FGS-Anses.

Perfil de Vencimientos del Tesoro en billones ARS



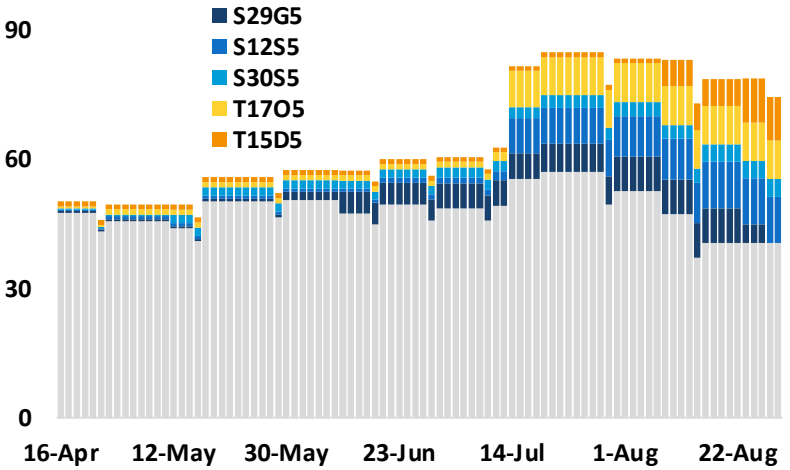
Fuente: Elaboración propia en base a Mecon y Anses

Volumen Total Negociado de LECAPs y BONCAPs
en billones ARS BYMA PPT



Fuente: Elaboración propia en base a BYMADATA

VNO Adjudicado de LECAPs y BONCAPs en billones
Titulos que tiene en cartera BCRA



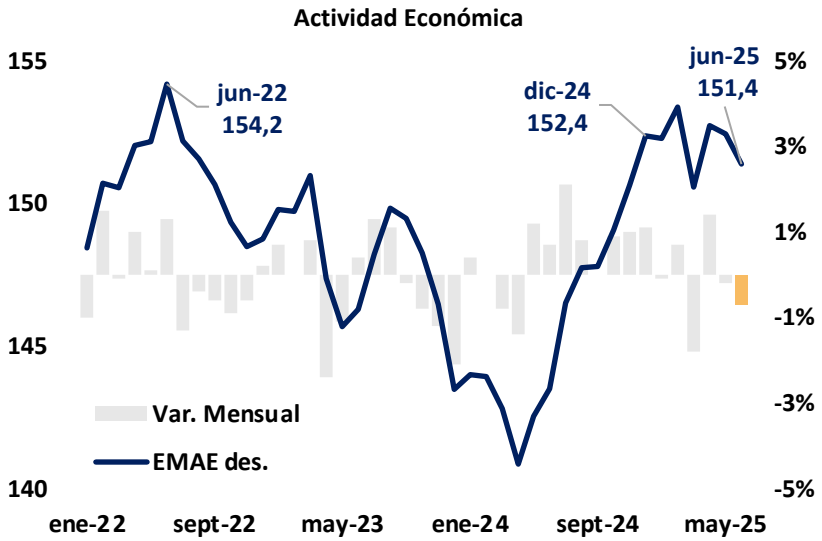
Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

Contexto Macro

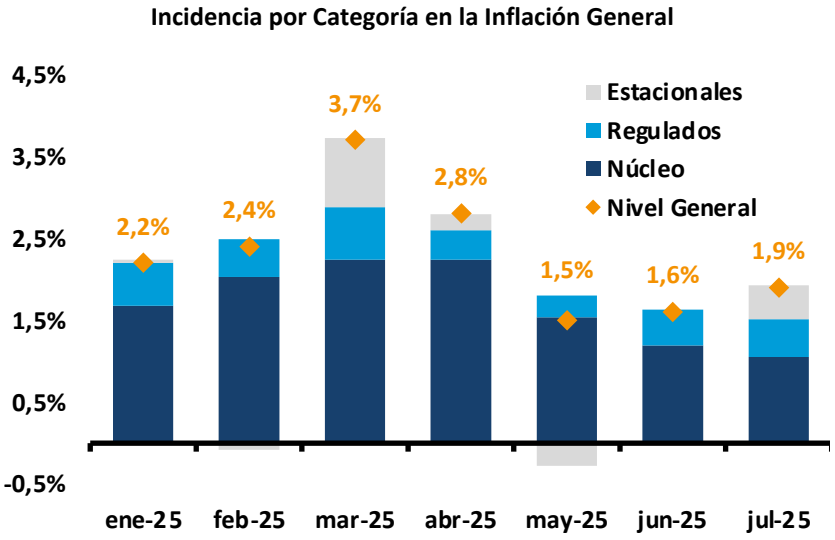
En línea con la dinámica mencionada respecto de las licitaciones y el aumento de encajes, el segundo semestre en términos de actividad se encuentra condicionado por el elevado nivel de las tasas de interés, resultado del endurecimiento monetario aplicado por el gobierno. **Esto encarece el crédito y profundiza su desaceleración, que ya se viene registrando desde hace varios meses -aunque sin mostrar aún una contracción-**. En paralelo, la dinámica de la actividad comenzó a evidenciarse en los datos de junio, cuando el EMAE anotó una caída mensual desestacionalizada de 0,7%, ubicándose por debajo de niveles registrados a fines de 2024. **Los indicadores de alta frecuencia sugieren que la tendencia negativa continuó en julio, con una contracción cercana al 1%**. Mientras se mantenga este nivel de tasas reales, que incluso tras la compresión del viernes 29 continúan en torno al 20% en la parte corta, es probable que esta trayectoria persista. No obstante, el equipo económico insiste en que se trata de un fenómeno "transitorio".

En cuanto a la inflación, el nivel general de julio se ubicó en 1,9%. El dato más destacado fue el de la inflación núcleo, que descendió a 1,5%, marcando el tercer mes consecutivo de desaceleración y alcanzando su menor registro desde noviembre de 2017. **El pass-through cambiario parece mantenerse acotado, aunque este comportamiento posiblemente esté influenciado por menores niveles de actividad**. Será relevante evaluar el dato de agosto para observar si la inflación confirma la hipótesis de un pass-through efectivamente limitado o si comienza a trasladarse con mayor intensidad.

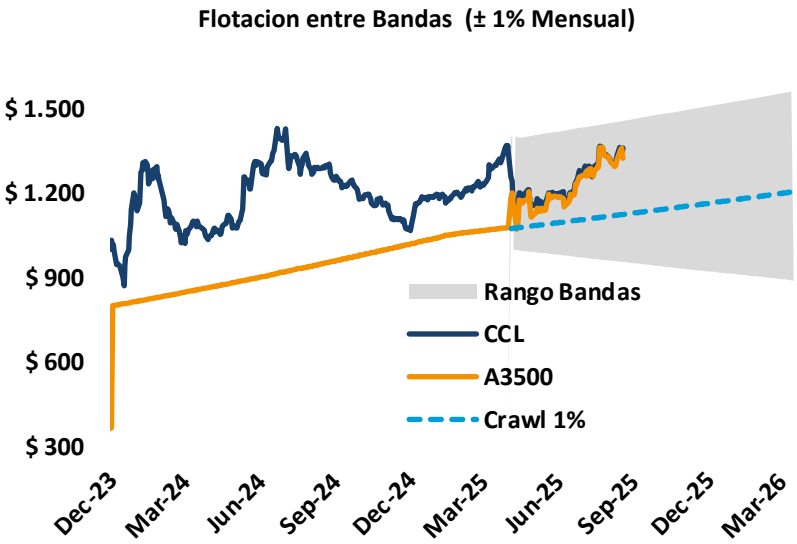
El dólar, a lo largo de agosto, se mostró tomador, con un spot que intentó testear varias veces los $1.370, no logrando perforar dicho nivel, en parte, **producto de un gobierno muy centrado en el monitoreo de pesos excedentes**. La estacionalidad tampoco favorece: un flujo del agro acotado, sumado a un clima electoral ferviente, genera una mayor presión en el dólar, la cual se ve agravada por un contexto político desafiante.



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC



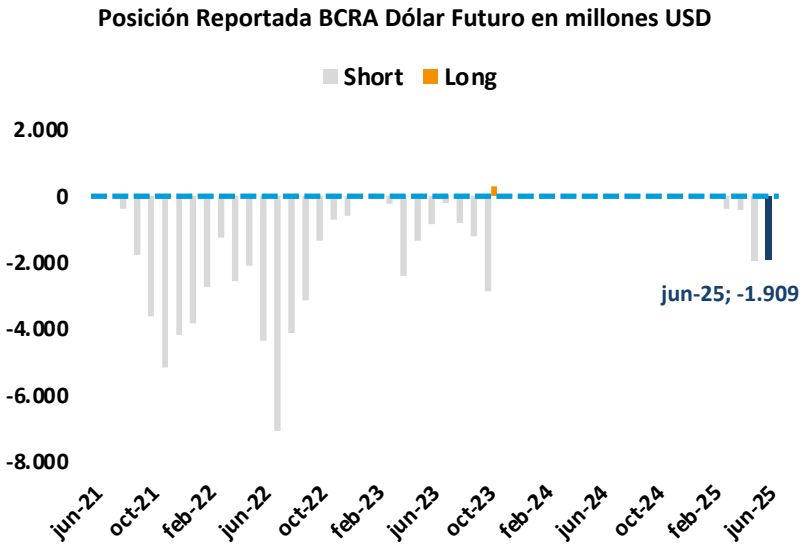
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y BYMADATA

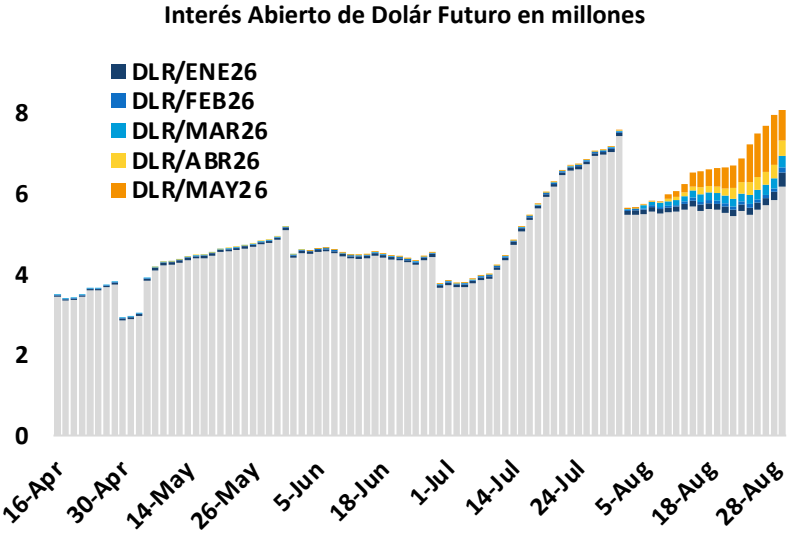
Contexto Macro

El 22 de agosto, el BCRA dio a conocer su posición de futuros al 31 de julio: **reportó un short de USD 3.811,61 millones, lo que implica un aumento mensual de USD 1.902,53 millones**. Las estimaciones de mercado rondaban USD 5.000 millones (incluido el FMI), **pero hay que considerar que la posición se reportó al 31 de julio, mientras que el consenso trabajaba con el 30 de julio**. Es decir, el dato oficial no incorpora el contrato de julio; de ahí la diferencia. En ese marco, el número puede considerarse dentro de lo esperado. Además, tras el antecedente de Vanoli, **los mercados le fijaron al BCRA un límite de venta: USD 5.000 millones en Matba-Rofex y USD 4.000 millones en MAE; tras la fusión como "A3 Mercados", ese tope se consolidó en USD 9.000 millones**.



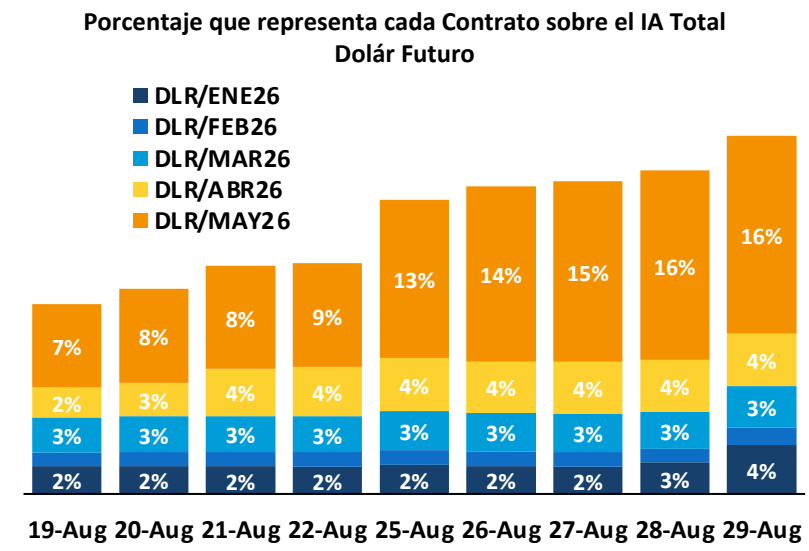
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

A lo largo del mes, se observó un cambio en la dinámica de intervención: **el BCRA dejó de concentrarse exclusivamente en el tramo corto para operar también el largo**. Como resultado, crecieron con fuerza contratos que, por su plazo, usualmente no tenían operatoria. Ejemplo: mayo 2026 cerró con un interés abierto de 1.414.392, quedando como el tercer contrato de la curva, detrás de agosto y septiembre 2025. Entre las razones del giro, **un objetivo es aplanar la pendiente de la curva: durante el mes, muchos contratos largos operaron por encima de la banda superior, por lo que intervenir ayuda a anclar expectativas**. Además, en el tramo largo, la intervención es "más barata" (poco volumen → pequeños movimientos impactan el precio) y, si el Banco Central mantiene el esquema de bandas, no implica pérdida futura ni emisión.



Fuente: Elaboración propia en base a A3 Mercados

En las últimas semanas, reapareció la lógica de julio: ventas en el contrato más corto para descomprimir el spot ("te regalo el futuro para que me vendas el spot")**. En julio, esa estrategia dejó muy abultada la posición del contrato de julio y, al no rollearla completa a agosto para mantener al mercado comprado, el spot subió $40**. El jueves 29 de agosto era la última rueda para rollear; con ese antecedente, el mercado esperaba ese movimiento para evitar presión. Sin embargo, la respuesta llegó vía comunicado del viernes: en particular, el punto 3 restringe la recompra de spot "suelto" a bancos, lo que, aún sin rolleo, evitó un salto relevante del spot.



Fuente: Elaboración propia en base a A3 Mercados

Renta Fija USD

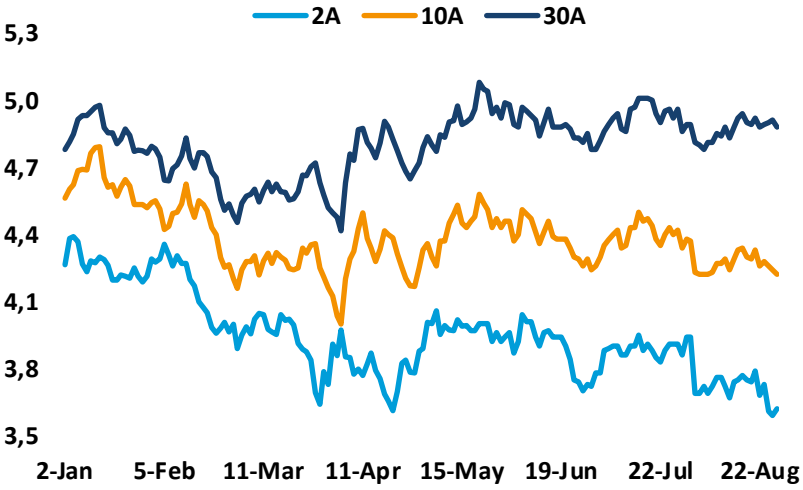
Durante agosto, el rendimiento de los Treasuries a 2 años osciló en la zona de 3,6%–3,7%, mientras que el de 10 años se mantuvo entre 4,2%–4,3%. Más allá de la dinámica puntual, lo más relevante fue la expectativa de una posible baja de tasas por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos en septiembre, lo que generó un proceso de compresión en los rendimientos.

Este escenario abre interrogantes sobre las implicancias en la deuda emergente. **Una política monetaria más expansiva en Estados Unidos tendería a incentivar la búsqueda de mayor retorno por parte de los inversores, lo que podría traducirse en un mayor apetito por activos de riesgo como la deuda argentina**. A su vez, una baja de tasas en Estados Unidos implicaría un menor costo de financiamiento global, lo que en un contexto local favorable permitiría a la Argentina acceder nuevamente a los mercados con mejores condiciones de emisión. Sin embargo, más allá de la ayuda externa, el principal driver de la curva soberana, continúa siendo la dinámica política y fiscal del país.

Adentrándonos en esta relación entre el contexto político y los soberanos, **el mes comenzó con un tono positivo impulsado por la aprobación de la primera revisión del acuerdo con el FMI y un contexto externo relativamente benigno**. Cabe recordar que comenzamos el año electoral con un riesgo país que había alcanzado un mínimo de 560 puntos en enero. No obstante, a lo largo del año y también durante agosto, se observó un mercado en deterioro, donde el riesgo país registró un salto superior al casi 20% reflejando incertidumbre y un cambio en el humor del mercado.

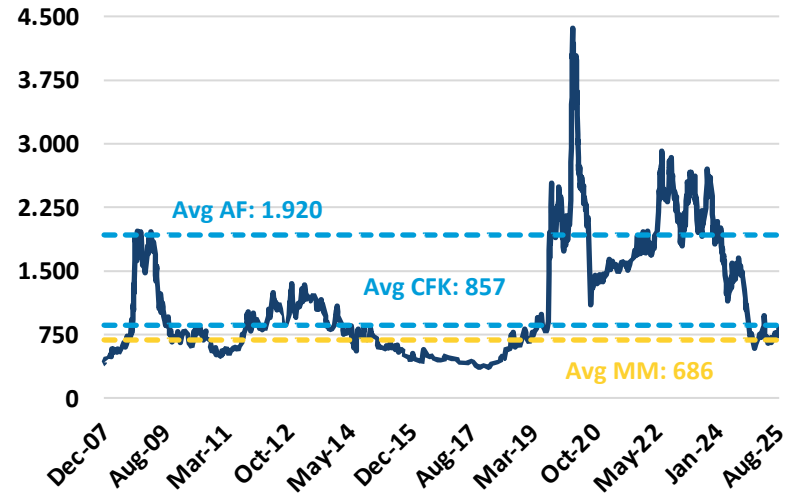
Este aumento en la prima de riesgo respondió a factores locales: el rechazo al veto presidencial en el Congreso, la aprobación de emergencias fiscales y denuncias de corrupción. **Estos sucesos intensificaron la volatilidad en un escenario ya sensible por la proximidad de las elecciones**. Tal como veníamos señalando en informes previos, el mercado se mantiene extremadamente sensible al panorama político y electoral, reflejándose de manera directa en la cotización de la deuda soberana argentina. En conclusión, de darse un escenario electoral favorable, podría observarse una compresión en la curva y una baja del riesgo país.

Evolución Yield Treasuries



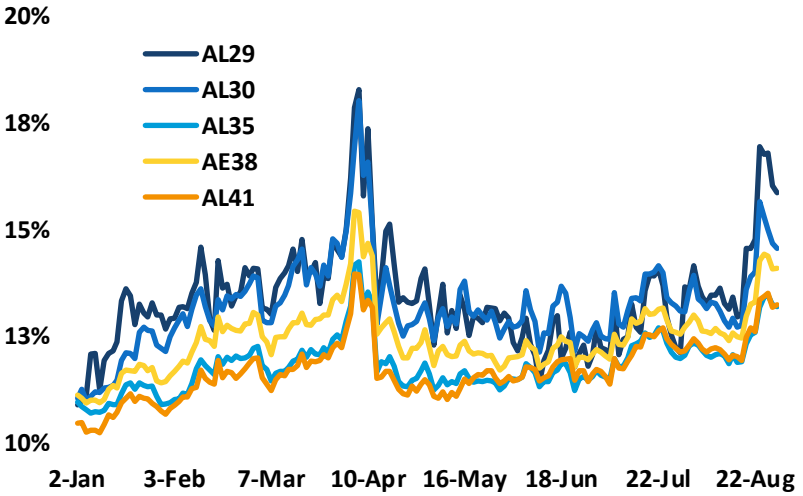
Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Riesgo País en bps



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg y Reuters

Evolución TIR Curva Soberana (Ley Nacional)



Fuente: Elaboración propia en base a BYMADATA

Club de Finanzas UADE

Nazareno Taus
Club Liaison

Martin de la Fuente
Head of Research

Rocco Abalsamo
Head of Strategy

Bautista Blaiotta
Research Analyst

Federico Martin Alive
Research Analyst

Ricardo Contreras Páez
Research Analyst

Tomás D´Acciavo
Research Analyst

Nicolás Pisi
Research Analyst

Marcos Martínez
Research Analyst

Bryan Bustamante
Research Analyst

Nehuen Oscar Fernández
Research Analyst

Pablo Gustavo Salina
Club Advisor

Información Importante

• Este informe no constituye bajo ningún concepto una recomendación o asesoramiento en materia de inversiones. La rentabilidad pasada no garantiza rentabilidades futuras. Las inversiones están expuestas a las oscilaciones del mercado y a los factores de riesgo correspondientes.

• Este informe ha sido elaborado de buena fe, a partir de fuentes consideradas fiables, pero no infalibles.