

UADE FIN LAB

Equipo de Research:

Nazareno Taus

Rocco Abalsamo

Nicolas Pisi

Tomás D'Acciavo

Argentina reencuentra el camino al mercado

Estabilidad macroeconómica en noviembre

Tras despejarse el ruido político, noviembre mostró mayor estabilidad, con una mejora del 18% en la confianza en el Gobierno, un mercado cambiario equilibrado y un Tesoro comprador neto gracias a la mayor oferta financiera y la ratificación de las bandas cambiarias.

Actividad en recuperación e inflación contenida

La actividad consolidó una mejora gradual: el EMAE creció 0,5% en septiembre y acumula +5,2% interanual; la inflación de octubre fue 2,4% y las expectativas implícitas siguen marcando un sendero cercano al 2%.

Menor cobertura y rollovers sólidos

El mes estuvo marcado por menor cobertura, baja del piso de tasas y curvas presionadas por expectativas inflacionarias. Aun así, el Tesoro logró rollovers de 112% y 96%, reduciendo el Hedge FX del 48% al 32% mediante baja de tasas en simultáneas y normas de encajes.

Corrección moderada y foco en la expectativa de recompra

Los bonos soberanos tuvieron un desempeño moderado y volátil, con caídas semanales de 0,6% y riesgo país en 648 bps. El mercado recalibra la expectativa de recompra hacia USD 5.000 millones, y el spread AL30–GD30 resalta como anomalía para estrategias de arbitraje.

Reapertura del crédito corporativo

Noviembre marcó el mayor volumen de emisiones primarias de ON en 10 años, con empresas colocando USD 4.000 millones y GCBA USD 600 millones, evidenciando la reapertura del crédito corporativo y actuando como alivio para la curva soberana.

Contexto Macro

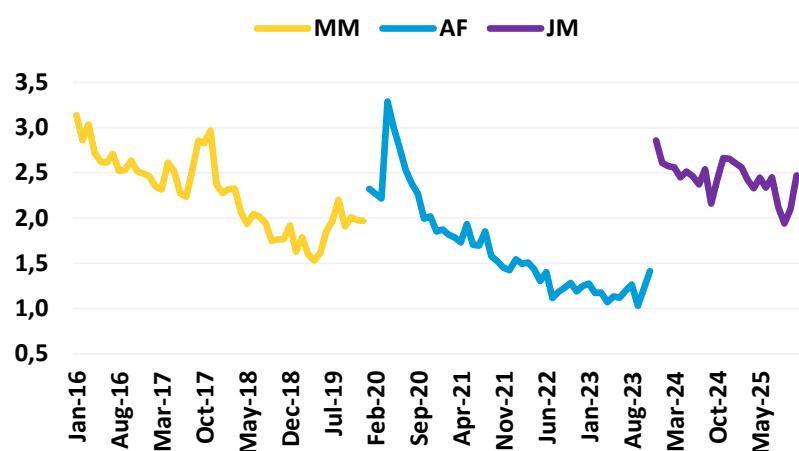
Tras despejarse el ruido político de las elecciones de octubre, noviembre mostró un clima económico más estable. La mejora se reflejó en el índice de confianza en el Gobierno, que revirtió la caída previa y registró un incremento del 18% mensual. El mercado cambiario también exhibió una marcada calma luego de un bimestre signado por intervenciones significativas del BCRA y el Tesoro para contener la volatilidad.

En este contexto más ordenado, noviembre presentó un mercado de cambios equilibrado, con el Tesoro como comprador neto gracias a la mayor oferta financiera y a la ratificación de las bandas cambiarias por parte de las autoridades. Las empresas argentinas colocaron cerca de USD 4.000 millones en obligaciones negociables en dólares y las provincias también aprovecharon la ventana de mercado, destacándose la emisión de USD 600 millones por parte del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires. Durante el mes, el Tesoro habría adquirido alrededor de USD 1.106 millones al BCRA y USD 260 millones en el MULC, quedando el tipo de cambio estabilizado en torno a los \$1.400, nivel donde el Gobierno parece dispuesto a recomprar divisas para evitar una mayor apreciación real.

En el plano real, los datos de actividad continúan consolidando una recuperación gradual. El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) creció 0,5% desestacionalizado en septiembre y se ubicó 5% por encima del mismo mes del año pasado. Con este resultado y la revisión al alza de meses previos, la actividad acumula tres meses consecutivos en aumento y cierra los primeros nueve meses del año un 5,2% por encima del mismo período de 2024.

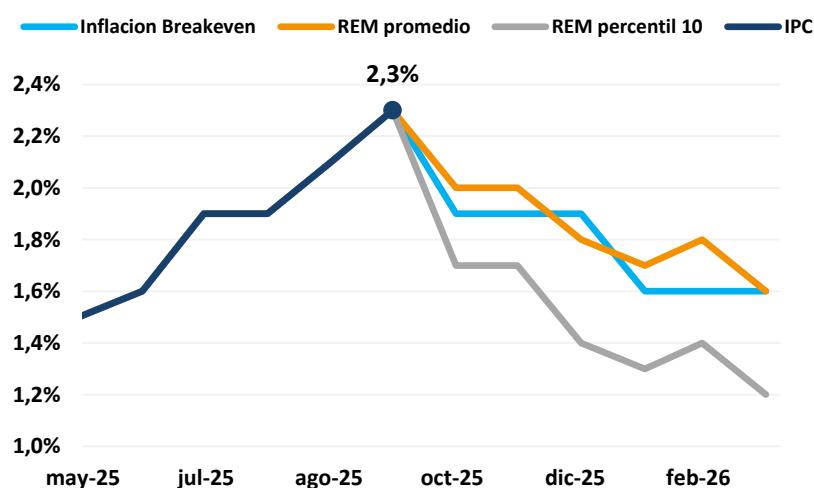
Por último, la inflación de octubre se ubicó en 2,4% mensual, con una núcleo acelerando intermensualmente y ubicándose en 2,2%. Las expectativas implícitas en las breakeven sugieren un IPC promedio cercano al 1,9% en los próximos meses, mientras que las mediciones de alta frecuencia continúan marcando un sendero en torno al 2%. En conjunto, estos indicadores refuerzan la percepción de un escenario macroeconómico más ordenado tras la volatilidad electoral.

Índice de Confianza en el Gobierno (ICG)



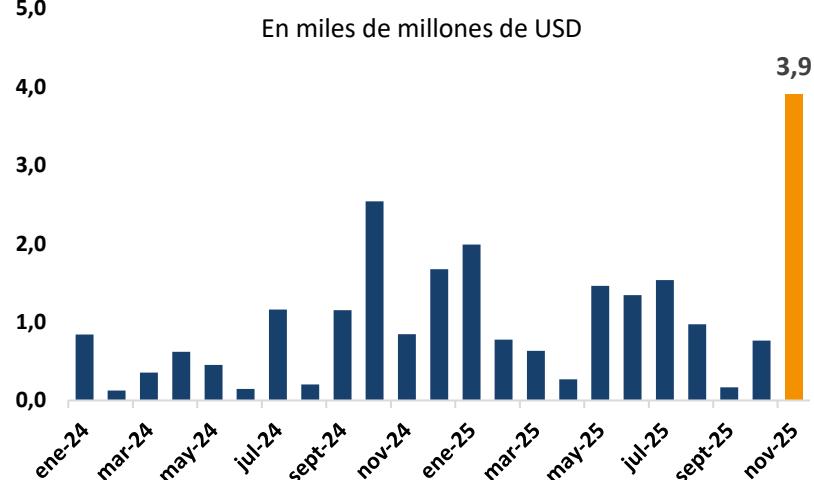
Fuente: Elaboración propia en base a Di Tella

Inflación



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y BCRA

Emisión de Obligaciones Negociables



Fuente: Elaboración propia en base a CNV y MAE

Renta Fija en Pesos

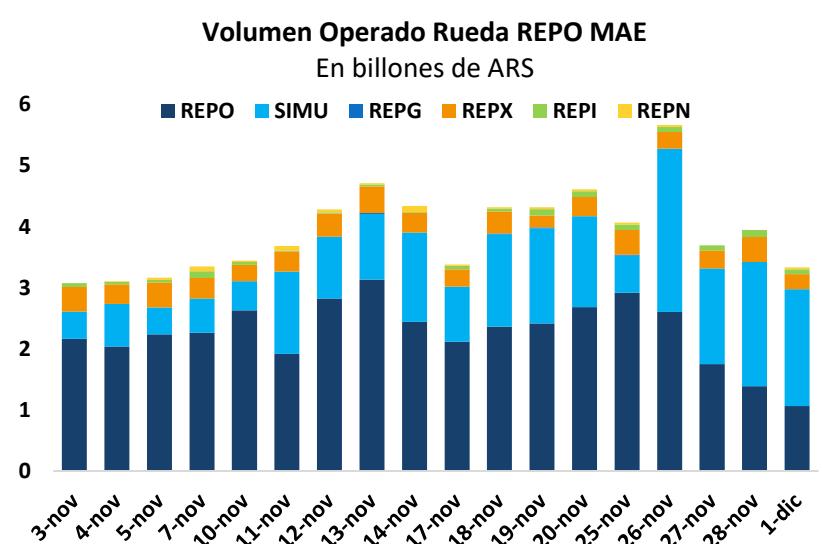
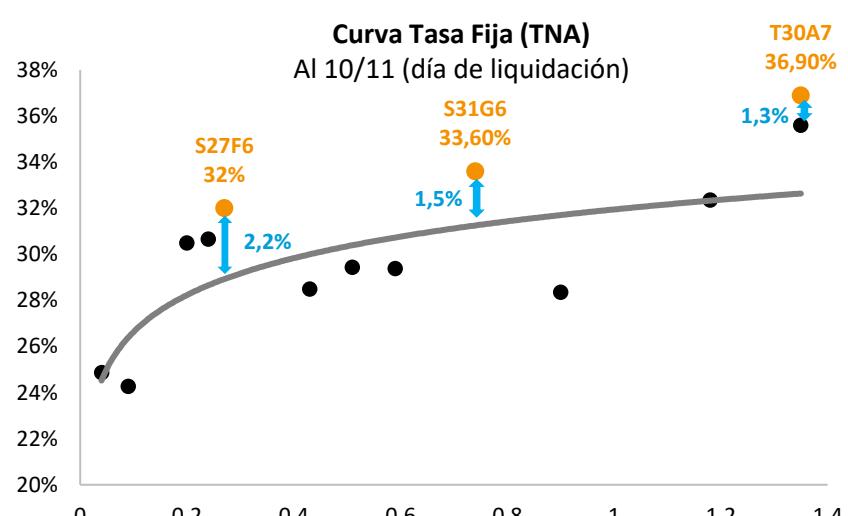
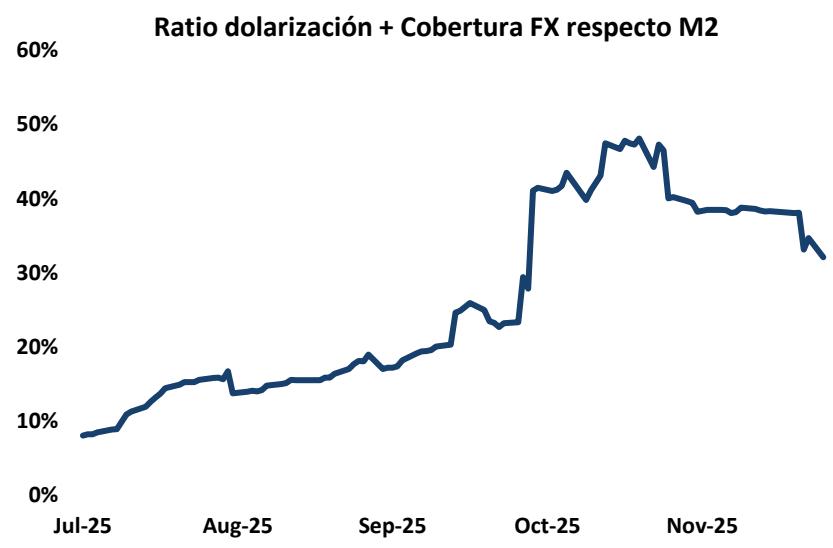
Si algo estuvo en la mira a lo largo de noviembre fue la reducción de cobertura, el piso de la tasa y el volumen en ese nivel. Adicionalmente, vimos unas curvas en moneda nacional afligida por las expectativas inflacionarias esperadas en los próximos meses.

El mes se mostraba desafiante, con un total de vencimientos en noviembre de ARS 22,1 Billones, distribuidos en las licitaciones del 5/11 (ARS 7,6 Billones) y del 26/11 (ARS 14,5 Billones). Pero a pesar de los montos, el factor más relevante era evaluar el éxito ante los vencimientos dólar linked, dada toda la cobertura que había ofrecido el Tesoro pre elecciones.

Para asegurar el objetivo de la primera licitación, donde había grandes dudas sobre el rollover, el Tesoro bajó el piso de la rueda “simultáneas” al 22% el día 5 de noviembre. En adición a una alta expectativa de “premios”, el Tesoro consolidó un gran roll-over del 111,77%, concentrando lo adjudicado en tasa fija con ARS 5,42 Billones. Así, tras esta licitación, el “Hedge FX” respecto M2 descendió desde 48% hasta 38,5%; pero no fue gratis, teniendo que pagar un premio en la curva de entre el 2,2% y 1,3% de TNA.

En cuanto a la segunda licitación, el Tesoro incrementó la agresividad en la estrategia, no solo bajando la tasa de “simultáneas” al 20%, sino también prorrogando una norma de exigencia de encajes hasta el 31/3/2026. Usar estos esfuerzos extras dio resultados, consolidando un sorprendente rollover del 96% sin dar “premios” elevados, emitiendo únicamente ARS 0,5 Billones. Por el lado del “Hedge FX” disminuyó desde un 38% a un 32% tras esta licitación, dejando entrever su decisión en cuanto al trade off compra de reservas vs reducción de cobertura, que le permite mantener un tipo de cambio despegado a la banda superior.

La próxima licitación por ARS 13,1 Billones será el 11/12, mismo día que el INDEC publica el IPC de noviembre. Entendemos que los resultados de la licitación van a estar marcados por las expectativas de este dato.



Renta fija en USD

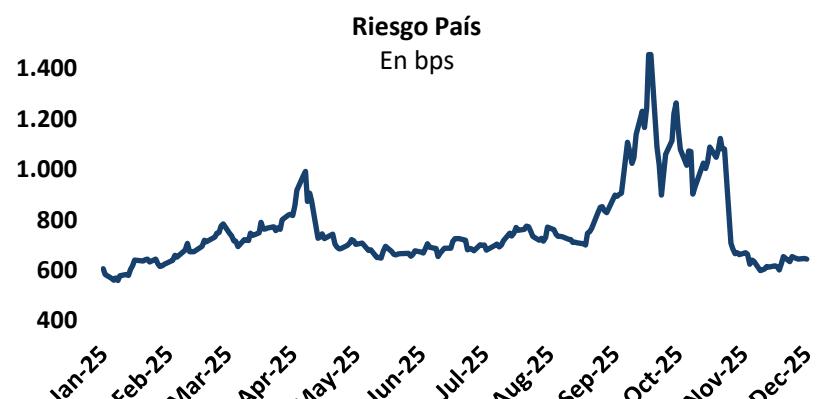
En noviembre, los bonos soberanos en dólares tuvieron un desempeño más bien tibio, con un sesgo correctivo hacia fin de mes. Tanto Globales como Bonares registraron una caída de precios cercana al 0,6% en la última semana, en un contexto en el que el ETF EMB de emergentes avanzó alrededor de 0,7% en el mismo período. El riesgo país tuvo una caída hacia los 600 bps durante el mes, y posteriormente registró una suba de unos 50 puntos básicos cerrando el mes en los 648 bps, señal de que el mercado está pidiendo algo más de prima ante la falta de novedades concretas en materia de recompra de deuda.

El eje central del trade en hard dollar sigue siendo la expectativa de una operación de recompra y canje en 2026. La expectativa de un acuerdo de USD 20.000 millones que se barajaba en octubre se puede haber recalibrado hacia un objetivo más realista cercano a USD 5.000 millones, apoyado en una mejora de los fundamentales macro.

Esa tensión entre la narrativa de mejora estructural y la realidad de un balance externo ajustado explica buena parte de la volatilidad reciente en paridades.

En la parte larga de la curva, las brechas entre Bonares y Globales son mucho más ajustadas, lo que hace que el tramo 2030 destaque como una anomalía. Bajo el supuesto, dado el peso de tenedores locales y la historia reciente, de un tratamiento igualitario entre series ley local y ley extranjera en un eventual canje, este spread se vuelve un candidato natural para estrategias de relative value: compra de AL30 financiada con venta de GD30, especialmente para jugadores con acceso a apalancamiento barato.

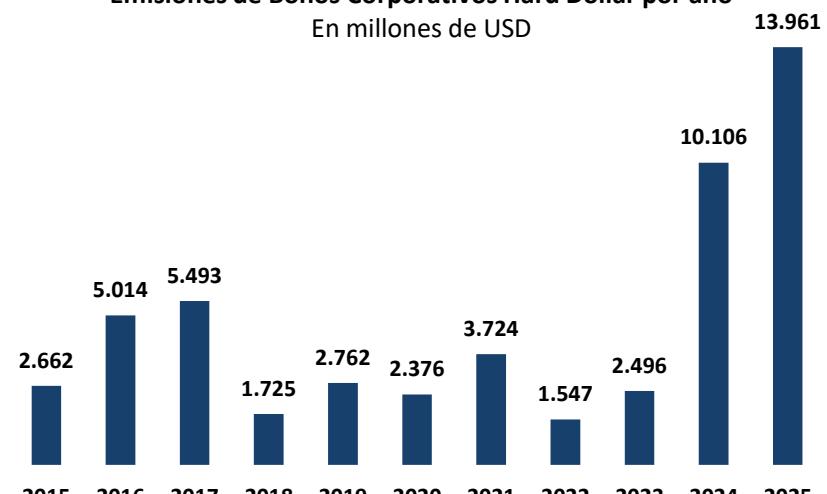
Por último, noviembre se destacó como el mes con mayor volumen de emisiones primarias de obligaciones negociables en los últimos 10 años, un dato relevante porque señala la reapertura efectiva del crédito corporativo y un Tesoro activo, pero sin absorber toda la demanda del mercado. Este récord de colocaciones indica que las empresas aprovecharon la ventana para refinanciar vencimientos y fortalecer capital de trabajo, al tiempo que el sistema financiero canalizó parte del excedente de liquidez hacia crédito privado, actuando como una válvula de alivio para la curva soberana y consolidando la tendencia hacia un mercado de deuda más profundo y diversificado.



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

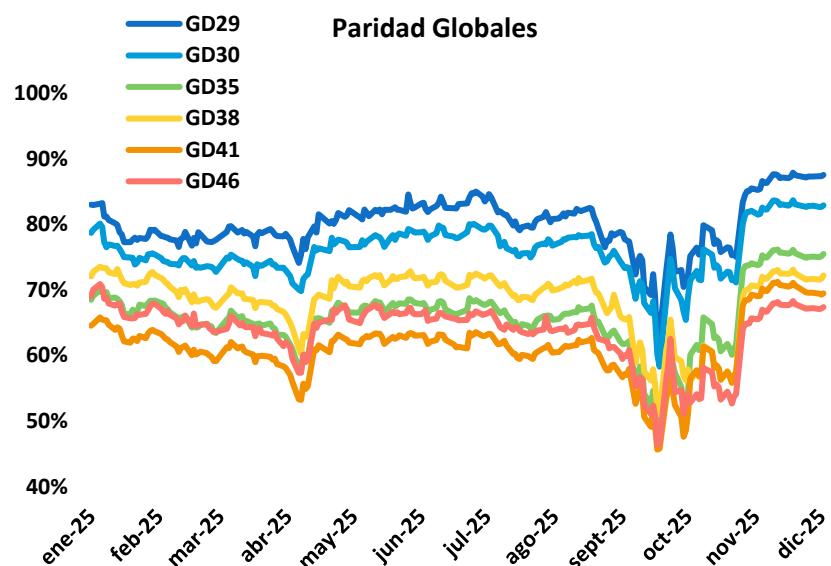
Emisiones de Bonos Corporativos Hard Dollar por año

En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg y Reuters

Paridad Globales



Fuente: Elaboración propia en base a BYMADATA

Miembros:

Nazareno Taus

Tomás D'Acciavo

Marcos Martínez

Nicolás Pisi

Rocco Abalsamo

Nehuen Oscar Fernández

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.