

UADE

FIN LAB

Equipo de Research:

Nazareno Taus

Rocco Abalsamo

Nicolas Pisi

Tomás D'Acciavo

Rocco Rodriguez

¿Se afloja el ancla?

Dólar suelto, tasas más bajas

El BCRA relajó la defensa cambiaria hacia el cierre de agosto: el oficial perforó los \$1.500 y cerró en torno a \$1.513 (CCL \$1.604, brecha 6,0%). Eso le dio aire a las tasas cortas (la caución a 1 día cayó -202pb a 20,6% TNA y la TAMAR retrocedió a 25,2%), invirtiendo el patrón de episodios de tensión previos.

Licitación con rollover alto pero caro

El 27 de agosto el Tesoro logró un rollover del 96% sobre vencimientos por ~\$12,6 billones. La tasa fija concentró el 89,7% de lo colocado, con la duration promedio extendida a 142 días y una tasa de corte de 27,8% TNA, la más alta desde marzo.

Riesgo país al alza

La deuda soberana en dólares tuvo un mal mes: el riesgo país pasó de 411 a un máximo de 532 pb, cerrando cerca de 494. El BCRA además moderó fuerte su ritmo comprador en el MLC (USD 770 M en agosto vs. USD 103 M en julio), leído por el mercado como menor acumulación de reservas de cara a 2027.

Fed hawkish y crudo volátil

La escalada entre EE.UU. e Irán llevó al Brent de USD 86 a más de USD 95 en pocas semanas. En paralelo, la Fed de Warsh mantuvo el tono hawkish con el PCE núcleo en 3,3% i.a., empujando a la UST30Y a máximos no vistos desde 2007.

Actividad mixta, confianza que repunta

El EMAE subió 0,8% s.e. en junio tras la caída previa, con indicadores de julio sin dirección clara. La mora de las familias se estabilizó en niveles elevados, mientras la confianza en el Gobierno se recompuso 6,4% en agosto, ubicándose por encima del 40%.

Contexto Macro local

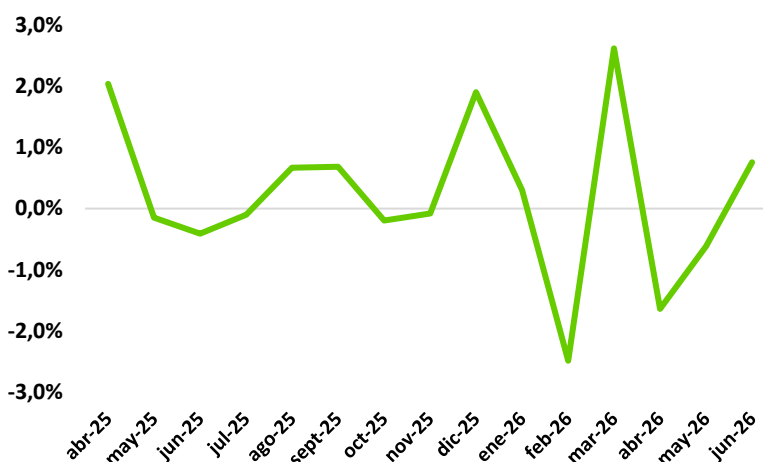
En el frente cambiario, agosto cerró con un tipo de cambio oficial que sostuvo su leve sesgo alcista, aunque permaneció lejos del techo de la banda. El movimiento incluyó la ruptura del techo virtual de los \$1.500. En paralelo, el BCRA moderó de forma marcada su ritmo de compras en el MULC, pese a mantener la oferta de cobertura cambiaria para acotar las presiones. Las tasas de interés volvieron a mostrar volatilidad a lo largo del mes, y terminaron estabilizándose en niveles apenas superiores a los previos luego de que el BCRA inyectara liquidez para normalizarlas. A diferencia de episodios anteriores de tensión (la previa de las legislativas y el arranque de este año, cuando la respuesta fue convalidar tasas más altas), esta vez el orden de los factores se invirtió.

El mes también estuvo cargado de anuncios orientados a los sectores más rezagados de la economía. Por un lado, se dispuso una flexibilización marginal de los préstamos bancarios en USD hacia sectores no exportadores, restringidos desde la convertibilidad para evitar el descalce de monedas; más allá del argumento oficial de impulsar la actividad, la medida opera también sobre la oferta neta de divisas. Por otro, se confirmó que el FGS colocará depósitos a plazo fijo de largo plazo en los bancos para abaratar el crédito hipotecario y dinamizar la construcción. En materia de crédito ya otorgado, el dato de junio mostró que la mora de las familias se habría estabilizado, aunque en niveles elevados.

Del lado de la actividad, el EMAE retomó la dinámica de serrucho con una suba de 0,8% s.e. en junio, luego de la caída del mes previo. Los indicadores adelantados de julio arrojan señales mixtas. El rasgo que se mantiene sin cambios es la heterogeneidad sectorial y geográfica: los sectores intensivos en materias primas siguen traccionando y compensan el cuadro de los sectores intensivos en empleo.

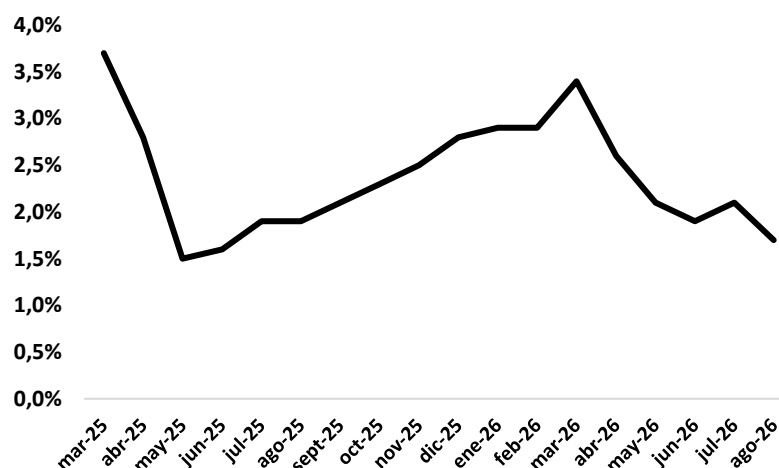
En precios y salarios, la inflación se aceleró levemente en julio, hasta el 2,1% mensual desde el 1,9% de junio, mientras que el poder adquisitivo del sector registrado evidenció una suba real del 0,5% mensual en junio. Sobre ese trasfondo, la Confianza en el Gobierno se recompuso 6,4% mensual en agosto, después de varios meses de deterioro. El registro deja al oficialismo por encima del 40%, apenas por debajo del nivel que tenía Macri en el mismo tramo de su gestión.

EMAE Desestacionalizado (var. % mensual)



Fuente: Club de Finanzas en base a INDEC.

Inflación mensual (IPC Nivel General)



Fuente: Club de Finanzas en base a INDEC.

Tipo de Cambio Oficial



Fuente: Club de Finanzas en base a BCRA.

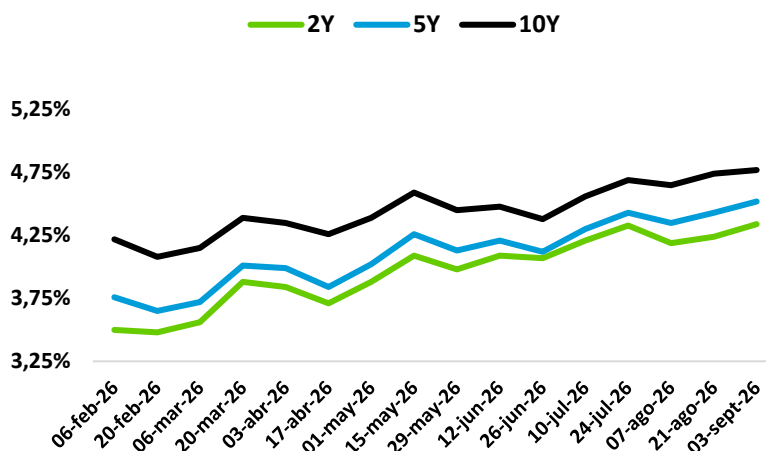
Contexto Internacional

Agosto estuvo marcado por una nueva escalada en el conflicto entre Estados Unidos e Irán, que volvió a posicionarse como el factor dominante de los mercados internacionales. Trump negó durante el mes que existieran negociaciones en curso, llegó a proponer la anexión del Estrecho de Ormuz como territorio estadounidense e Irán condicionó cualquier reapertura al cumplimiento estricto del MOU firmado en junio. En este contexto, el Brent hilvanó ruedas al alza hasta tocar USD 91,85, acumulando cerca de 15% desde comienzos de mes. El alivio llegó de forma transitoria tras el anuncio de un corredor marítimo temporal entre Irán y Omán que incluiría el desminado del canal, llevando al crudo a descomprimir hacia USD 86. Sin embargo, hacia finales del mes y comienzos de septiembre, la re-escalada de tensiones devolvió al barril nuevamente a la zona de USD 95, dejando en claro que la prima geopolítica sobre el precio del petróleo seguirá siendo un factor determinante en el corto plazo.

En paralelo, la Reserva Federal de Kevin Warsh mantuvo su tono hawkish. En su discurso en Jackson Hole, Warsh dejó en claro que la autoridad monetaria buscará domar la inflación a como dé lugar, incluso con subas de tasas, con el mercado descontando un 54% de probabilidad de un hike en la reunión de septiembre. El contexto inflacionario lo justifica: el PCE núcleo de julio se ubicó en 3,3% interanual, todavía por encima del objetivo del 2%, con la energía como principal factor de presión sobre el índice general. El desafío de la Fed es doble: la inflación no cede en la magnitud deseada mientras el mercado laboral mostró señales de estancamiento, con el dato de empleo de julio resultando negativo.

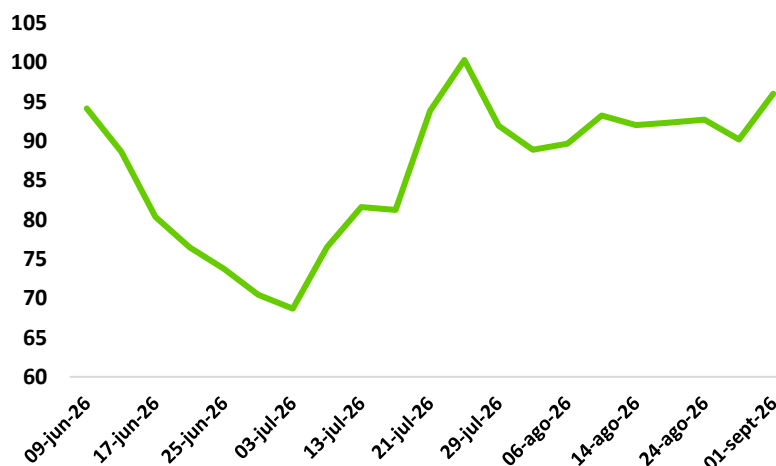
En renta fija, las tasas largas estadounidenses continuaron bajo presión estructural. La UST30Y alcanzó máximos no vistos desde julio de 2007, operando en la zona de 5,2%-5,3%, y la UST10Y se ubicó en torno a 4,70%-4,75%. El Tesoro americano reaccionó anunciando mayores recompras de papeles de 10 a 30 años, aunque el efecto fue acotado frente a fuerzas más estructurales: déficit fiscal en torno al 5% del PBI, stock de deuda cercano al 120%-130% del PBI y una demanda creciente de capital privado asociada al ciclo de inversión en Inteligencia Artificial, que genera competencia por el ahorro global y presiona los rendimientos al alza. La combinación de estos factores configura un escenario de tasas elevadas por más tiempo.

Curva de Rendimientos Treasuries



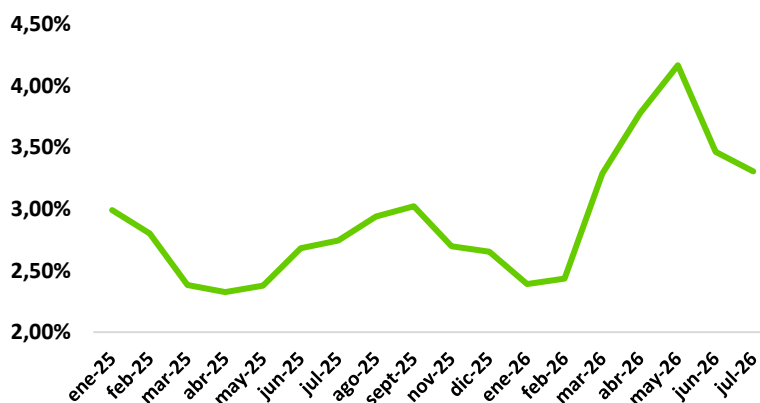
Fuente: Club de Finanzas en base a Bloomberg.

Precio Brent



Fuente: Club de Finanzas en base a Bloomberg.

Inflacion EE.UU. (CPI interanual)



Fuente: Club de Finanzas en base a Bloomberg.

Renta Fija en Pesos

Agosto estuvo dominado por la tensión entre sostener el tipo de cambio contenido y la necesidad de aflojar las tasas, trade-off resuelto a favor de esto último hacia el cierre del mes, en la previa de la licitación de mayores vencimientos del año.

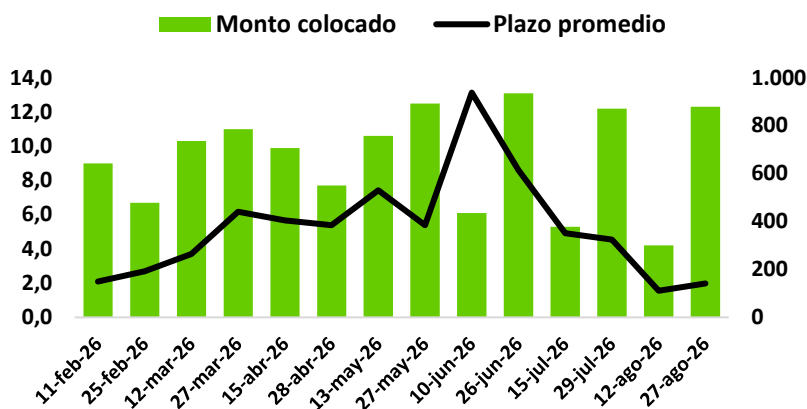
Tras casi un mes de condiciones monetarias restrictivas —con la TAMAR llegando a tocar picos de 26,5% TNA y tasas intradiarias de hasta 30%—, el Gobierno optó por relajar la defensa del tipo de cambio antes que seguir convalidando tasas en alza. El oficial perforó la barrera de \$1.500 y cerró el mes en torno a \$1.513 (CCL en \$1.604, brecha de 6,0%). Esto le dio aire a las tasas cortas: la caución a 1 día cayó -202pb hasta 20,6% TNA y la TAMAR retrocedió a 25,2%, mientras el stock de Repo del sistema contra el BCRA saltó de \$0,6 a \$2,2 billones.

El 27-ago, enfrentando vencimientos por ~\$12,6 billones, el Tesoro logró un rollover del 96% —liberando cerca de \$0,51 billones al mercado— y sumó una inyección vía baja de stock de Letras. La tasa fija concentró el 89,7% de lo colocado: la Lecap a nov-26 se llevó la mitad de las colocaciones (prorratio 51,5%, premio 54bps), seguida por la Lecap a may-27 (20,1%, +37bps) y la de ene-27 (19,6%, +76bps). La duration promedio se extendió a 142 días con una tasa de corte de 27,8% TNA. Por primera vez desde febrero, el Tesoro no ofreció instrumentos hard-dollar.

En la última semana, los bonos CER mostraron mayoría de subas (X30S6 +0,2%, TZXM8 +2,1%) y los duales TAMAR también avanzaron (TXMD9 +1,3%). En el acumulado de agosto, la curva de tasa fija se aplanó ~2,5 p.p. TEA respecto a fines de julio, y la curva CER convalidó tasas reales ~2 p.p. TEA más altas, concentradas en los tramos 2026-2027. A los precios actuales el mercado descuenta una inflación mensual promedio de ~1,7% para lo que resta del año, algo por debajo del REM.

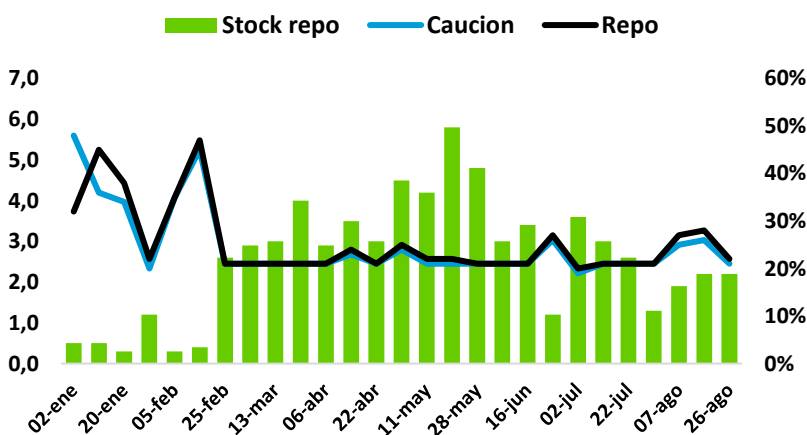
La calibración de tasas no es un tema menor para la mora: según la CENDEU, la irregularidad del crédito privado subió de 7,63% a 7,73% en julio, con la de familias en 12,94% (vs. 12,77% en junio) y la de empresas en 3,61%. Las refinanciaciones marcan récord (3,7% del stock de crédito a familias), lo que debería moderar la suba en los próximos meses, aunque sigue siendo un límite de facto para acelerar el crédito como motor de reactivación.

Adjudicación en licitaciones del Tesoro - monto y plazo promedio



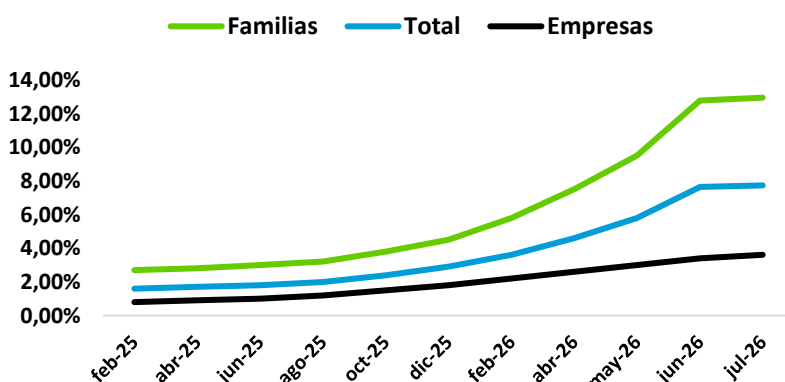
Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.

Caución, Repo y stock de Repo del sistema



Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.

Irregularidad del crédito privado (mora mayor a 90 días)



Fuente: Club de Finanzas en base a BCRA.

Renta fija en USD

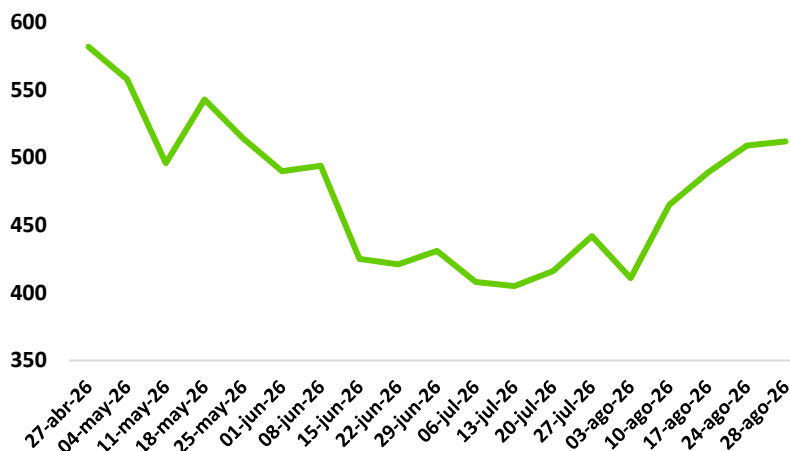
Agosto fue un mal mes para la deuda soberana en dólares. El riesgo país pasó de 411 a un máximo de 532 puntos básicos, cerrando el período en la zona de 494, con los Globales argentinos desacoplándose de un universo emergente que se mostró bastante más estable. La corrección no respondió a un cambio en los fundamentales: se explica por la combinación de un contexto internacional de tasas particularmente pesado y, puertas adentro, por la marcada desaceleración en el ritmo de compras del BCRA en el MLC.

Del lado externo, la curva de Treasuries siguió marcando máximos: la UST30Y tocó niveles no vistos desde julio de 2007 y la UST10Y cerró en torno a 4,75%, condicionando a toda la deuda emergente. La referencia sirve para dimensionar el techo que enfrenta hoy la compresión: en la última colocación argentina en el exterior, la tasa a 10 años se ubicaba en 2,60% con un riesgo país de 370 puntos. Hoy ese mix es 4,70% y 500 puntos —una diferencia que pesa tanto sobre la valuación como sobre la eventual ventana de financiamiento.

El condimento local fue el ritmo comprador. La autoridad monetaria sostuvo el saldo positivo en todas las ruedas, pero adquirió apenas USD 770 millones en el mes, un promedio diario cercano a USD 39 millones contra USD 103 millones en julio, USD 68 millones en junio y USD 137 millones en mayo. Interpretamos que el BCRA contuvo su propia demanda para no convalidar mayor presión cambiaria, priorizando la estabilidad del tipo de cambio. Pero el mercado leyó el otro lado de esa decisión: menor acumulación de reservas de cara al programa financiero 2027.

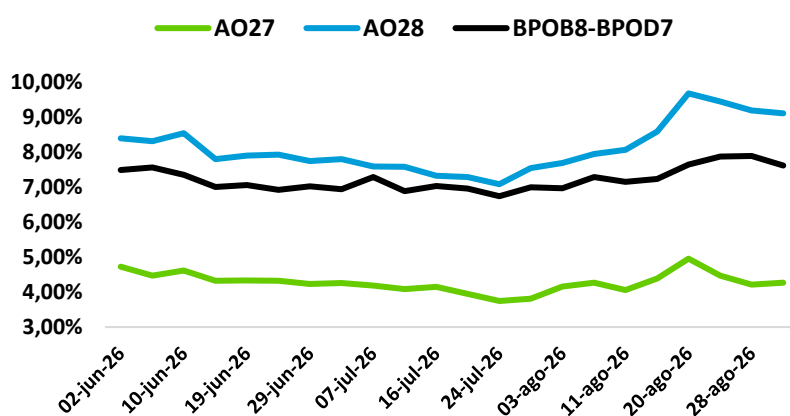
El resultado es una curva con dos niveles claramente diferenciados. Hasta las elecciones —aproximadamente 1,15 años de duration— los bonos rinden en promedio cerca de 7% TEA; más allá, en torno a 11% TEA. Esa pendiente de 400 puntos es la medida directa de la prima electoral, y la forward entre el AO27 y el AO28, cerca de máximos en la zona de 16,5% TEA, implica un riesgo país de aproximadamente 1.200 puntos hacia el vencimiento del bono más largo. Nuestra tesis es que esos niveles incorporan una incertidumbre que no se corresponde con la mejora sostenida de los fundamentos —superávit fiscal, cuentas externas favorables por energía y agro—, y que los spreads de legislación, por encima del promedio desde el ballotage 2023, ponen valor en rotar de ley extranjera a ley local.

Riesgo País (EMBI Argentina)



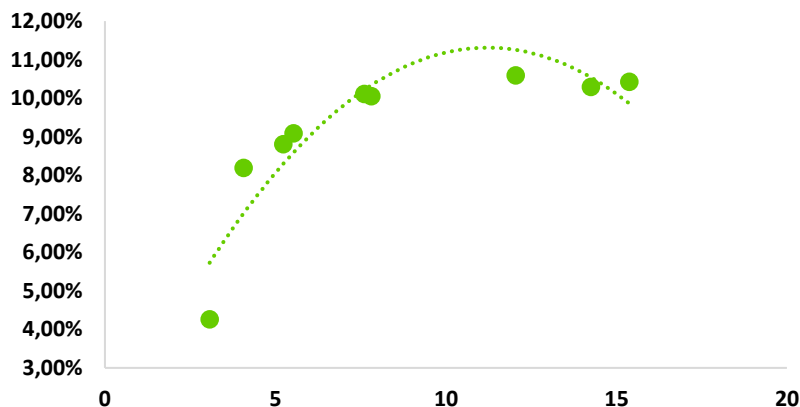
Fuente: Club de Finanzas en base a Bloomberg.

Evolucion de Rendimientos - Soberanos USD



Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.

Curva de Rendimientos - Soberanos USD (duration vs. TIR)



Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.



Club de Finanzas UADE

Miembros:

Nazareno Taus

Tomás D'Acciavo

Nicolás Pisi

Rocco Abalsamo

Rocco Rodríguez

Pablo Gustavo Salina

Director de Carrera Lic. en Finanzas

Karina Elizabeth Díaz

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.