



**Equipo de Research:**

Nazareno Taus

Rocco Abalsamo

Nicolas Pisi

Tomás D'Acciavo

Rocco Rodriguez

## Shock Energético Global

### ***BCRA e inflación***

La inflación de febrero se estabilizó en 2,9%. El BCRA mantuvo su racha compradora con USD 1.400 M en marzo, acumulando USD 4.100 M en lo que va del año gracias a, entre otros factores, la liquidación del agro.

### ***Tensiones globales***

El conflicto con Irán disparó el Brent a un pico de USD 120, reavivando temores inflacionarios y presionando al alza las tasas de los *Treasuries*, mientras el mercado descarta recortes en EE.UU. para 2026.

### ***Liquidez y tasas***

El Gobierno viró hacia una política más laxa, bajando encajes y expandiendo la liquidez. Esto comprimó las tasas cortas, que pasaron del 2,5% al 2% de TEM, buscando dinamizar el crédito y la actividad.

### ***Actividad y salarios***

Aunque el EMAE de enero creció 0,4% (récord histórico), la recuperación es dispar. El consumo sigue afectado por salarios que pierden frente a la inflación, especialmente en el sector público (-1,1% en enero).

### ***Financiamiento del Tesoro***

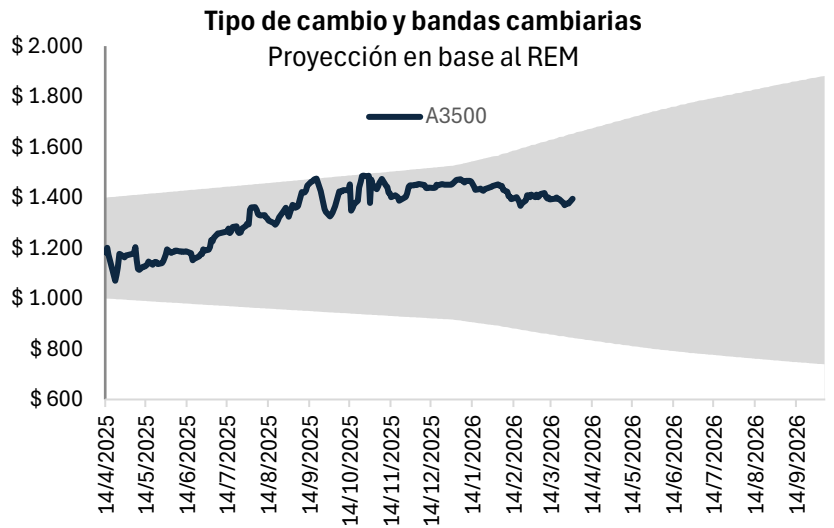
La volatilidad externa devolvió las TIRs de los bonos en dólares al doble dígito. A pesar de esto, el Tesoro logró extender plazos capturando liquidez local mediante la colocación exitosa de Bonar 27 y 28.

## Contexto Macro Local

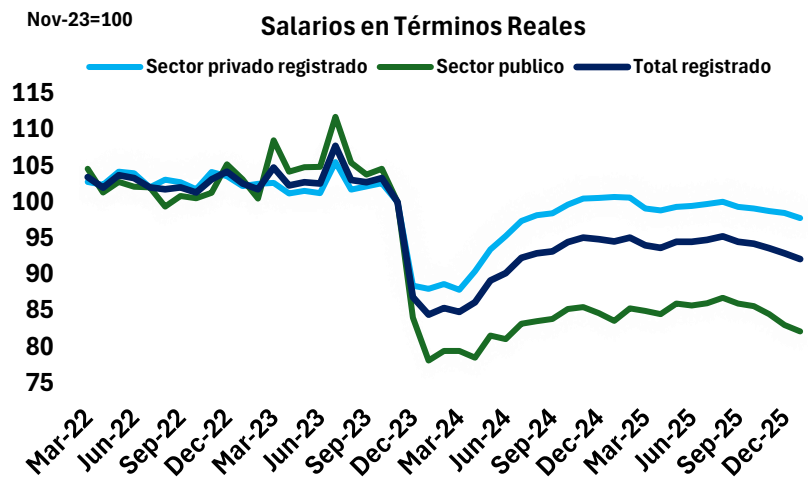
El BCRA compró dólares por un monto de USD 1.400 M y lleva acumulados USD 4.100 M en lo que va del año, en un contexto donde el tipo de cambio toca mínimos desde octubre del año pasado y se posiciona a una distancia cercana al 20% de la banda superior. Varios factores permiten esta dinámica: por un lado, el saldo comercial de bienes se mantiene en niveles elevados, traccionado sobre todo por una caída más marcada de las importaciones (-11,8% i.a.). A eso se suman los ingresos netos por colocaciones de ONs y, en menor medida, flujos vinculados al carry trade. A su vez, el agro aceleró las liquidaciones en las últimas ruedas, superando los USD 100 M diarios y, así, dando lugar a un exceso de dólares que permite mantener el mercado de cambios sin volatilidad en un contexto internacional delicado.

Por otro lado, el EMAE de enero aumentó 0,4% en términos mensuales desestacionalizados y marcó un récord histórico. Sin embargo, la recuperación económica es heterogénea, con sectores ganadores (agro, minería, energía) que se ubican cerca de un 15% por encima de nov-23 y perdedores (construcción, industria, comercio) que todavía continúan por debajo del momento de asunción de la actual administración. Una recuperación más homogénea debería venir de la mano de una mejora de los salarios reales y del crédito, variables que no vienen avanzando. Por un lado, los salarios reales siguen perdiendo terreno (-0,7% privado registrado y -1,1% público en enero), debido a la inflación creciente (2,9% en febrero, sin ceder desde jun-25); por otro, el crédito aún sigue bajo y desacelerando (+0,6% mensual real desestacionalizado en feb-26, frente a +5,4% mensual que crecía en feb-25).

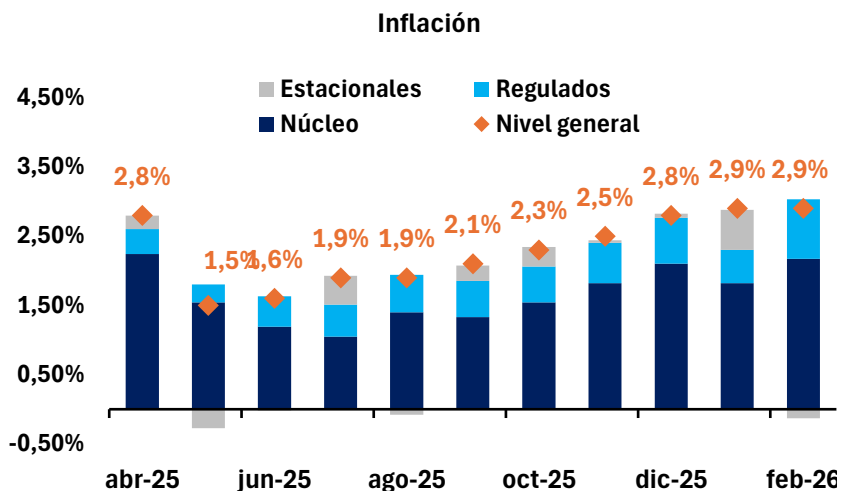
En respuesta a esto, el gobierno pareciera virar hacia una política monetaria más laxa, con baja de encajes y alta liquidez en el sistema (más detallado en la sección Renta Fija Pesos). Esto señalaría una concentración algo más enfocada en la actividad que en la inflación, en contraposición de lo que venía sucediendo durante todo el mandato. Sin embargo, para confirmar esta postura es necesario ver cómo actúa el equipo económico frente a un dólar más demandado y un tipo de cambio más cerca de la banda, algo que podría ocurrir en la segunda parte del año, luego de la cosecha gruesa y, en consecuencia, con menor oferta de dólares.



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BCRA



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a INDEC



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a INDEC

## Contexto Internacional

El mes de marzo estuvo caracterizado por la intensificación de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente. En particular, la escalada del conflicto con participación de Irán consolidó un escenario de mayor incertidumbre, con efectos sobre los precios de la energía, las expectativas de inflación y las condiciones financieras internacionales.

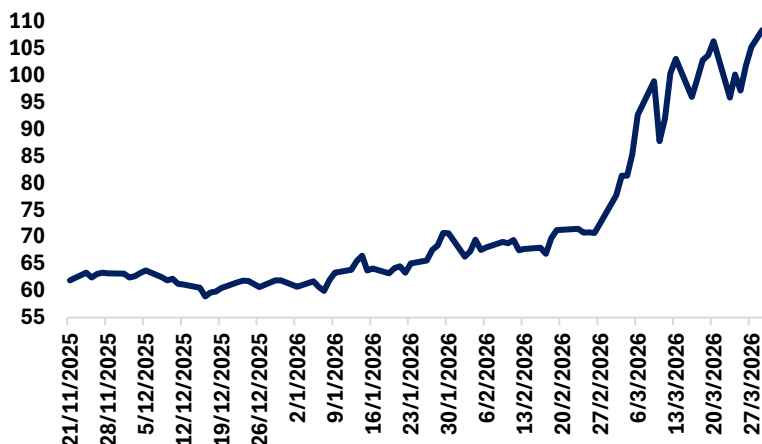
El sostenimiento del bloqueo del Estrecho de Ormuz, punto estratégico por el cual transita el 20% del comercio global de crudo, reforzó los temores de disrupciones en la oferta, impulsando al alza los precios del petróleo y elevando su volatilidad, donde pudimos ver una suba durante las primeras dos semanas del mes desde los USD 75 por barril de petróleo hasta los USD 100, mientras que al final del mes, el precio se encuentra en los USD 110.

En este contexto, el encarecimiento de la energía comenzó a trasladarse a precios a través de distintos canales, reavivando las presiones inflacionarias a nivel global. Como consecuencia, se observó una revisión en las expectativas del mercado respecto al sendero de política monetaria, particularmente en Estados Unidos, donde comenzó a consolidarse un escenario de tasas de interés más elevadas por un período prolongado. En este sentido, el mercado actualmente no descuenta recortes de tasas hasta 2027 en contraste con la expectativa previa de relajación monetaria durante 2026.

La suba de tasas en economías centrales y el fortalecimiento del dólar global tendieron a erosionar el apetito por riesgo, afectando los flujos de capital hacia las economías emergentes. Por otro lado, los elevados precios en commodities constituyen un factor de soporte para aquellos países exportadores, mejorando sus términos de intercambio y perspectivas externas.

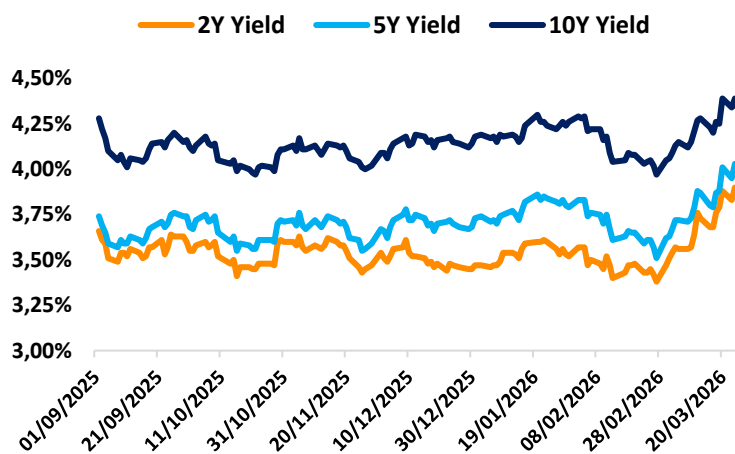
En cuanto a la Argentina, si bien se encuentra geográficamente alejada de la zona de conflicto, el impacto del nuevo escenario internacional resulta mixto, dado que el incremento en los precios de los commodities mejora los términos de intercambio y potencia la generación de divisas, pero a la vez este contexto genera presiones al alza sobre la inflación local a través del combustible, así como con un contexto financiero internacional más restrictivo, que tiende a limitar el acceso al financiamiento y el apetito por activos de riesgo.

Precio Brent



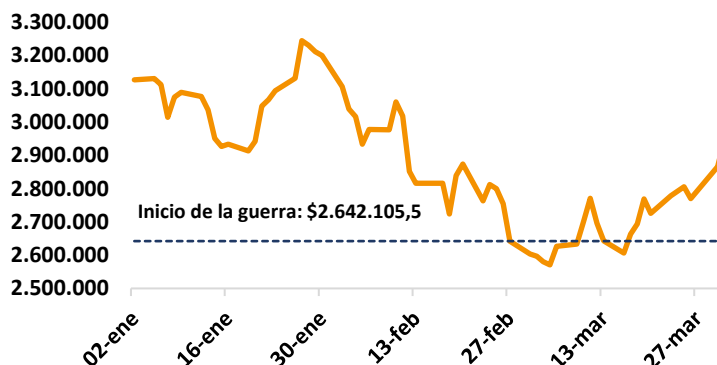
Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Bloomberg

Evolución de Tasas de Treasuries



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Bloomberg

Precio Merval



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Bloomberg

## Renta Fija en Pesos

Según lo anticipado en el informe del mes de febrero, en marzo observamos una imperante preocupación y reacción del equipo económico ante la evolución de la actividad (Ex agro, minería y pesca) y creciente mora. Lo que en la licitación del 25-feb parecía una señal de incomodidad con el nivel de tasas nominal (y sus efectos en los niveles de actividad, créditos y mora), se convirtió en una nueva normalidad en el ámbito monetario.

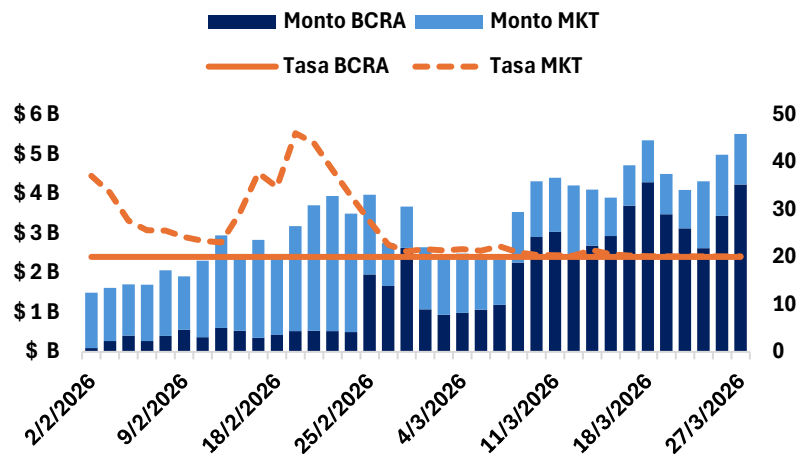
En base a lo estimado, desde el 25-feb el BCRA se mantuvo tomador en la rueda REPO de A3 en al menos ARS 1 billón. Destacamos este monto, ya que es observable que cuando el BCRA se mantiene tomador por al menos ARS 1 billón, las tasas *overnight* se mantienen estables; tasas que hoy actúan de “referencia”.

Esta política monetaria se vio sostenida de una manera particular. Si observamos las licitaciones del mes (12/3 y 27/3), donde se absorbieron ARS 0,8 y 3,08 billones respectivamente, dicho escenario podría interpretarse como movimientos *hawkish*; pero cuando vemos la película completa, vemos que hubo un constante “colchón de liquidez” en el mercado de pesos, generado por compra de reservas sumando ARS ~1,8 billones, operaciones de mercado secundario con volúmenes inusuales, y liberación de encajes en títulos por ARS ~3 billones.

El exceso de liquidez a lo largo del mes se expresó en la marcada empinación de la curva de tasa fija, llevando las tasas cortas de 2,5% a 2% de TEM en promedio. La decisión de no extender duration es explicada por la incertidumbre en cuanto a la tendencia inflacionaria a mediano plazo. El Tesoro, quien es naturalmente optimista en cuanto a la tendencia inflacionaria, dio a entender en la última licitación que se encontraba cómodo con las tasas reales a largo plazo, ofreciendo y adjudicando TZXS7 y TZXS8 por un total de ARS 5.92 billones, pero no con las nominales a esos plazos, ofreciendo únicamente un título a julio 2026.

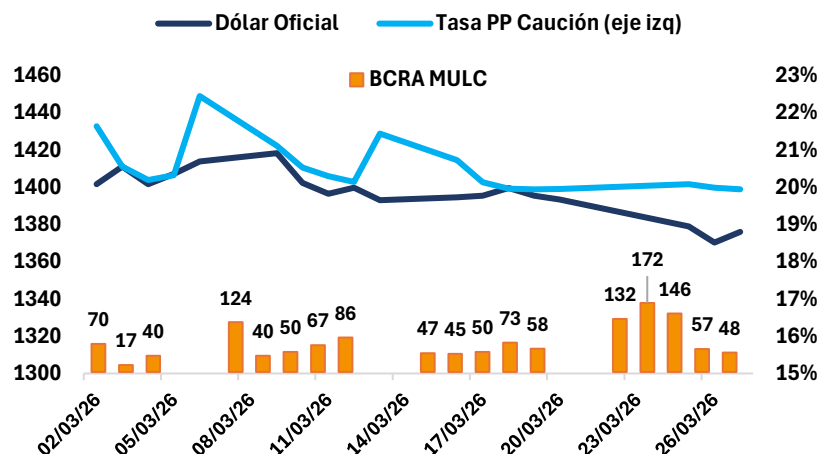
El éxito del Tesoro en su política monetaria dependerá estrictamente de que los inversores recorten en la valuación de los bonos, la “prima de riesgo” por inflación. Ante la intención de mantener una política *dovish*, el factor determinante será el incremento de la demanda de dinero.

Volumen Operado Rueda REPO



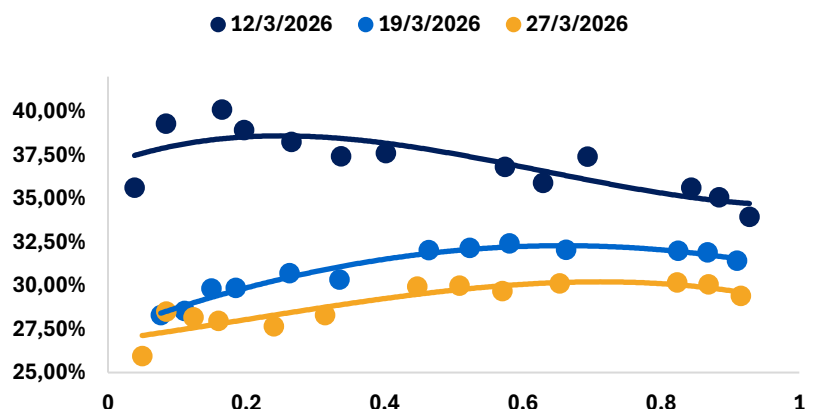
Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BCRA

Oficial vs Caución vs MULC



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BYMA

Comparación de Curvas de Tasa Fija



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BYMA

## Renta Fija en USD

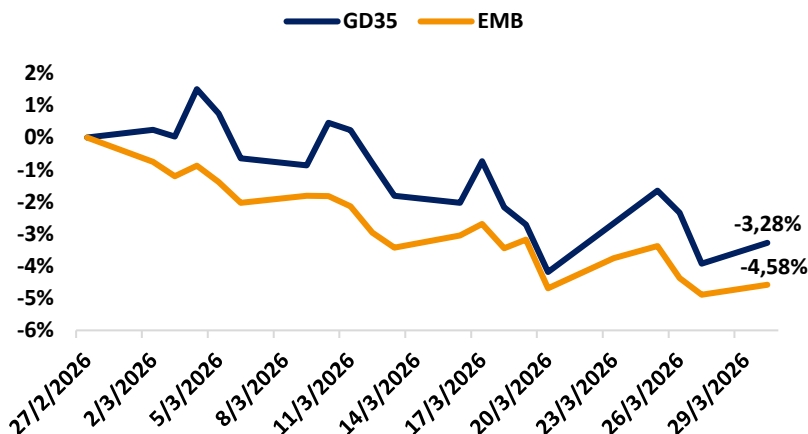
Durante marzo, el factor dominante para hard dollar volvió a estar del lado externo: la volatilidad global elevó la prima por riesgo y reordenó precios vía la curva de Treasuries, con sesgo alcista en el tramo medio/largo y una dinámica de “higher for longer” que comprimió el apetito por duration. En ese contexto, las curvas soberanas en USD quedaron más atadas al movimiento del riesgo libre y al clima global que a los drivers domésticos, con los Globales más largos regresando a TIR de dos dígitos.

En paralelo, se observó en los Globales un flujo vendedor de fondos internacionales que, ante el aumento de volatilidad (y típicamente por restricciones o rebalances), venden posiciones líquidas para hacer caja. Este tipo de venta suele ser más “técnica” que “fundamental”: no implica necesariamente un deterioro idiosincrático, pero sí amplifica movimientos en activos de beta alta como Argentina. Por eso, en varios tramos del mes predominó una dinámica más *flow-driven* que *fundamental-driven*.

Aun así, el frente doméstico aportó un amortiguador: las compras del BCRA en el MULC continuaron a buen ritmo. En ese marco, el tramo corto mostró mejor comportamiento relativo y las licitaciones en USD siguieron capturando demanda local. En particular, el Bonar 27 continuó recibiendo ofertas elevadas, volvió a colocarse el máximo disponible de USD 150 M, esta vez a una tasa de 5,12% (al precio máximo de la licitación). En cambio, el Bonar 28 también tuvo un nivel de demanda importante, colocando USD 150 M por tope, con un rendimiento TNA de 8,52%, validando un costo mayor para extender duration. Esto refuerza la lectura de que alargar plazos más allá del ciclo electoral utilizando financiamiento local puede volverse más caro para el tesoro, en parte por la prima asociada al riesgo electoral al vencer bajo la próxima administración.

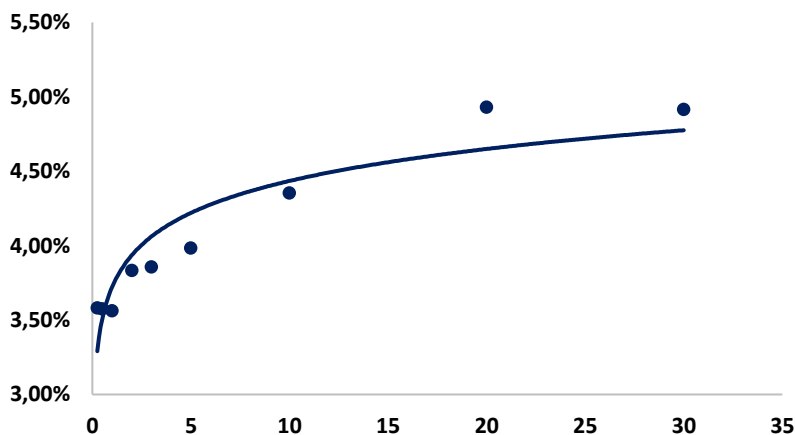
De cara a abril, el balance de riesgos sigue condicionado por el frente externo: una guerra prolongada puede sostener presiones sobre el costo de vida e influir en expectativas de inflación en EE.UU.; si además persisten dudas fiscales, la consecuencia probable es presión alcista sobre las tasas a lo largo de la curva de Treasuries, afectando a la renta fija internacional y, por arrastre, a emergentes.

GD35 vs EMB - Variación %



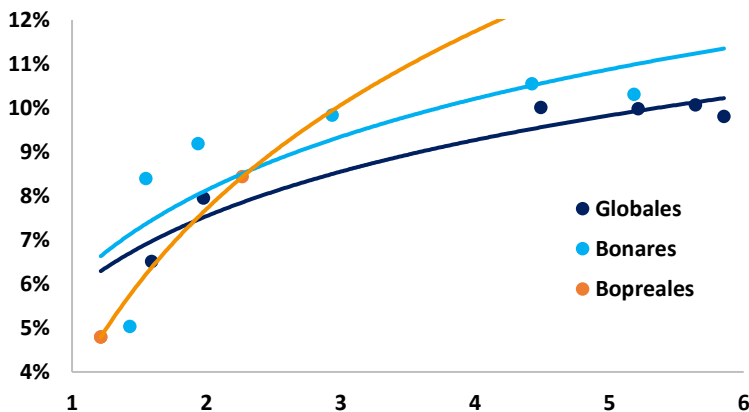
Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Bloomberg

Curva de Treasuries



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Bloomberg

Curva de Soberanos Hard Dollar



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Bloomberg



# Club de Finanzas UADE

## Miembros:

Nazareno Taus

Tomás D'Acciavo

Nicolás Pisi

Rocco Abalsamo

Facundo Cisco

Martina Crosetto

Santiago Quintero

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.