



Equipo de Research:

Nazareno Taus

Rocco Abalsamo

Nicolas Pisi

Tomás D'Acciavo

Rocco Rodriguez

Señales Contrapuestas

Dólar e inflación

La inflación de marzo fue 3,4%, pero los indicadores adelantados perfilan una desaceleración hacia el 2,4% en abril. El BCRA acumuló compras por USD 2.770 M, anclando el tipo de cambio por debajo de los \$1.400.

Frente externo

La tensión en Medio Oriente consolidó al crudo por encima de los USD 110. En paralelo, una Reserva Federal más dura empujó la tasa de los *treasuries* a 10 años al 4,42%, encareciendo el financiamiento global y limitando el apetito por riesgo emergente.

Tasas en pesos

Luego de tocar mínimos durante la primera mitad del mes, las tasas cortas rebotaron producto de una extracción de liquidez neta de 0,44 billones. Hoy encuentran un valor de equilibrio en el rango del 22% al 26% de TNA, dependiendo de la política de absorción del Central.

Nivel de actividad

La caída del 2,6% del EMAE en febrero golpeó fuertemente a la industria y la construcción. Esto se tradujo en una baja del 12,1% en la Confianza en el Gobierno, aunque sectores como el automotriz muestran señales de recuperación hacia marzo.

Bonos en dólares

El mal clima internacional y dudas locales arrastraron a los bonos Globales, devolviendo el Riesgo País a la zona de los 600 pbs. Pese al contexto adverso, el Tesoro logró apoyarse en la demanda local y colocar USD 848 M adicionales en títulos AO27 y AO28.

Contexto Macro local

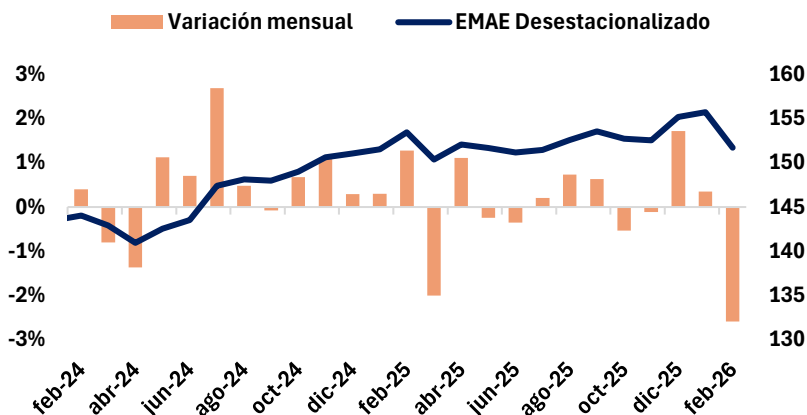
Quedó atrás un mes con señales contrapuestas en términos macroeconómicos. Entre los datos más relevantes se destacó el EMAE, que registró una caída de la actividad económica del 2,6% mensual desestacionalizado en febrero, marcando la contracción más pronunciada desde diciembre de 2023. Este dato refuerza lo que venimos señalando en informes anteriores: la recuperación continúa siendo heterogénea. En particular, se observaron caídas en sectores industriales (el IPI manufacturero retrocedió 4%) y, adicionalmente, el agro corrigió tras el salto registrado en enero asociado a la cosecha de trigo.

En este contexto de transformación de la matriz productiva, el empleo se ve afectado debido a su mayor concentración en los sectores más rezagados (industria, comercio y construcción), lo que se refleja en una caída del Índice de Confianza en el Gobierno -medido por la UTDT- de 12,1% en abril respecto a marzo. No obstante, algunos indicadores adelantados de actividad comienzan a mostrar señales de recuperación hacia marzo, como la producción de automóviles (+5% s.e.) y el Índice Construya (+1,3% s.e.).

En cuanto a precios, la inflación de marzo registró una variación mensual de 3,4%, impulsada principalmente por aumentos en combustibles (+7%) y educación (+12,1%). Sin embargo, los datos de alta frecuencia sugieren una desaceleración en abril, que registraría en torno a 2,4%.

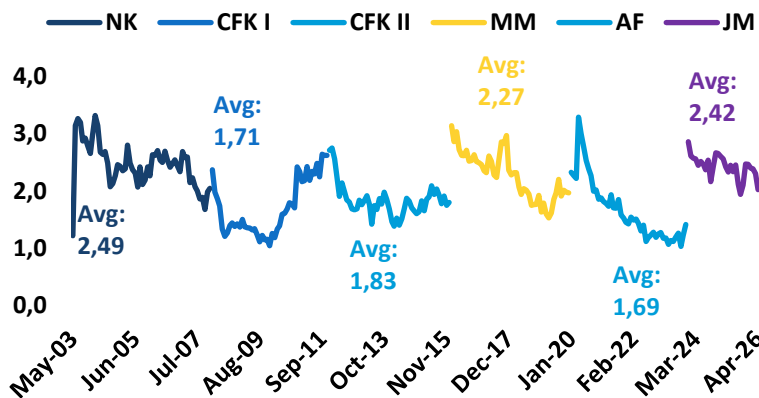
Por su parte, el frente cambiario mostró una dinámica más favorable. El BCRA continuó con su racha compradora y acumuló USD 2.770 M en un contexto en el que el tipo de cambio se mantuvo por debajo de los \$1.400 durante la mayor parte del mes. Esta dinámica respondió a una combinación de factores: una demanda de cobertura reducida (FAE en mínimos desde noviembre de 2025), una sólida oferta de divisas impulsada por exportaciones de bienes récord en marzo (USD 8.645 M), el crecimiento de los préstamos en dólares (USD 1.148 M en abril) y el desempeño del sector agropecuario, donde las excelentes campañas de trigo y maíz compensan el retraso de la cosecha gruesa de soja, que de todas formas promete una elevada entrada de divisas en los próximos meses.

Actividad económica



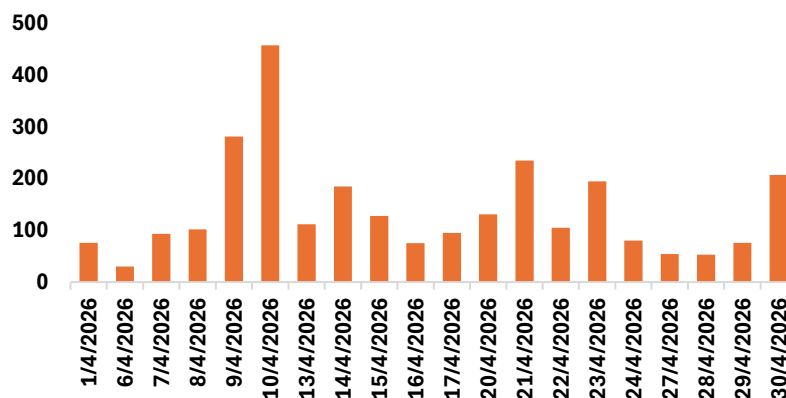
Fuente: Club de Finanzas en base a INDEC.

Índice de Confianza en el Gobierno (ICG)



Fuente: Club de Finanzas en base a UTDT.

Compras de reservas del BCRA
En millones de USD



Fuente: Club de Finanzas en base a BCRA.

Contexto Internacional

Durante abril, el conflicto en Medio Oriente continuó sin avances concretos en el plano diplomático, consolidando un escenario de tensión prolongada más que de escalada. Las negociaciones entre Estados Unidos e Irán no lograron destrabarse, manteniéndose el bloqueo sobre el Estrecho de Ormuz y reforzando la incertidumbre en torno al comercio energético global.

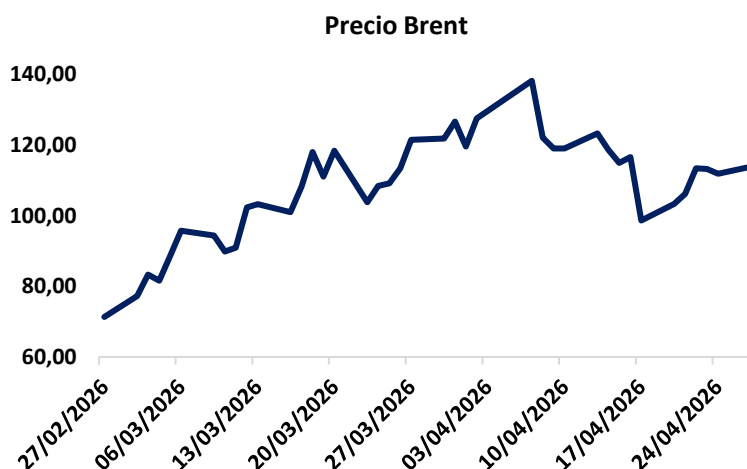
En este contexto, el petróleo continuó con la tendencia alcista iniciada los meses previos, donde pudimos ver nuevos máximos en su precio, sin embargo, llegando hacia finales del mes, el precio comenzó con un pequeño retroceso, cerrando apenas por encima de los USD 110 por barril, en un movimiento impulsado por la persistencia de riesgos sobre la oferta más que por nuevos shocks.

A diferencia del mes previo, la reacción de los mercados financieros fue más acotada. La volatilidad se mantuvo contenida, con el VIX operando en niveles moderados y lejos de los máximos observados tras el inicio del conflicto. En particular, durante el cierre de mes el índice se movió mayormente en un rango de 16–20 puntos, evidenciando incluso una tendencia a la baja. Este comportamiento sugiere que el mercado comenzó a internalizar un escenario de tensión persistente, pero sin interrupciones adicionales en el corto plazo.

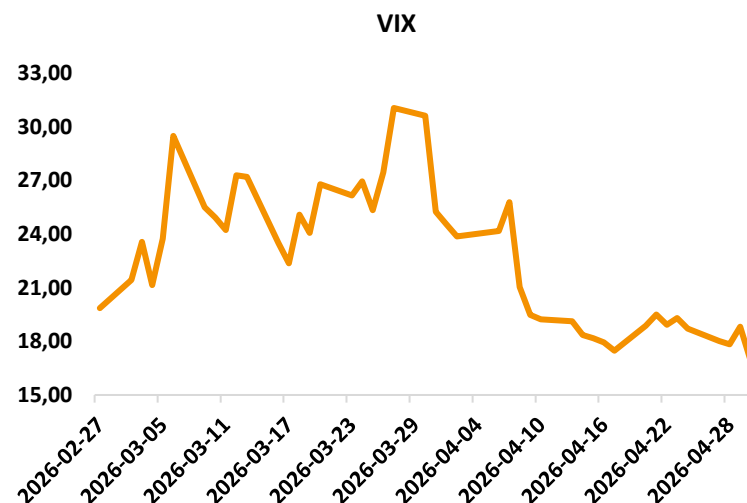
En paralelo, las tasas de los Treasuries sostuvieron su sesgo alcista, con presión en el tramo largo de la curva, en un contexto donde el encarecimiento de la energía continúa condicionando las expectativas de inflación y refuerza la idea de tasas elevadas por más tiempo.

De esta manera, el escenario internacional se mantiene desafiante para los activos de riesgo. Por un lado, los precios elevados de los commodities continúan actuando como soporte para economías exportadoras, pero por otro, el endurecimiento de las condiciones financieras globales y la persistencia de tasas elevadas limitan los flujos hacia mercados emergentes.

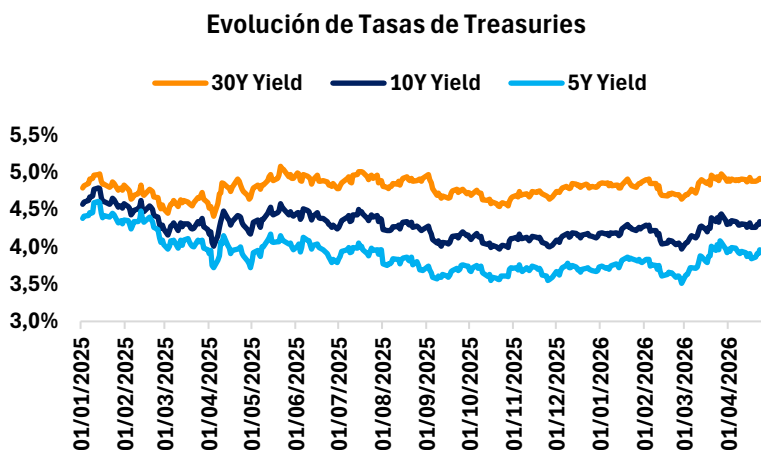
Para Argentina, este contexto implica la continuidad de un impacto mixto: mejora en términos de intercambio y generación de divisas, pero con mayores presiones inflacionarias y un entorno externo menos favorable para el financiamiento y la valuación de activos.



Fuente: Club de Finanzas en base a Bloomberg.



Fuente: Club de Finanzas en base a Bloomberg.



Fuente: Club de Finanzas en base a Bloomberg.

Renta Fija en Pesos

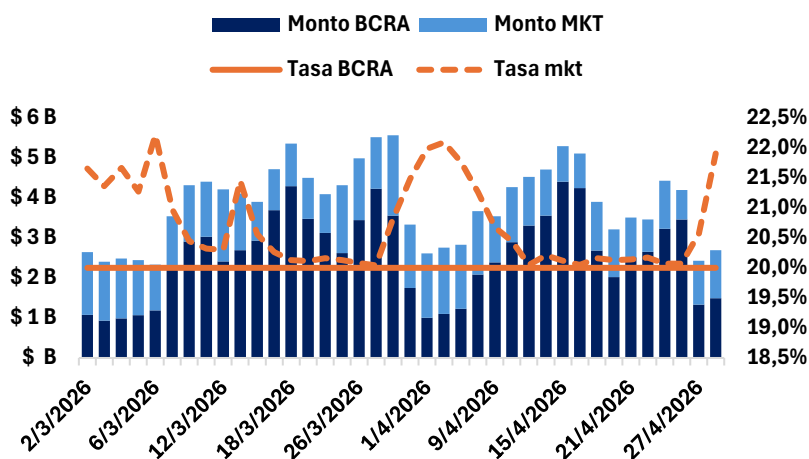
El “Trilema del Tesoro”; compra de reservas, dólar controlado y tasa de interés controlada, se vio opacado por el “círculo virtuoso de compra de reservas”. El segundo fenómeno describe un ciclo, donde la mayor compra de reservas no genera menor oferta de dólares al mercado y por ende un mayor tipo de cambio; sino que lo que genera es un efecto compresión de riesgo país y confianza extra en la moneda nacional, que hace que a pesar de “pararse en el bid”, ese bid se desplace continuamente hacia abajo. O al menos eso vimos las dos primeras semanas de abril con 1.115 M USD acumulado en compras de reservas, las tasas *Over Night* en el piso del 20% y el TC tocando los 1354 ARS.

Pero a mitad de mes, este “círculo virtuoso” mostró fragilidad. Tanto el TC como las tasas se ubicaban en un punto de inflexión donde era esperable debilidad, teniendo en cuenta: 1. TCR en mínimos desde 2018. 2. Títulos en ARS cortos con tasas en mínimos en todo el mandato de Milei ≈ 22% TNA. 3. Tasas negativas en términos reales hasta abril - 2027. 4. EMAE e imagen política a la baja.

Otras de las razones por la cual las tasas cortas rebotaron desde mitad de abril, fue por la extracción de liquidez neta estimada en ARS 0,44 Billones. Este número resulta de comparar lo emitido por los USD 2.769 M comprados por el BCRA, contra las ventas de bonos dólar linked oficiales estimadas en ARS 1,9 Billones, y los rollovers mayores al 100% de las licitaciones del 15/4 y 28/4 extrayendo ARS 2,12 Billones y ARS 0,21 Billones respectivamente.

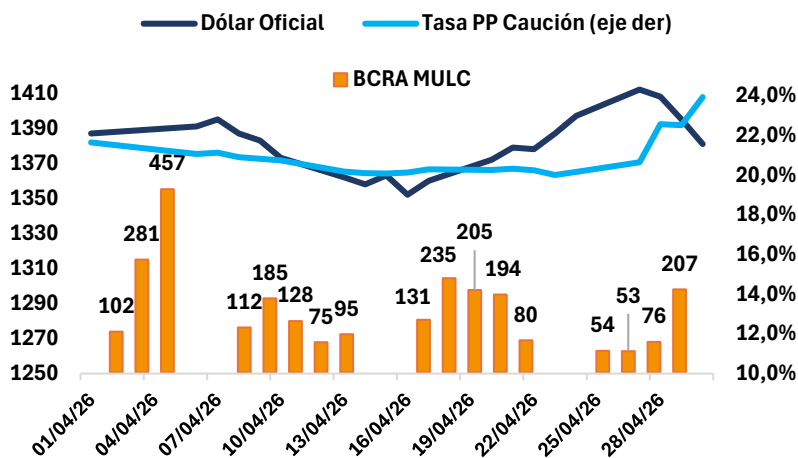
A priori, parecería que las tasas cortas mantienen su Fair Value dentro del rango 22% a 26% de TNA, dependiendo del valor de TC y de la liquidez excedente que el BCRA tome en repo. Esto continuará así, a menos que el mercado comience a descontar una inflación menor para 2026 (que hoy pricea 31%), de modo que la curva pueda comprimir de manera vertical sin tornarse drásticamente negativa en términos reales.

Volumen Operado Rueda REPO



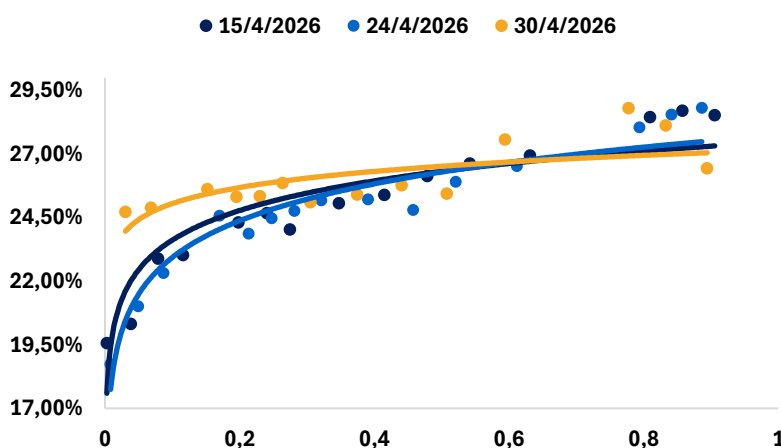
Fuente: Club de Finanzas en base a BCRA.

Oficial vs Caución vs MULC



Fuente: Club de Finanzas en base a BCRA.

Comparación de Curvas de Tasa Fija



Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.

Renta fija en USD

El escenario hard dollar siguió dominado por el frente externo. La escalada en Medio Oriente llevó al Brent por encima de los USD 121, mientras que una Reserva Federal más *hawkish* empujó a la UST10Y a 4,42% y a la UST30Y a tocar el 5%, comprimiendo el apetito por duration emergente.

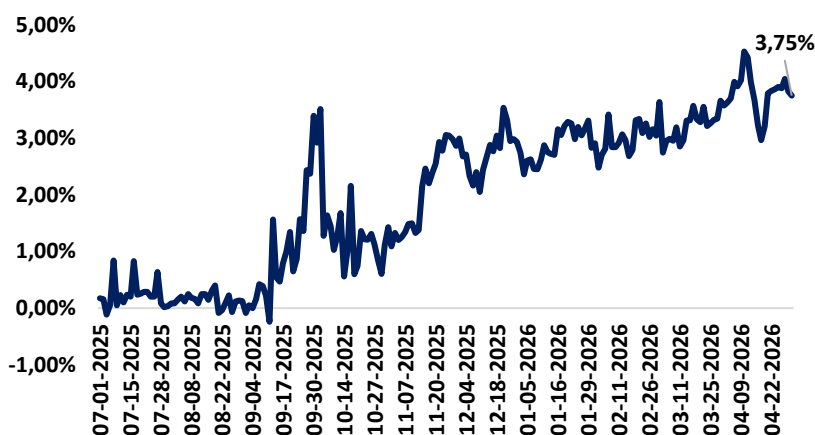
En este contexto, los Globales mostraron una debilidad relativa frente a comparables, encadenando 7 ruedas consecutivas de caídas con una merma promedio de 3,1% contra apenas -0,75% del EMB, lo que devolvió al Riesgo País cerca de los 600 bps antes del rebote del miércoles 29. El deterioro reciente en algunos indicadores de imagen del oficialismo parece haber comenzado a operar sobre los tramos largos, donde pesa el premio por riesgo electoral.

El frente doméstico volvió a aportar un amortiguador relevante. El BCRA continuó con su racha compradora en el MULC a un ritmo de USD 138 M diarios en abril, acumulando USD 6.948 M YTD, aun cuando la liquidación de la cosecha gruesa viene demorada por las precipitaciones, con un *catch-up* esperable para el bimestre mayo-junio. El Tesoro capitalizó la demanda local con una colocación adicional de USD 848 M entre AO27 y AO28, destacándose el Bonar 28 (USD 398 M a TNA de 8,56% contra MEP, equivalente a 10,35% contra Cable). Sumando primera y segunda vuelta, lleva emitidos cerca de USD 2.279 M en ambos instrumentos, aunque el ratio de *oversubscription* viene moderándose.

De cara a mayo, el balance de riesgos sigue inclinado al externo. Una eventual desescalada en Medio Oriente o un desinflado en las tasas largas de Treasuries podría traccionar al crédito *high yield* emergente, mientras que el inicio efectivo de la liquidación gruesa debería reforzar la posición de reservas. Además, la curva hard dollar muestra un quiebre cada vez más nítido entre instrumentos que vencen dentro del actual mandato y aquellos cuyo flujo recae sobre la próxima administración, con tasas forward que reflejan claramente el premio por riesgo electoral.

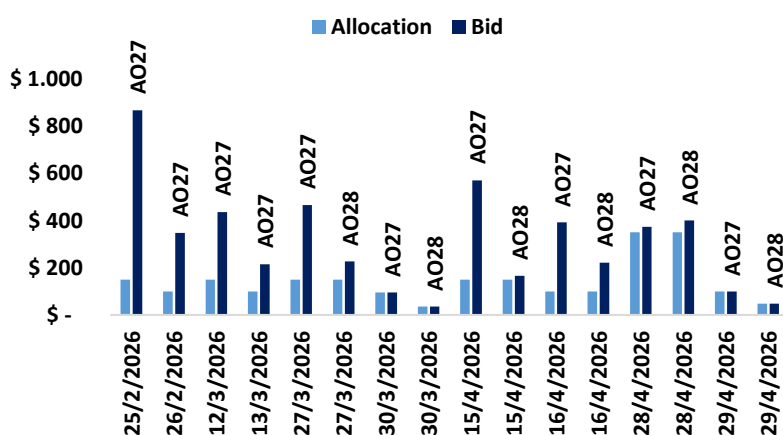
En este marco, consideramos que el monitoreo de los indicadores de humor social, junto con la dinámica de actividad y empleo en sectores trabajo-intensivos, será clave a la hora de calibrar ese diferencial en los próximos meses.

Evolución del Canje



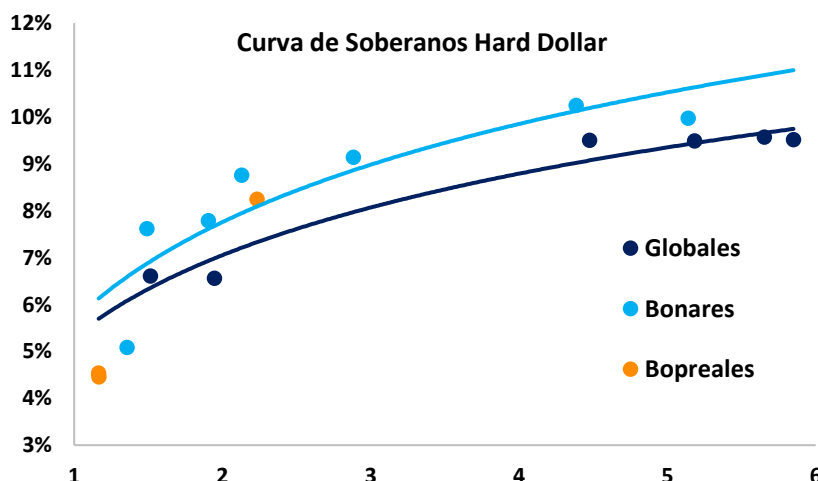
Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.

Adjudicado vs demanda (AO27 y AO28)



Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.

Curva de Soberanos Hard Dollar



Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.



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.