



Equipo de Research:

Nazareno Taus

Bautista Blaiotta

Rocco Abalsamo

Nicolas Pisi

Tomás D'Acciavo

Entre el alivio y la tormenta

Confianza en el Gobierno

En septiembre, volvió a caer el índice de confianza, reflejando un humor social más cauto y dos meses consecutivos de deterioro. Aunque el interior mantiene los niveles más altos, el clima general anticipa un escenario desafiante para el oficialismo en las elecciones nacionales legislativas.

Inflación y precios relativos

El IPC mostró estabilidad en torno al 2% mensual, aportando algo de alivio en la coyuntura. Sin embargo, la inflación núcleo volvió a acelerarse y la brecha entre bienes y servicios confirma que los ajustes tarifarios son el principal foco de presión inflacionaria en el corto plazo.

Mercado cambiario en tensión

Tras la derrota electoral en PBA, el dólar se disparó y el BCRA tuvo que intervenir en forma significativa. La pérdida de reservas y la falta de certezas sobre la capacidad de pago generaron dudas en el mercado, que se tradujeron en un salto fuerte del riesgo país.

Apoyo externo y recomposición

El anuncio de un paquete de asistencia de Estados Unidos y organismos multilaterales trajo un respiro. Con ello, las expectativas se estabilizaron parcialmente y el mercado logró un alivio en el tipo de cambio y en la percepción de riesgo en el corto plazo.

Deuda y financiamiento local

El Tesoro consiguió sortear licitaciones clave en medio de la incertidumbre, apoyado en la baja de tasas del BCRA y en mayor coordinación de políticas financieras. La deuda en dólares, que había sufrido tras las elecciones, protagonizó un rebote fuerte, confirmando la sensibilidad de los activos argentinos al contexto político-financiero.

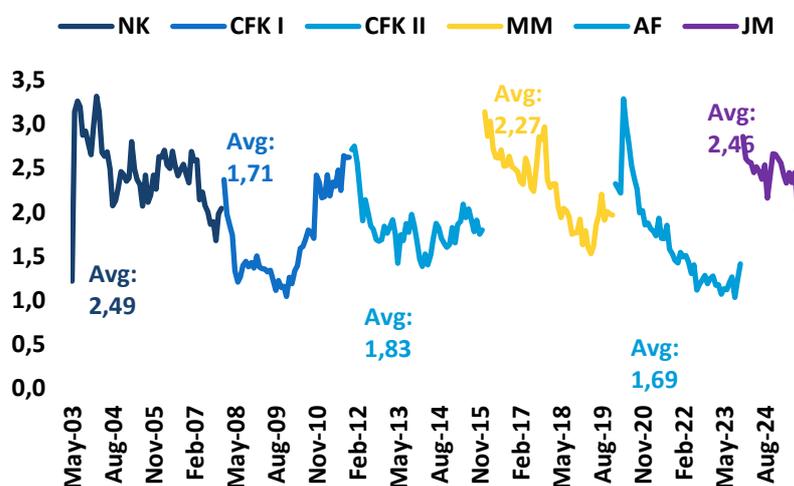
Contexto Macro

En septiembre, el Índice de Confianza en el Gobierno (UTDT) arrojó un valor de 1,94, con una variación negativa de 8,2% respecto a agosto, relevando la segunda caída consecutiva. En comparación histórica, es aproximadamente un 32% menor al mismo mes de 2017, en la antesala de las elecciones de medio término, favorables al oficialismo (donde Esteban Bullrich, por JxC, se impondría frente a Cristina Fernández de Kirchner en PBA). A nivel geográfico, lidera el interior (2,13 pp), seguido por CABA (1,78) y el Gran Buenos Aires (1,62, -3,6% m/m). El dato, si bien es desalentador de cara a las legislativas de octubre, la desaceleración en agosto fue de 13,6%, lo que sugiere cierto freno, aunque sigue siendo negativo en el preludio de los comicios.

Un buen dato para el gobierno nacional fue el IPC de agosto, que se ubicó en 1,9%, repitiendo la foto del mes de julio. La suba acumulada en lo que va del año asciende a 19,5%, mientras que en la comparación interanual alcanza 33,6%, reflejando una clara desaceleración a lo largo de la gestión Milei. Los regulados lideraron (2,7%), mientras los estacionales cayeron 0,8%. Además, se observa una aceleración de la inflación núcleo de 0,5 puntos porcentuales respecto a julio, lo cual es una señal de alerta porque puede interpretarse como la tendencia subyacente de la inflación.

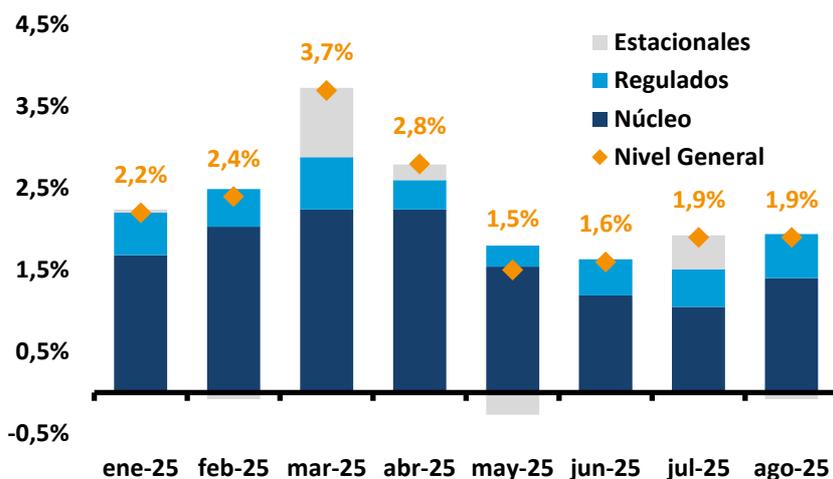
La brecha entre bienes y servicios sigue siendo significativa, aumentando 1,6% y 2,5%, respectivamente, confirmando que el ajuste tarifario y los rubros regulados son el principal factor de presión inflacionaria. Interanualmente, los bienes acumulan un alza de 25,9%, contra 52,4% en servicios, evidenciando un proceso de corrección de precios relativos en curso. En síntesis, agosto dejó inflación estable en torno al 2% mensual, pero con señales mixtas: regulados y servicios marcan el techo, mientras los estacionales amortiguan el aumento. La inflación interanual de 33,6% confirma la trayectoria descendente respecto de 2024, aunque el desafío es consolidar la desaceleración en un contexto donde los servicios y tarifas concentran presiones. Al mismo tiempo, el gobierno nacional deberá dar otra batalla en la actividad, que se resiente desde febrero y no logra estabilizarse. El EMAE de julio mostró un crecimiento de 2,9% i.a., pero con tendencia descendente sesgada por la recesión de 2024; en términos desestacionalizados, cayó 0,1% mensual, marcando un freno en la dinámica de corto plazo tras meses de señales mixtas y tasas reales al alza.

Índice de Confianza en el Gobierno (ICG)



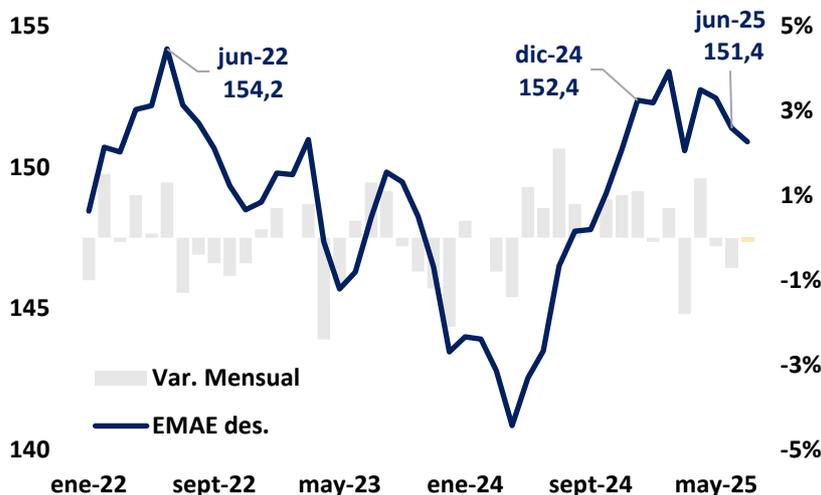
Fuente: Elaboración propia en base a UTDT

Incidencia por Categoría en la Inflación General



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Actividad Económica



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Contexto Macro

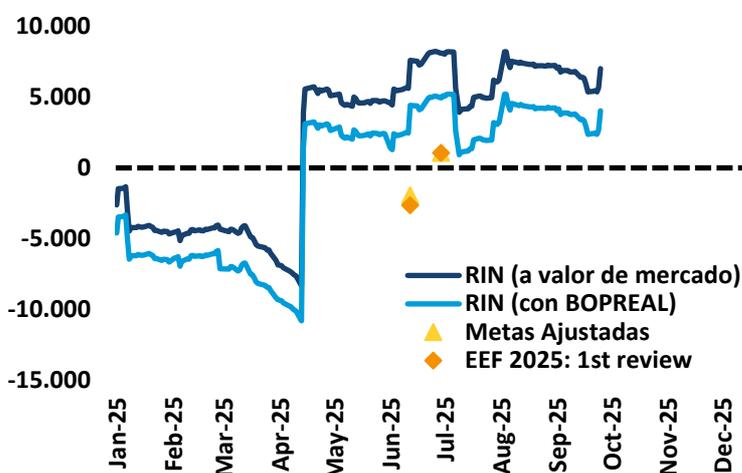
Tras la derrota electoral del oficialismo en PBA el 7 de septiembre, el mercado cambiario reaccionó negativamente: el dólar avanzó de inmediato, superó los \$1.400 y, en cuestión de pocos días, testeó la banda superior. El BCRA se vio obligado a intervenir, algo que no ocurría desde la flexibilización cambiaria de abril. De esta manera, el BCRA vendió USD 1.110 millones en apenas tres ruedas, aún cuando el Tesoro había vendido previo a las elecciones. La pérdida de reservas, sumada a un gobierno nacional que planteaba vender hasta el “último dólar”, encendió dudas sobre la capacidad de pago del país, que enfrenta en 2026 vencimientos por unos USD 13.000 millones. Asimismo, el riesgo país se disparó hasta los 1.450 pbs finalizando la tercera semana de septiembre.

Tras 10 ruedas de tensión y sin drivers a la vista, el lunes 22, el Secretario del Tesoro estadounidense, Scott Bessent, anunció un paquete de apoyo financiero: compra de deuda pública (mercado primario o secundario), un crédito stand-by a través del Fondo de Estabilización Cambiaria y un swap de USD 20.000 millones con el BCRA. Se sumaron el Banco Mundial, que adelantó desembolsos por USD 4.000 millones y el BID que comprometió hasta USD 10.000 millones en los próximos tres años. Esto sucede en un escenario donde el BCRA tiene USD 5.670 millones de reservas netas o USD 2.680 millones descontando el BOPREAL a 12 meses.

En paralelo, el gobierno nacional eliminó temporalmente las retenciones hasta el 31 de octubre de 2025 o hasta alcanzar USD 7.000 millones en DJVE. Ocurrió lo segundo: una oferta extraordinaria del agro completó el cupo en dos días e inundó el mercado de cambios. Tras ambos anuncios, las expectativas se anclaron en el corto plazo: el dólar oficial retrocedió 10% hasta \$1.330, mientras que el riesgo país se desplomó 40% hasta alcanzar los 900 pbs, mismo nivel previo al resultado electoral.

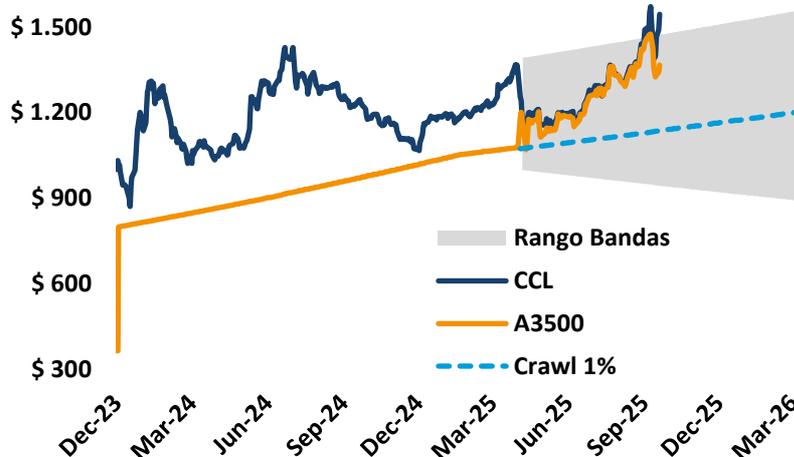
El Tesoro aprovechó la fuerte oferta para recomponer caja y hacerse de divisas. Hasta el 26 de septiembre, se habrían comprado USD 1.677 millones. Sin embargo, el volumen fue menor al esperado y, junto con la falta de precisiones sobre el swap con EE.UU. y una vuelta a la restricción cruzada, el mercado volvió a tensionarse: el riesgo país rebotó hacia 1.200 pbs y el tipo de cambio oficial escaló otra vez hasta la zona de \$1.400, generando una brecha cercana al 8% con el MEP, que cerró en \$1.490.

Reservas Internacionales Netas (RIN) BCRA
En millones de USD



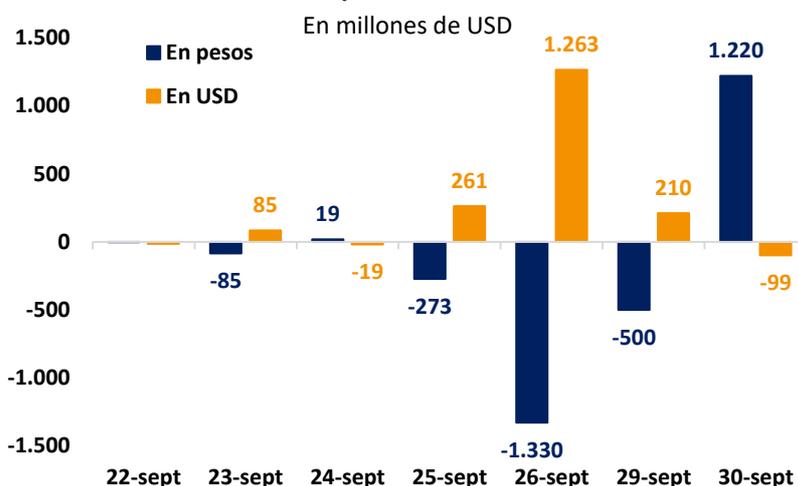
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y 1816

Flotación entre Bandas (± 1% Mensual)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y BYMADATA

Variación de Depósitos del Tesoro en BCRA



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Contexto Macro

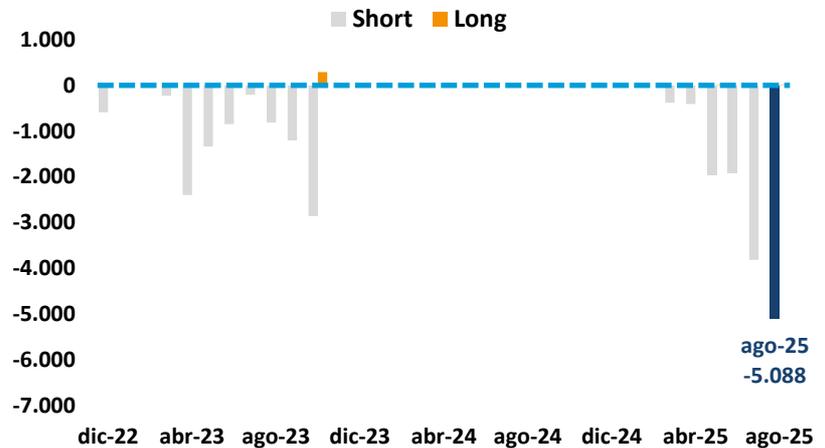
El 23 de septiembre, el BCRA informó su posición de futuros al 31 de agosto, donde reportó un short de USD 5.097 millones, lo que implica un aumento mensual de USD 1.285 millones. Durante el mes, se conoció un comunicado de BYMA, donde anunció que le establece un límite inicial de USD 6.000 millones al BCRA de posición vendida, el cual podría ser extendible hasta USD 12.000 millones. Esto implica, teniendo en cuenta el tope que le establece A3 Mercados (límite de USD 9.000 millones), que la posición vendida del BCRA podría ascender en total a USD 14.000 millones.

El foco de la intervención de manera indirecta en el FX por parte del BCRA no estuvo concentrado únicamente en futuros a lo largo de septiembre, sino que se diversificó producto del acotado margen de intervención vía futuros al estar cerca del límite. Es por esto que, en el canje del 16 de septiembre —donde el BCRA debía canjearle al Tesoro la S30S5—, en vez de rollear contra otro título a tasa fija, eligió llamativamente un dollar linked, particularmente la Lelink de octubre 2025 (D3105). En la última rueda de septiembre, se operaron en total ARS 2 billones, de los cuales el 75% estuvieron explicados por el segmento dollar linked. Particularmente, el volumen excesivo se vio en esta misma letra, lo que sugiere que el BCRA estuvo parado en el offer para mitigar la presión del FX vía venta de títulos.

Tal como mencionamos en el informe mensual pasado, el BCRA estrenaba un nuevo “corredor de tasas”, marcándole el techo a la tasa en la rueda REPO de A3 Mercados y el piso en la rueda simultáneas de BYMA. Durante el mes, se vieron dos recortes fuertes de la tasa por la cual el BCRA venía absorbiendo pesos. La primera baja fue del 45% al 40% el 9 de septiembre, y del 35% al 25% el 24 de septiembre. El monto que viene absorbiendo es de aproximadamente ARS 4 billones, de acuerdo a datos del BCRA.

Posición Reportada del BCRA en Dólar Futuro

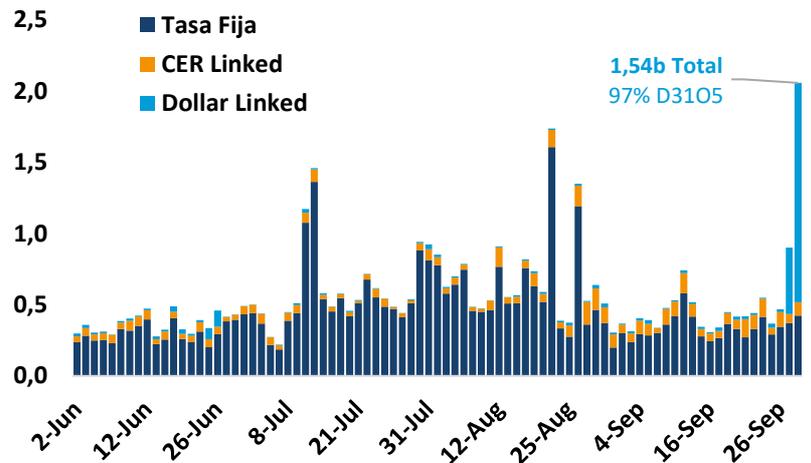
En millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Volumen Total Negociado desagregado por Curva

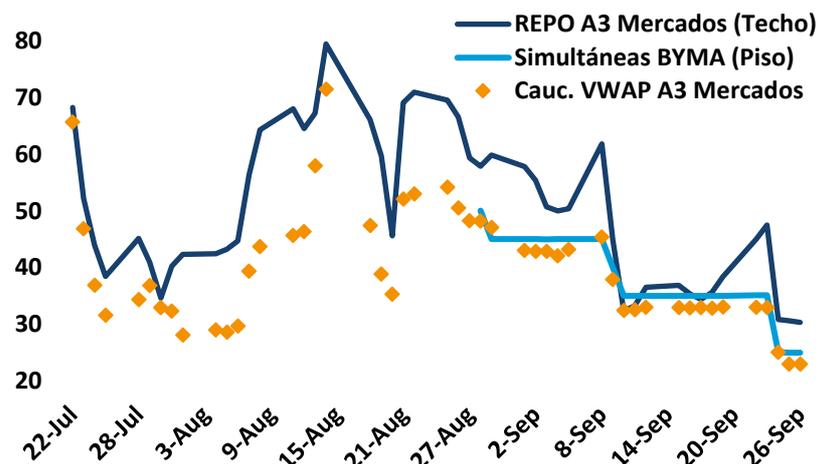
En billones de ARS BYMA PPT (últimos 90 días)



Fuente: Elaboración propia en base a BYMADATA

Dinámica de Tasas

En términos de TNA



Fuente: Elaboración propia en base a BYMA y A3 Mercados

Renta Fija ARS

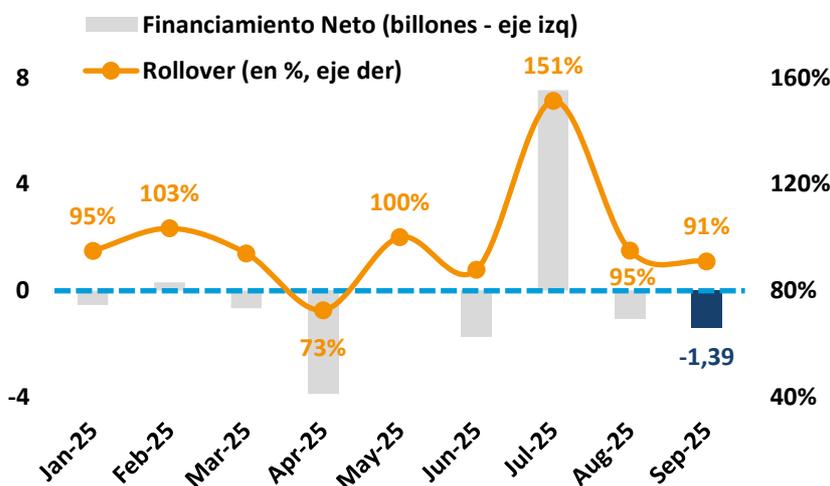
La primera vuelta del Tesoro al mercado fue tan solo 3 días después del revés electoral. En esa licitación, donde vencían ARS 7,2 billones, se pensaba que iba a ser una de las más complejas dentro del calendario, pero sorprendió de manera positiva pagando premios poco significativos. Este comportamiento se observó claramente impulsado por una baja de tasas del BCRA, llevando el piso (BYMA Simultáneas) desde 45% a 40%, causando una compresión de 0,5% TEM promedio en la curva.

Está baja de tasas no creemos que haya sido coincidencia. Es probable que el BCRA haya actuado en conjunto con el Tesoro, para asegurar una buena licitación y estimular la economía ante un escenario de actividad en deterioro. Esta primera licitación logró como resultado un rollover del 91,4%, donde se aprovechó lo no renovado para reforzar al día siguiente una segunda baja de tasas, llevando el piso a 35% de TNA.

Con el pasar de los días, y en un contexto desafiante para las reservas del BCRA, el mercado comenzaba a pricear cada vez más la posibilidad de discontinuación de las bandas. En base a ello, el mercado parecía encontrar al dólar de equilibrio en un precio mayor, y con esto un sell-off de la curva en pesos. Ello oscurecía el panorama para la licitación del 26 de septiembre, hasta que apareció el apoyo norteamericano. Con una renovada y mejorada confianza en la curva de moneda nacional, el Tesoro redujo el piso de tasas a 25%, permitiendo encarar la segunda licitación del mes con menores tensiones.

La clave de esta licitación, no estaba en renovar los ARS 5,6 billones que vencían, sino en poder “aspirar” todos los pesos resultantes tras las compras por USD 1.700 millones de la semana. El Tesoro logró su objetivo con creces, adjudicando ARS 3,9 billones en títulos dollar linked, con principal adjudicación en D31O5 y D28N5. La particularidad de esto, es que esos ARS 3,9 billones, equivalen a USD 2.900 millones, y si sumamos lo operado en el mercado secundario de D31O5 (más la posible expansión del I.A por parte del BCRA), obtenemos un total de oferta de cobertura por USD 4.913 millones. De esta manera, analizando la diferencia contra las compras efectivas del Tesoro hasta el martes 23 de septiembre, observamos una fuerte demanda de moneda extranjera.

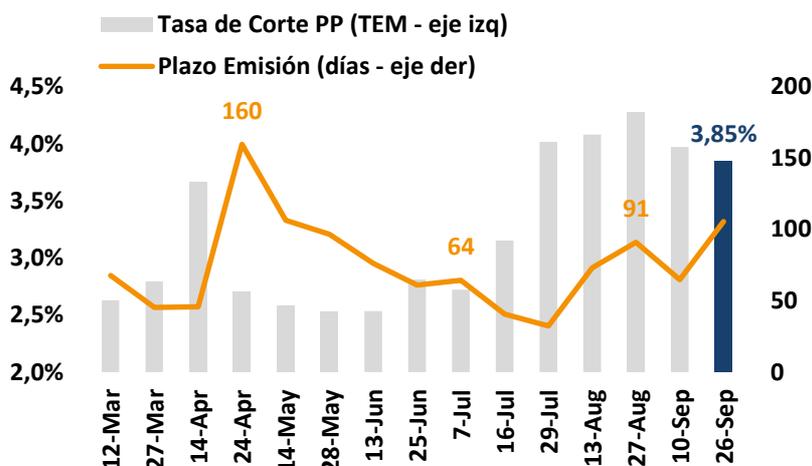
Financiamiento Neto y Rollover Licitaciones Tesoro



Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

Tasa y Plazo ponderado por Valor Efectivo Adjudicado

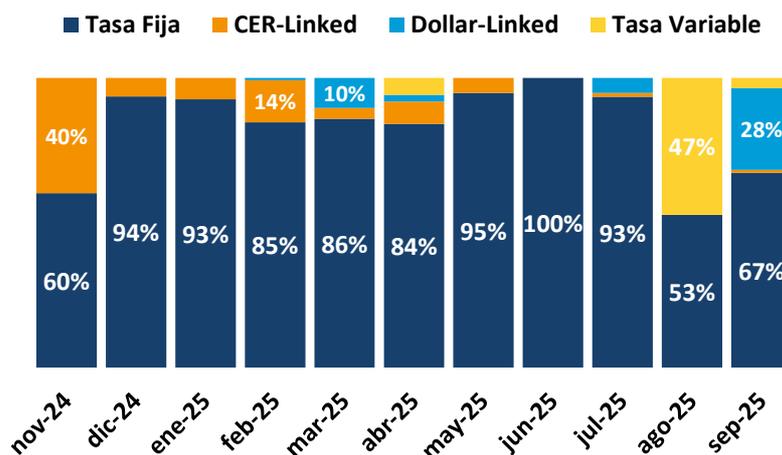
Instrumentos a Tasa Fija



Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

Licitaciones del Tesoro

Porcentaje emitido por tipo instrumento



Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

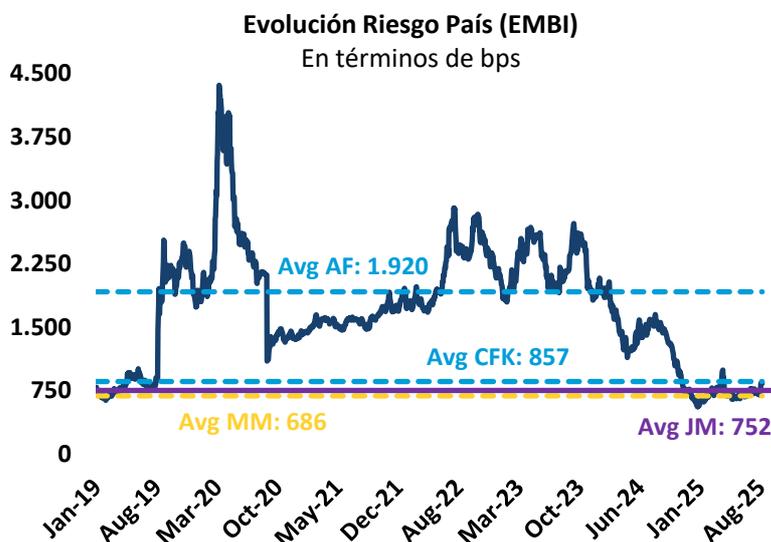
Renta Fija USD

En septiembre, la renta fija en dólares estuvo marcada por una fuerte volatilidad, primero con caídas abruptas tras la derrota electoral de La Libertad Avanza en PBA y luego con un rally significativo tras el espaldarazo de EE.UU. El riesgo país aumentó hasta 1.450 pbs, pero comprimió rápidamente hacia la zona de 900 pbs luego de los anuncios del Tesoro norteamericano.

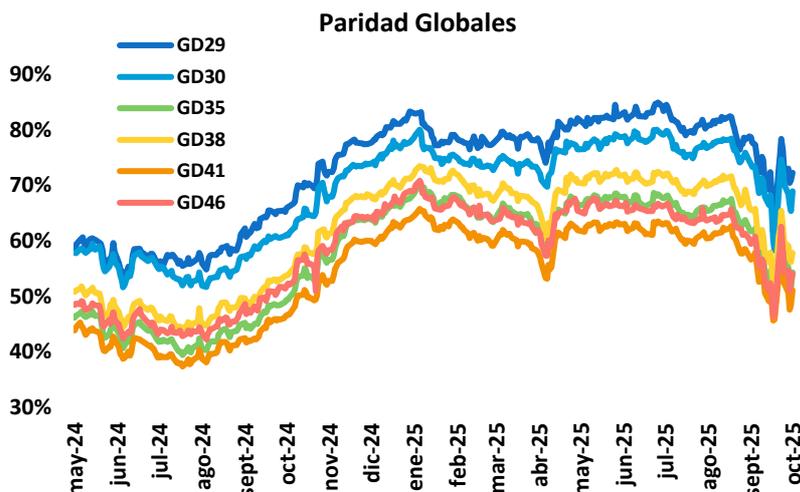
Este cambio de expectativas, se tradujo en una recuperación de entre 18% y 30% en las paridades de los Globales en apenas unos días. El rebote se concentró sobre todo en el tramo medio de la curva, donde títulos como los GD35 y GD41 volvieron a ser los favoritos de mercado por su combinación de duration intermedia y spreads atractivos. Lo que podemos denotar es que, a diferencia del equity, la deuda hard dollar fue la más beneficiada por la mejora en las condiciones financieras, con las paridades promedio ya cerca de niveles pre-elecciones.

La acumulación de reservas netas y la capacidad de pago fueron los motores de la recuperación tras la caída post electoral. Hacia adelante, el rebote de septiembre confirma que los Globales siguen fuertemente atados a las noticias políticas y financieras. La clave para sostener la compresión del riesgo país será combinar apoyo externo con acumulación genuina de reservas, aunque el desenlace dependerá del resultado electoral de octubre.

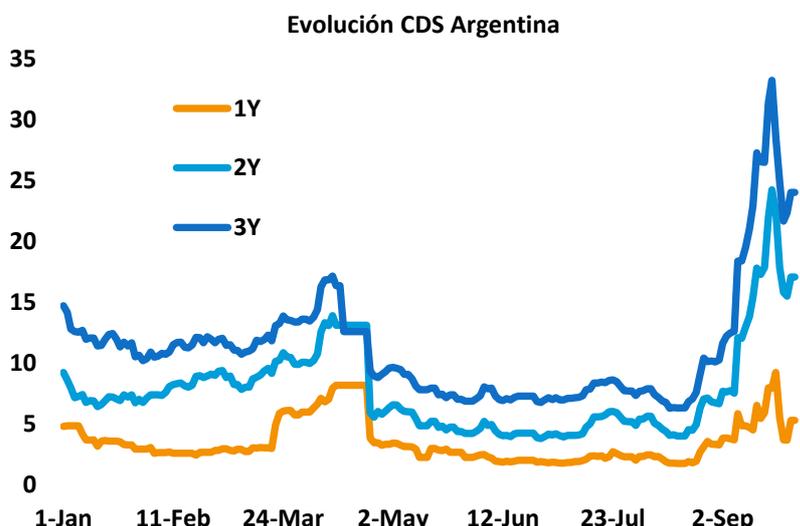
Un termómetro clave de la percepción internacional sobre la sostenibilidad de la deuda soberana es la curva de "Credit Default Swaps". La curva de CDS de Argentina evidenció en 2025 un comportamiento relativamente estable durante el primer semestre, con primas upfront que se mantuvieron en el mismo nivel tanto en el tramo corto como en los vencimientos intermedios y largos. No obstante, a partir de agosto, se produjo un quiebre abrupto, con un fuerte aumento de las primas, provocando un empinamiento de la curva, lo cual refleja un encarecimiento marcado del costo de cobertura frente a un posible default.



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg y Reuters



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg y Reuters



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg y Reuters



Club de Finanzas UADE

Miembros:

Nazareno Taus

Tomás D'Acciavo

Bautista Blaiotta

Federico Martin Alive

Marcos Martínez

Nicolás Pisi

Rocco Abalsamo

Ricardo Contreras Páez

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.