



Equipo de Research:

Nazareno Taus

Rocco Abalsamo

Nicolas Pisi

Tomás D'Acciavo

El Trilema del Tesoro

Acumulación de reservas en un contexto de apreciación cambiaria

El BCRA compró USD 1.158 M en enero en un contexto donde el tipo de cambio se apreció ~2%, impulsado por liquidación del agro (>USD 100 M diarios), emisión privada por ~USD 1.300 M y debilidad global del dólar.

Bandas cambiarias y debilitamiento del ancla desinflacionaria

La mayor flexibilidad de las bandas cambiarias permitió acumular reservas, pero comenzó a desanclar expectativas de depreciación, debilitando el rol del ancla cambiaria en el proceso desinflacionario.

Trilema monetario y presión sobre la tasa en pesos

El mercado de pesos operó bajo un "trilema": sostener el FX, comprar reservas y mantener tasas bajas. Durante enero, la variable de ajuste fue la tasa, con caución promediando 37% TNA vs 20% previo y una curva que permaneció flat por la discrecionalidad del Tesoro.

Licitaciones exigentes y premios crecientes en la curva corta

Las licitaciones mostraron un rollover del 98% pero pagando premios relevantes (\$27F6 +5,3% TNA), evidenciando tensión de liquidez y expectativas cambiantes sobre la política monetaria.

Compresión de spreads y señales de cambio de régimen en hard dollar

En hard dollar, el riesgo país <500pbs, el REPO por USD 3.000 M y la acumulación discrecional de reservas sostienen la compresión de spreads; el diferencial con Ecuador y el spread de legislación muestran que el mercado ya pone en precios un cambio de régimen.

Contexto Macro

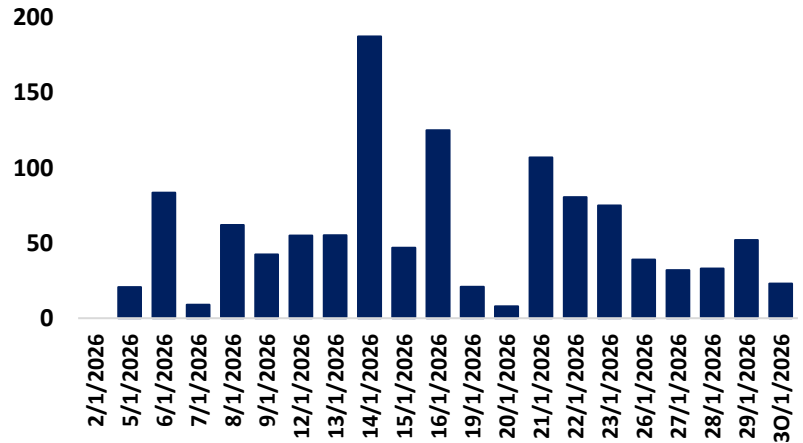
Enero dejó señales positivas luego de varios meses marcados por una elevada volatilidad asociada a la incertidumbre política. El hecho más relevante en términos macroeconómicos fue el inicio de las compras de reservas por parte del BCRA, en el marco del anuncio de la Fase de Re-Monetización (ver informe de diciembre 2025).

Durante el primer mes del año, el BCRA acumuló USD 1.158 M, mientras que el tipo de cambio, lejos de presionar al alza, se apreció cerca de 2%, una dinámica que algunos meses atrás parecía difícil que ocurriera. Este comportamiento respondió a una combinación de factores. I. Aceleración en la liquidación del agro: mientras que en noviembre y diciembre el promedio diario de liquidación rondaba los USD 40 M, en enero superó los USD 100 M diarios; II. Emisión de deuda privada: continuó el ingreso de divisas vía financiamiento privado, que aportó cerca de USD 1.300 M durante el mes, adicionales a los USD 800 M emitidos por la provincia de Córdoba; III. Debilidad del dólar y flujo hacia emergentes: el dólar global se debilitó, con el DXY cayendo a mínimos de 2022, mientras que las monedas de América Latina se apreciaron en torno al 5%, contribuyendo a la estabilidad del peso argentino; IV. Mayor credibilidad del esquema cambiario: la recalibración de las bandas otorgó mayor margen para absorber eventuales shocks adversos sobre el tipo de cambio, reduciendo la incertidumbre y dotando de mayor consistencia al régimen.

La mejora en las condiciones macroeconómicas y, en consecuencia, la acumulación de reservas, se tradujeron en una compresión del riesgo país, que logró perforar el umbral de los 500 puntos básicos. Esta dinámica resulta clave para que el Tesoro recupere capacidad de rollover de los vencimientos de deuda en dolares sin depender de compras de divisas al BCRA (en enero el Tesoro le compro USD 2.157 M para afrontar pagos).

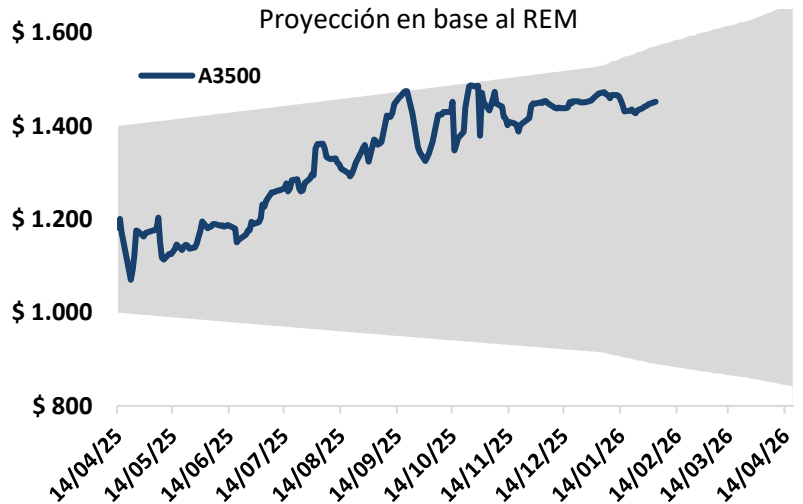
No obstante, la mayor flexibilidad del esquema cambiario comienza a mostrar su contracara en una mayor expectativa de depreciación, eliminando el ancla cambiaria del proceso desinflacionario (ver último informe). Por su parte, el EMAE registró en noviembre una contracción mensual del 0,3% respecto de octubre.

Compras de reservas del BCRA
En millones de USD



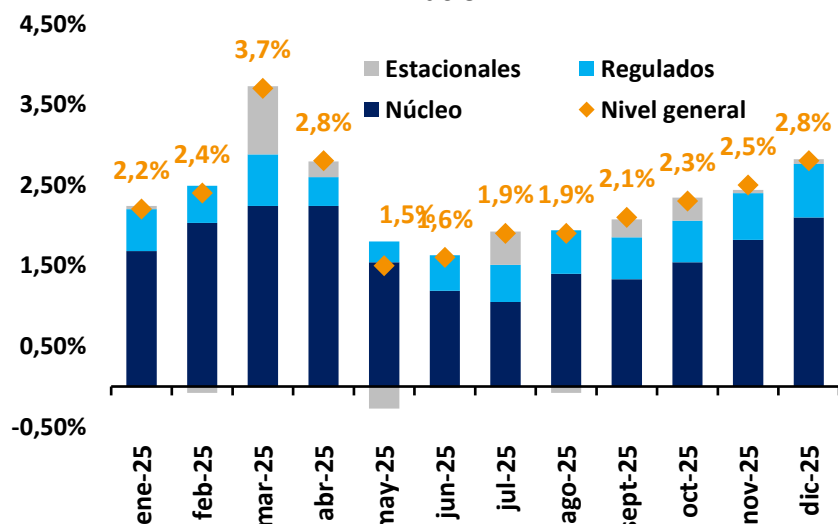
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Tipo de cambio y bandas cambiarias



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Inflación



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Renta Fija en Pesos

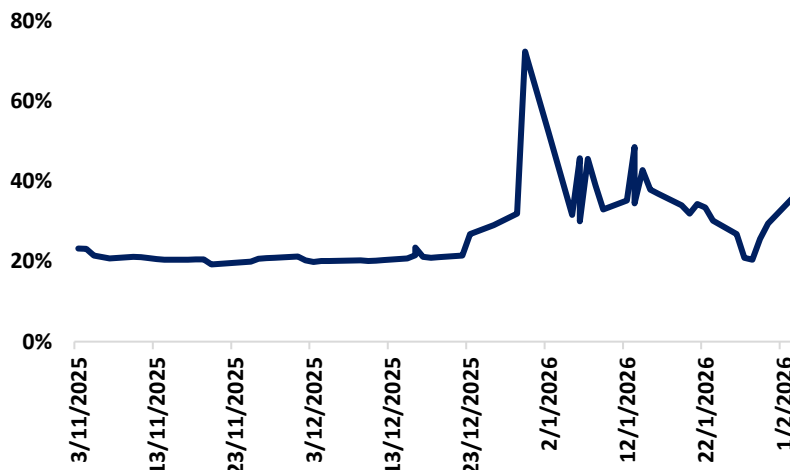
Si nos basamos en la caución, uno de los proxys de liquidez más utilizados por el mercado, enero arrancó con una situación apretada. La tasa que nos venía acostumbrando a un 20% de TNA, se negoció en promedio 37% de TNA en el 80% de las ruedas del mes. Esta situación estuvo atada al comienzo del nuevo esquema de bandas cambiarias, donde el Tesoro en el afán de controlar la cercanía del tipo de cambio al techo de la banda, se mantuvo vendedor en el mercado de dólar linked.

La posición vendedora del Tesoro generó escasez de pesos, situación donde el mercado esperaba una corrección en la primera licitación del mes. Aún así, esta licitación se posicionaba desafiante, dado que vencían ARS 9,6 B, las tasas cortas promediaban el 3,1% TEM y el Tesoro contaba con tan solo ARS 3,1 B en depósitos en el BCRA, por lo que el margen de maniobra se veía acotado. Cuando el mercado esperaba que el Tesoro hiciera uso de sus depósitos en bancos comerciales, el Tesoro sorprendentemente alcanzó un rollover del 98%, pero pagando un premio considerable, siendo este de 5,3% de TNA en S27F6.

Hoy entendemos que el mercado de pesos opera bajo un clásico trilema, donde tenemos: I. Mantener el tipo de cambio; II. Comprar reservas; III. Mantener las tasas bajas; y claramente, a lo largo del mes, la variable afectada fue la tasa en moneda nacional, hasta que las compras de reservas comenzaron a fondear el mercado en pesos. El mercado comenzó a creer que el gobierno iba a dejar correr un poco el tipo de cambio, para continuar con la compra de reservas y baja de tasas, hasta el 28/1, donde el Tesoro se mostró vendedor en la Lelink D27F6 y en la licitación extrajo ARS 2 B del sistema.

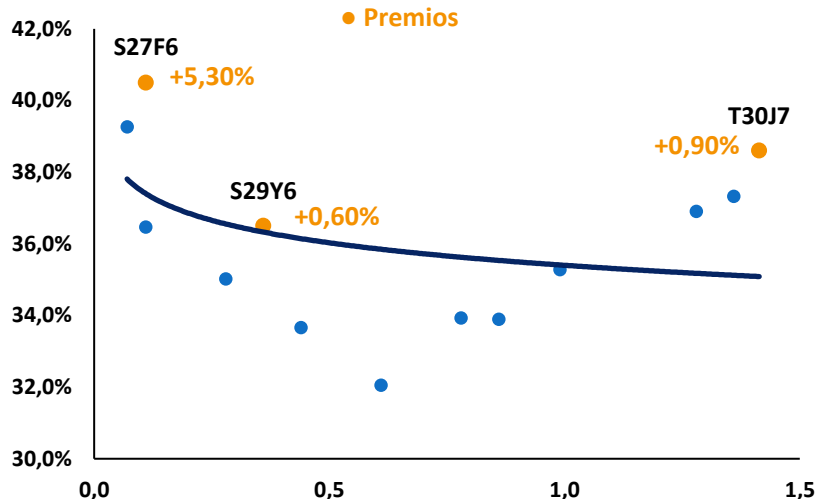
Este constante cambio de expectativas y sorpresas sobre las decisiones de política monetaria, es un reflejo de la alta discrecionalidad con la que el Tesoro lleva el mercado de tasas, y esto a corto plazo, a pesar de tener una mayor liquidez en el sistema, genera que la curva se mantenga flat con las tasas largas reticentes a la compresión. La próxima licitación, donde sabremos más sobre la política de tasa monetaria, será el 11/2 con vencimientos por ARS 9,5 B.

Tasa Caución Promedio Ponderada



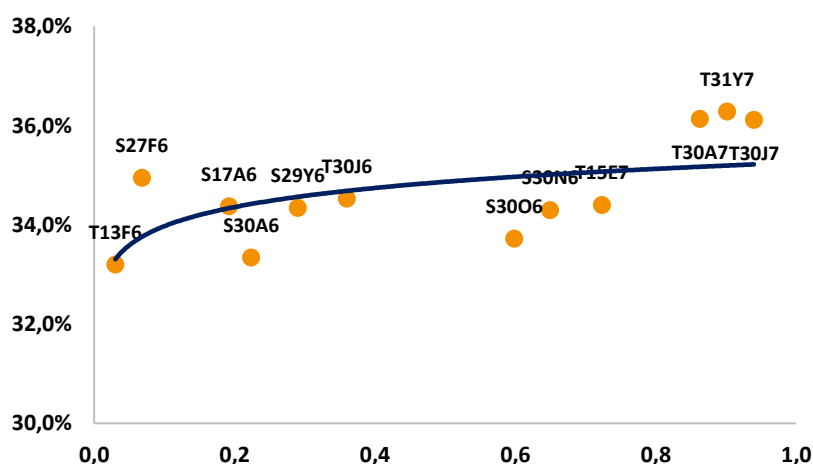
Fuente: Elaboración propia en base a A3 Mercados

Cortes de Licitación 14/01 (TNA)



Fuente: Elaboración propia en base a BYMA y Ministerio de Economía

Curva Tasa Fija al 30/01 (TNA)



Fuente: Elaboración propia en base a BYMA

Renta fija en USD

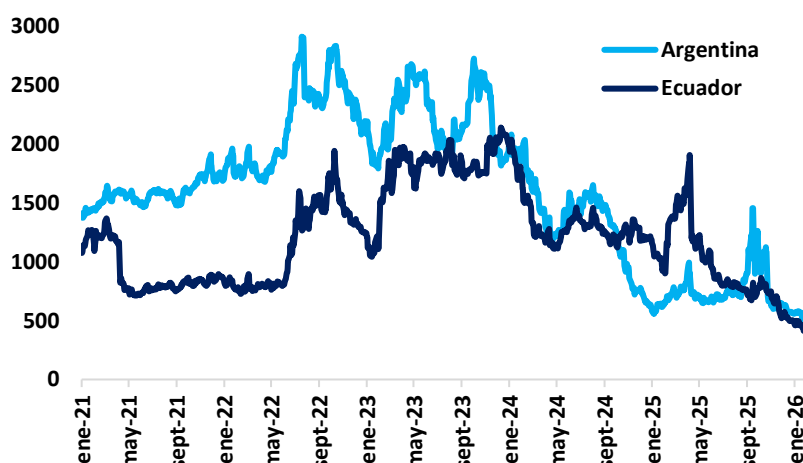
La dinámica de la renta fija hard dollar en este inicio de 2026 está signada por una compresión de spreads estructural que ha desplazado la curva de rendimientos hacia niveles de normalización no vistos en los últimos ocho años. El desplome del riesgo país por debajo de los 500 puntos básicos actúa como un catalizador para la revalorización de los globales, donde la paridad promedio ponderada se sostiene en niveles de recuperación firme, reflejando una menor probabilidad implícita de incumplimiento en el corto plazo. Este escenario se apoya en una rotación de carteras hacia el tramo largo de la curva, sugiriendo un proceso de desinversión de la curva de rendimientos que favorece la extensión de plazos por parte de inversores institucionales en busca de retornos directos.

En el plano operativo, el fortalecimiento del balance del BCRA mediante un esquema de acumulación de reservas discrecional provee el sustento de caja necesario para garantizar los servicios de deuda previstos. La implementación estratégica, al inicio de enero, de una línea REPO por USD 3.000 M a un año ha sido determinante para fijar un piso de confianza desde el arranque del ejercicio, actuando como un seguro de liquidez que despejó el horizonte de vencimientos inmediatos pagados el día 9 de este mes.

Adicionalmente, el contexto internacional refuerza la ventana de oportunidad para los activos argentinos. La renovada búsqueda de rendimiento en mercados emergentes, junto con un mayor apetito por riesgo en un entorno de flujos favorables hacia LATAM, potencia la demanda por deuda soberana con convexidad elevada. La reciente compresión de spreads en países comparables, como lo evidencian emisiones exitosas en la región, sugiere que Argentina podría capitalizar este ciclo de liquidez global para acelerar su reinserción en los mercados voluntarios de crédito, consolidando un cambio de régimen en la percepción de riesgo país.

La convergencia de tasas soberanas hacia niveles de un dígito habilita la posibilidad técnica de un regreso al mercado voluntario de crédito internacional, transformando el perfil de riesgo de Argentina de una narrativa de reestructuración recurrente a una de refinanciación y crecimiento bajo un nuevo paradigma de equilibrio macroeconómico.

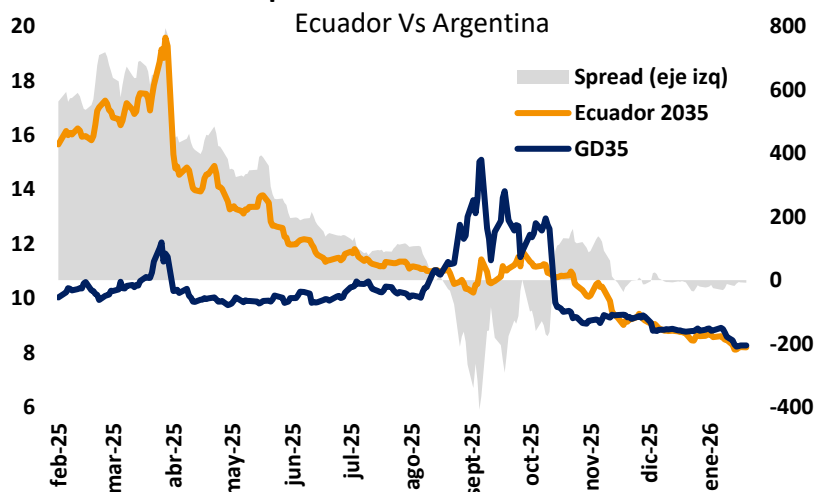
Riesgo País



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

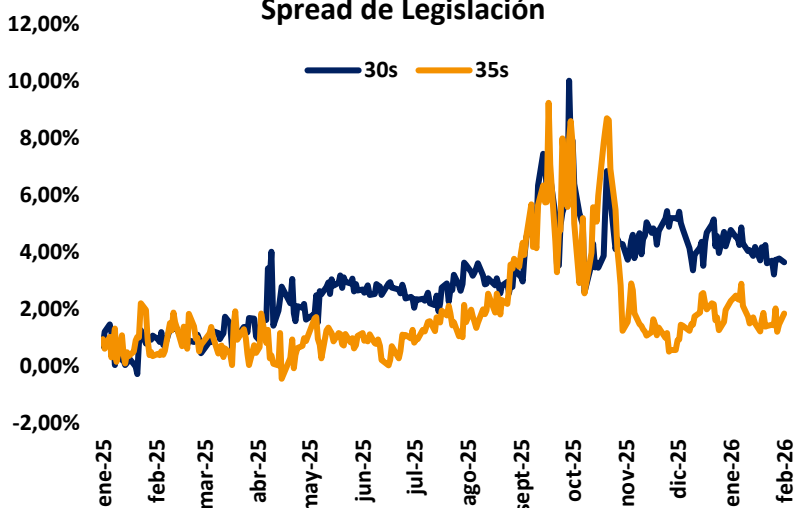
Spread Bonos Soberanos

Ecuador Vs Argentina



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Spread de Legislación



Fuente: Elaboración propia en base a BYMA



Club de Finanzas UADE

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.