



Equipo de Research:

Artaza Germán

Carreira Iván

Fernández Agustín

Pelle Mateo

Dólar estable, riesgo en alza

Actividad en retroceso

El EMAE de julio cayó 2,9% mensual desestacionalizado, la mayor baja desde abril de 2020, mientras el PIB del segundo trimestre retrocedió 0,6% t/t. El consumo privado también mostró debilidad, con una caída de 2,4%, confirmando un deterioro de la demanda interna.

Inflación desacelera, pero con núcleo persistente

El IPC de agosto fue de 1,7% mensual y 33,5% interanual, el registro más bajo desde junio de 2025. Sin embargo, la inflación núcleo se mantuvo cerca de 1,8% y los servicios continuaron mostrando mayor persistencia.

Dólar estable, compras del BCRA débiles

El tipo de cambio oficial cerró septiembre en torno a \$1.517 y se mantuvo lejos del techo de la banda. Aun con una elevada liquidación agropecuaria y un mercado activo de emisiones, el BCRA compró apenas US\$473 M en el mes, el menor ritmo mensual de 2026.

Tasas globales más altas

La escalada en Medio Oriente llevó al Brent nuevamente por encima de US\$100, mientras la Fed subió la tasa 25 pb hasta 3,75%-4,00%. La UST10Y cerró en 5,29%, su nivel más alto desde 2007, endureciendo las condiciones financieras globales.

Soberanos bajo presión

El riesgo país pasó de la zona de 512 pb a 607 pb al cierre, luego de haber tocado 480-485 pb en la primera mitad del mes. Los Globales cayeron 5,8% en promedio, con un castigo especialmente fuerte en el tramo largo, donde las pérdidas llegaron a 6%-7%.

Contexto Macro Local

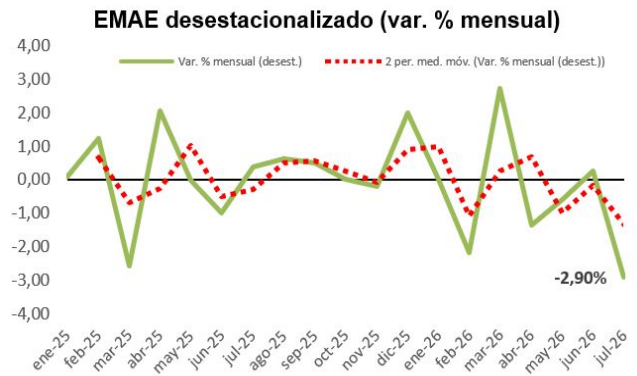
Septiembre dejó una macro a dos velocidades, mientras las variables nominales se mantuvieron relativamente estables, la actividad mostró un deterioro más marcado. El EMAE de julio cayó 2,9% mensual desestacionalizado, la mayor baja desde abril de 2020, y quedó 4,5% por debajo del máximo de marzo. El dato se sumó a la contracción del PIB del segundo trimestre (-0,6% t/t), primera luego de siete trimestres de crecimiento. La debilidad se concentra en la demanda interna, con un consumo privado que retrocedió 2,4% en el trimestre y salarios registrados que apenas variaron 0,2% en términos reales en julio, manteniéndose todavía por debajo del nivel de noviembre de 2023. Por su parte, las exportaciones crecieron 2,5% y continuaron sosteniendo el nivel de actividad. En este contexto, el REM recortó su proyección de crecimiento para 2026 a 2,1%, desde 2,7% en el relevamiento previo y 3,5% en diciembre.

En precios, el IPC de agosto fue de 1,7% mensual y 33,5% interanual, el registro más bajo desde junio de 2025. Sin embargo, la inflación núcleo se mantuvo cerca de 1,8% y los servicios continuaron mostrando mayor persistencia, señal de que la desinflación avanza, aunque de forma más gradual. El petróleo elevado durante buena parte del mes agregó presión potencial sobre combustibles y precios regulados.

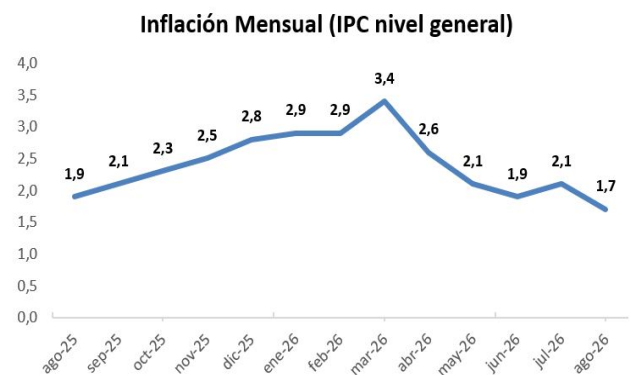
En el frente cambiario, el dólar oficial cerró septiembre en torno a \$1.517, apenas por encima de agosto y todavía lejos del techo de la banda. Esa estabilidad convivió con una **débil acumulación de reservas**, donde el BCRA compró US\$473 M en el mes, un promedio de US\$22 M diarios y el menor ritmo mensual de 2026. Pese a una elevada liquidación agropecuaria y a un mercado activo de emisiones corporativas y provinciales, la demanda privada absorbió buena parte de la oferta, limitando las compras del Central.

A su vez, la estabilidad nominal convivió con una nueva apreciación real, donde el ITCRM cayó 0,9% en septiembre y acumuló una baja de 9,6% en 2026. A pesar del bajo ritmo de compras del BCRA, las reservas netas se mantuvieron en torno a US\$7.500 M, entre los niveles más altos registrados desde 2021.

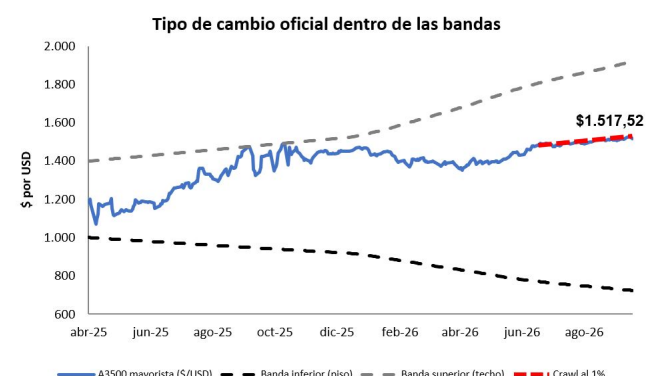
En el plano político, el Índice de Confianza en el Gobierno cayó 5,9% en septiembre, hasta 1,94 puntos. Sin embargo, desde mayo se mantiene alrededor de los 2 puntos, por lo que el dato refleja más un estancamiento en niveles bajos que una nueva tendencia de deterioro.



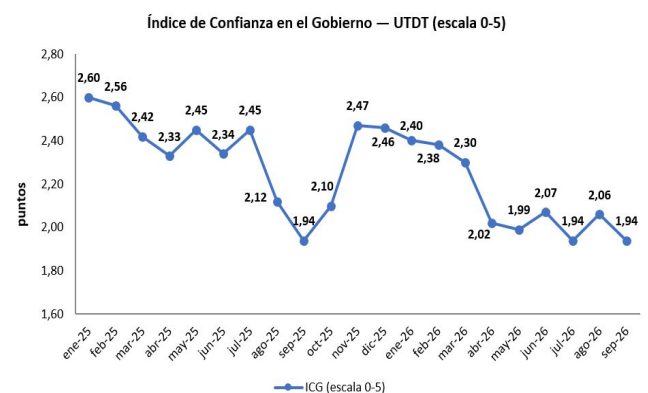
Fuente: Club de Finanzas UADE en base a INDEC



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a INDEC



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Secretaría de Finanzas



Fuente: Club de Finanzas UADE en base UTDT

Contexto Internacional

El panorama internacional estuvo atravesado por la escalada geopolítica en Medio Oriente y por un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras globales. La tensión entre Estados Unidos e Irán en el Estrecho de Ormuz llevó al Brent nuevamente por encima de US\$100 por barril y al WTI a un máximo cercano a US\$105,8 a mediados de mes. Aunque posteriormente hubo una corrección parcial, el crudo cerró septiembre por encima de agosto, con el WTI en torno a US\$90,4 (+5,4%) y el Brent en US\$103,5 (+14%).

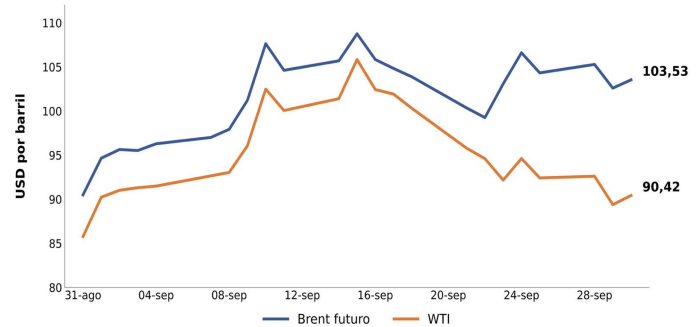
El shock energético encontró a Estados Unidos con una economía todavía firme y una inflación alejada de la meta del 2% anual. En agosto se crearon 162.000 empleos y el IPC interanual se ubicó en 3,4%. En este contexto, la Fed subió la tasa 25 pb, hasta 3,75%-4,00%, en la primera suba desde julio de 2023. La decisión fue unánime y el nuevo dot plot incorporó al menos una suba adicional antes de fin de año, **reforzando la expectativa de tasas altas por más tiempo**.

La curva de Treasuries se desplazó con fuerza al alza: la tasa a 2 años pasó de 4,34% a 4,88%, mientras que la de 10 años subió de 4,75% a 5,29%, su nivel más alto desde 2007. Hacia el cierre del mes, la presión sobre el tramo largo estuvo cada vez más **explicada por el componente real de las tasas y no solo por mayores expectativas de inflación**. De hecho, gran parte del aumento acumulado del Treasury a 10 años durante 2026 respondió a una suba de la tasa real, reflejando un endurecimiento más estructural de las condiciones financieras.

A esta dinámica se sumaron factores de oferta y competencia por capital. El Tesoro estadounidense amplió sus recompras de bonos largos para aliviar transitoriamente el mercado, mientras la elevada emisión corporativa vinculada a grandes proyectos de inteligencia artificial aumentó la competencia por financiamiento de largo plazo. En paralelo, el Banco de Japón elevó su tasa a 1,25% y el rendimiento del bono japonés a 10 años se acercó al 3%, reduciendo el atractivo relativo de los Treasuries y aumentando los incentivos a repatriar capital.

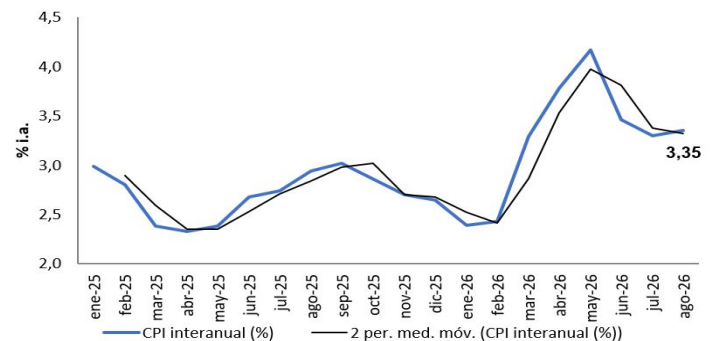
Hacia adelante, el escenario sigue siendo desafiante para las tasas globales. Aunque una moderación del petróleo y de la inflación podría generar alivio, septiembre dejó en evidencia que las tasas largas también están condicionadas por factores estructurales que podrían mantener elevados los rendimientos por más tiempo.

Petróleo en septiembre: Brent y WTI (USD/bbl)



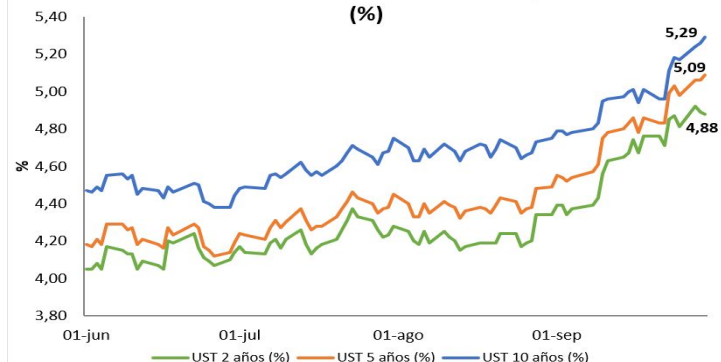
Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Bloomberg

Inflación de EE.UU. — CPI interanual (%)



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BLS

Curva de Treasuries: rendimientos a 2, 5 y 10 años (%)



Renta Fija en Pesos

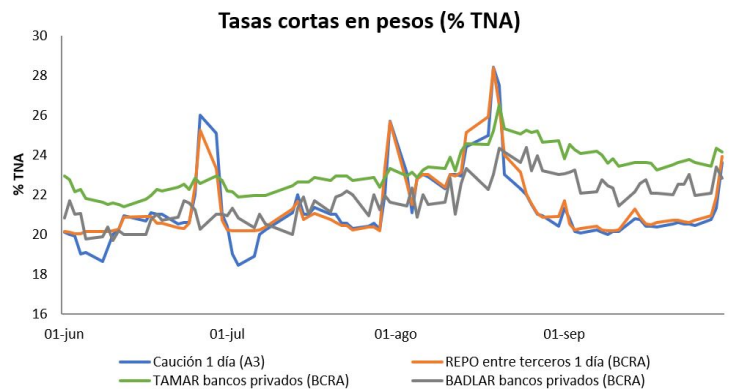
Después de un agosto de estrés en el mercado de pesos, septiembre fue un mes de calma en las tasas cortas. La caución a un día promedió 20,6% TNA, contra 23,0% en agosto, cuando llegó a tocar 28,4%, y la TAMAR de bancos privados bajó de un máximo de 26,5% a la zona de 24%. Solo el cierre de mes interrumpió esa estabilidad, donde el 30/9 la caución subió a 23,6%, un salto similar a los de fines de junio y de julio.

A medida que se intensificó la oferta oficial de cobertura vía dólar linked y futuros, comenzó a absorberse liquidez, donde el stock de repo a un día cayó hasta \$0,9 billones, mínimo desde el 20 de agosto, mientras la caución subió a 23,7% TNA y el repo interbancario a 23,9%. Así, reapareció el trade-off dólar-tasas, con el spot calmo, pero con un costo creciente sobre la liquidez y las tasas cortas.

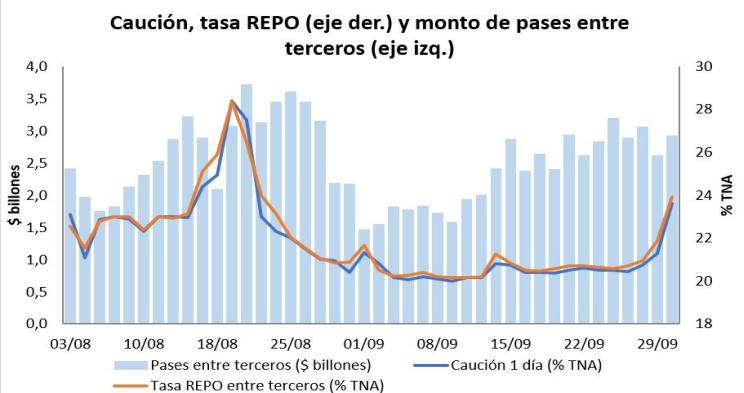
En paralelo, el Tesoro logró atravesar las licitaciones sin sobresaltos de rollover, aunque manteniendo una estrategia defensiva en duration. El 11/9 refinanció 103,5% de los vencimientos y el 28/9 completó un rollover del 100%, adjudicando \$8,62 billones frente a \$8,61 billones que vencían. Finanzas evitó extender vencimientos y **en la última licitación ningún instrumento fue más allá de julio de 2027** y, por tercera subasta consecutiva, quedaron afuera los Bonares.

El rollover completo tampoco fue gratuito. El BONCAP T15E7 se colocó a una TIR de 29,36%, unos 100 pb sobre el secundario; el TAMAR TML27 a 30,84%, cerca de 20 pb por encima; y el BONCER TZXY7 a CER +5,97%, también con premio. Al mismo tiempo, creció la demanda de cobertura cambiaria: los instrumentos dólar linked pasaron de representar 3,4% de lo adjudicado en la primera licitación a 21,2% en la última, y el Tesoro terminó renovando más deuda ajustada al dólar de la que vencía en ese segmento.

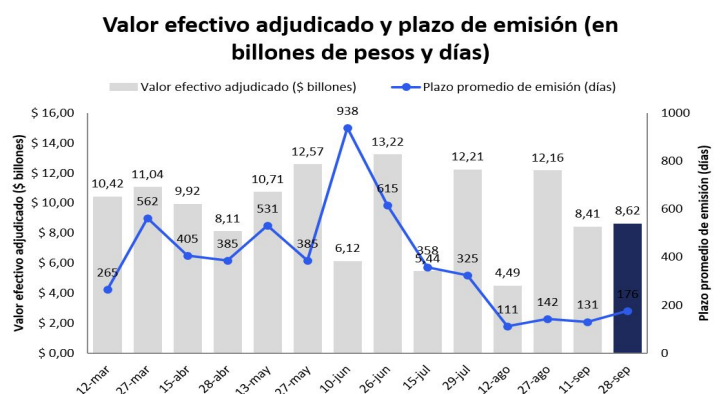
En síntesis, septiembre dejó dos etapas bien diferenciadas, con una primera mitad de abundante liquidez, compresión de tasas y fondeo cercano al piso del BCRA; y un cierre con tasas cortas nuevamente al alza, menor liquidez y un Tesoro que logró rollover completo, pero con mayores premios y sin extender significativamente la duration.



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a A3 Mercados y BCRA.

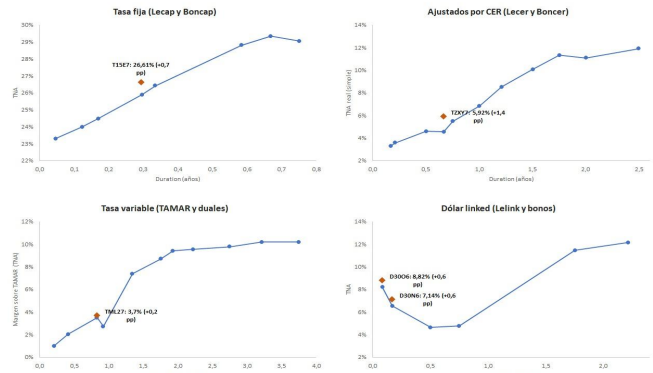


Fuente: Club de Finanzas UADE en base a A3 Mercados y BCRA



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Secretaría de Finanzas y BAVSA

Licitación del 28/9: tasas de corte frente a las curvas del mercado secundario (todo en TNA)



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BYMA, Secretaría de Finanzas y Adcap

Renta Fija en USD

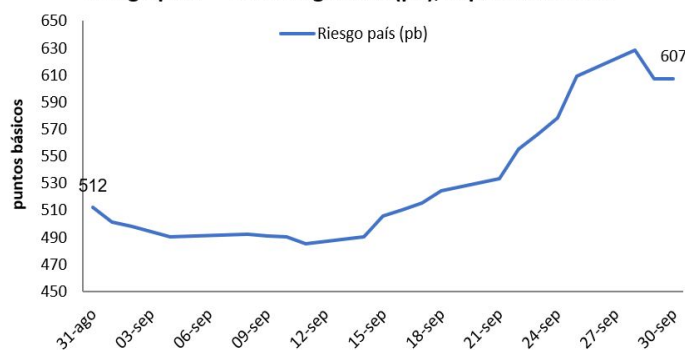
La deuda soberana en dólares mostró un fuerte cambio de tendencia durante el mes. El periodo comenzó con una compresión del riesgo país desde aproximadamente 512 pb hasta la zona de 480-485 pb, acompañada por subas de Globales y Bonares. Sin embargo, esa mejora se revirtió con fuerza durante la segunda mitad: el riesgo país cerró en 607 pb y llegó a superar los 620 pb hacia fin de mes. El precio promedio ponderado de los Globales cayó 5,8%, de US\$77,5 a US\$73,1, acumulando el tercer mes consecutivo en rojo. El castigo se concentró en la duration, donde el tramo corto perdió entre 1,3% y 2,3%, mientras los bonos largos retrocedieron entre 6,1% y 7,0%.

El deterioro respondió tanto al contexto internacional como a factores idiosincráticos. La fuerte suba de los Treasuries elevó la tasa libre de riesgo y presionó al crédito emergente, pero Argentina tuvo un desempeño sensiblemente peor que el EMB, evidenciando que el ajuste no fue únicamente externo. A nivel local pesaron el bajo ritmo de compras de reservas del BCRA, las dudas sobre las necesidades de financiamiento de 2027 y una mayor incertidumbre política de cara al próximo ciclo electoral. La combinación amplió la prima exigida por los inversores y llevó las TIR soberanas nuevamente a niveles de dos dígitos.

La curva también reflejó una marcada diferenciación por vencimiento y legislación. El Bonar 27, que vence antes del cambio de mandato, rindió alrededor de 8,6% y mostró una corrección mucho menor. En cambio, los Bonares 28 y 29, cuyos vencimientos se concentran posteriormente, cerraron con rendimientos cercanos a 13,7% y 14,3%, respectivamente. Entre los Globales, las TIR se ubicaron aproximadamente entre 11% y 12%, mientras los Bonares continuaron exigiendo una prima adicional por legislación local, ampliándose nuevamente los spreads frente a títulos comparables bajo ley Nueva York.

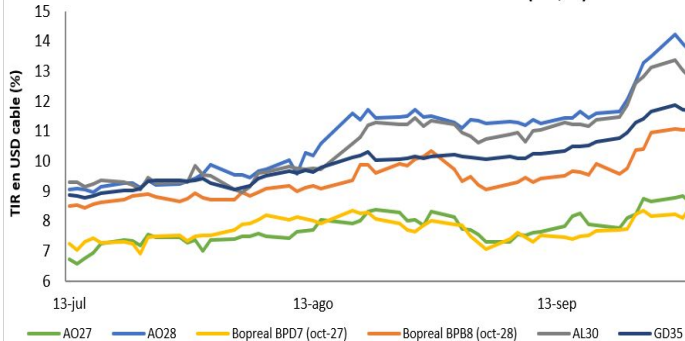
La tasa forward entre los Bonares 27 y 28 sintetizó esa percepción de riesgo, y pasó de alrededor de 14,8% a 18,8% durante septiembre y llegó a rozar 20% hacia el cierre. El fuerte salto del rendimiento implícito para el período posterior a octubre de 2027 evidencia que **el mercado concentra una parte importante de la prima en el horizonte de refinanciamiento del próximo gobierno**. Con rendimientos soberanos nuevamente en dos dígitos, el acceso voluntario del Tesoro al mercado internacional continuó siendo poco atractivo.

Riesgo país — EMBI Argentina (pb), septiembre 2026



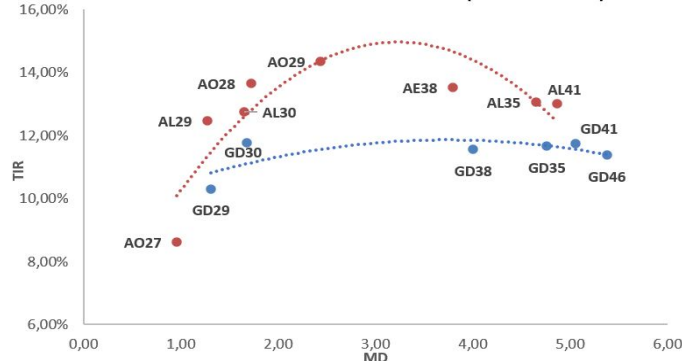
Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Bloomberg

Evolución de rendimientos soberanos en USD cable (TIR, %)



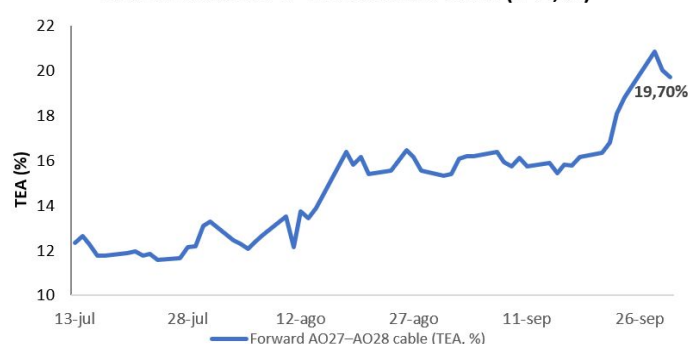
Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BYMA

Curva de rendimientos - Soberanos USD cable (TIR vs Duration)



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BYMA

Tasa forward AO27-AO28 contra cable (TEA, %)



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BYMA



Club de Finanzas UADE

Miembros:

Artaza Germán

Carreira Iván

Fernández Agustín

Pelle Mateo

Abalsamo Rocco

D'acciavo Tomás

Pisi Nicolás

Rodriguez Rocco

Taus Nazareno

Karina Elizabeth Diaz

Club Advisor

Pablo Gustavo Salina

Director de carrera

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.