

Perspectivas Mensuales:

“Entre los fundamentos de largo y las necesidades de corto plazo”

11 de Septiembre de 2026

Rodrigo Benitez

Hoja de Ruta – Surfeando entre el Corto y el Largo Plazo

Agenda de Corto Plazo

Prioridades tácticas para administrar el escenario inmediato

- 1 El desafío de manejar la agenda de discusión.
- 2 Actividad y crédito por sobre inflación y ordenamiento fiscal.
- 3 Impacto en mercados y valuación de escenarios.

Fundamentos de Largo Plazo

Ejes estructurales para sostener crecimiento y estabilidad

- 1 Fundamentos y equilibrios durante el proceso electoral.
- 2 Oferta estructural de divisas y cambio en la matriz productiva.
- 3 La estabilidad como motor del crecimiento.

Principales temas en la agenda de Corto Plazo

Inestabilidad Externa

- El primer desafío es adaptarnos a un contexto externo cada vez más desafiante. Donde la economía de Estados Unidos se enfrenta a las consecuencias de la suba de aranceles y del conflicto bélico en Irán. Inflación alta, nivel de actividad que todavía empuja y desequilibrios fiscales que han llevado a las tasas largas a un nivel más alto que a principios de año. Oportunidades y desafíos.

Primero los equilibrios financieros: Tipo de Cambio – Inflación – Tasa de Interés.

- En el plano local, el primer punto es entender cómo se va reacomodando el escenario y lograr transmitir sensación de estabilidad. Eso implica bajar la nominalidad, lograr que el tipo de cambio funcione como amortiguador de shocks y que no se desacomoden las expectativas porque tendría impacto en tasas de interés. Muchos objetivos y pocas herramientas.

Nivel de Actividad y la discusión por la mora y el crédito.

- Mientras tanto, la discusión económica migró hacia temas en donde el programa económico muestra más vulnerabilidades. La economía que marcha a dos velocidades diferentes y el rol del crédito (con mora alta) para reactivar los sectores más rezagados. ¿Qué podemos esperar en los próximos meses? ¿Cuál es el margen de acción?

Imagen de Gobierno y Riesgo País

- Los inversores miran de cerca la imagen de gobierno, porque es el principal proxy de cuán peleada puede ser la elección del año próximo. Todavía falta mucho, pero los posicionamientos se van definiendo poco a poco y ahí la manera en que la sociedad valora su situación actual resulta clave.

Corto Plazo: Radiografía Monetaria EE.UU. | ¿Por qué suben las tasas largas?

La tasa larga dejó de ser sólo una expectativa de Fed: volvió a reflejar prima fiscal, inflación esperada y liquidez estructural.

Tasa Larga = Tasa Corta Esperada + Prima por Plazo

Hoy el ajuste viene sobre todo por la segunda pata: más compensación para absorber duration y riesgo macro / fiscal.

1. Fundamentos que empujan la curva

- ✓ Déficit y mayor oferta neta de Treasuries largos.
- ✓ Inflación más incierta: petróleo, tarifas y salarios.
- ✓ Crecimiento resiliente: menos urgencia de recortes.
- ✓ Menor demanda regulatoria / externa por duration.

2. Bessent busca bajar el tramo largo

- ✓ Recompras de bonos 10–20 años y manejo de emisión.
- ✓ Objetivo: evitar que tasas >5% encarezcan Tesoro, hipotecas y crédito.
- ✓ Problema: si el mercado lo lee como “cuasi-QE”, sube prima de inflación / dólar.

3. La Fed no puede validar dominancia fiscal

- ✓ Debe preservar credibilidad antiinflacionaria.
- ✓ Señala paciencia en recortes y tasa neutral más alta.
- ✓ Balance: liquidez suficiente, pero sin volver a QE clásico.
- ✓ Mensaje: bajar cortas no implica anclar largas.

Lectura ejecutiva



Curva más empinada

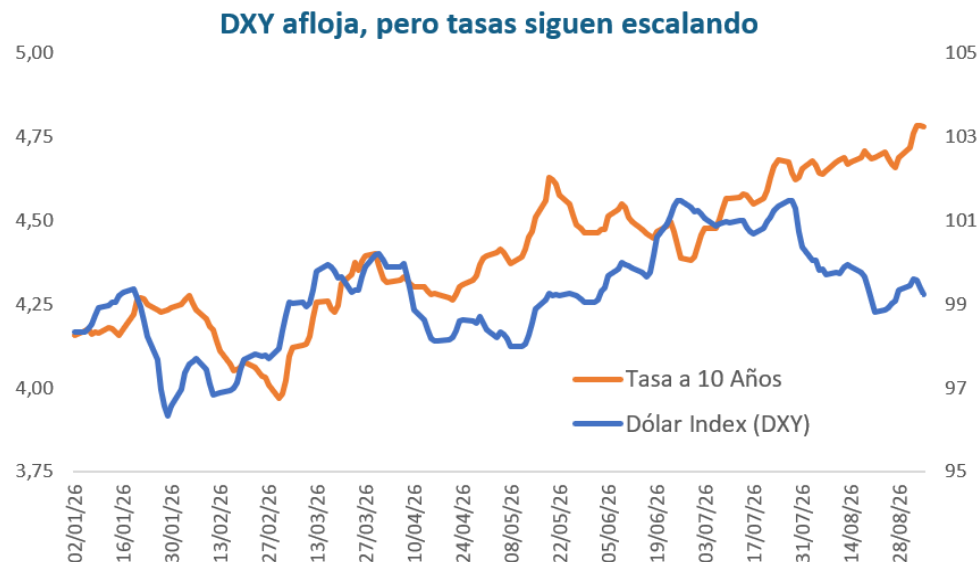
La presión alcista en la 10Y/30Y no viene sólo de “más tasa Fed”: refleja una prima por plazo que remunera riesgo fiscal, inflación y saturación de duration.

Bessent puede suavizar la mecánica de mercado con buybacks, pero no puede sustituir una trayectoria fiscal creíble ni la señal antiinflacionaria de la Fed.

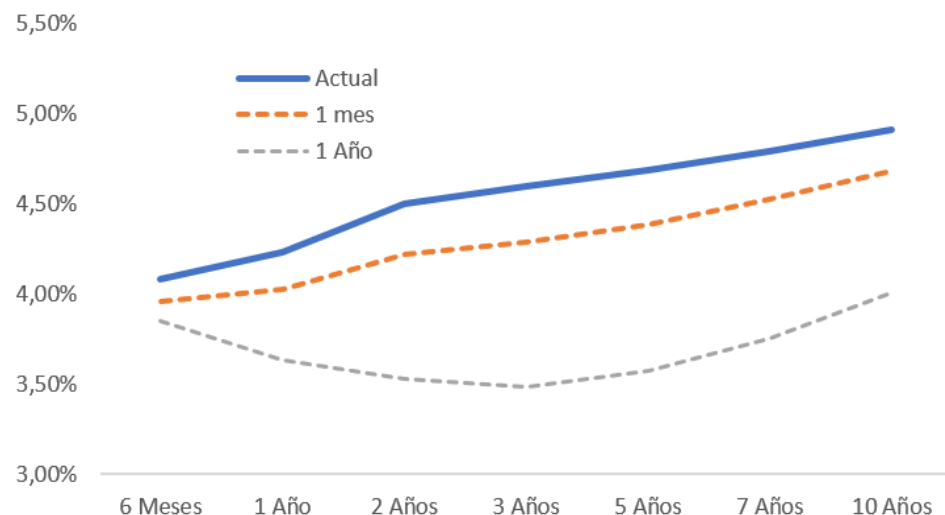
Riesgo de mercado: si la Fed recorta demasiado rápido o el Tesoro interviene agresivamente, la curva puede empinarse por mayor term premium.

Impactos Mixtos: Bien por precios y un problema la suba de tasas.

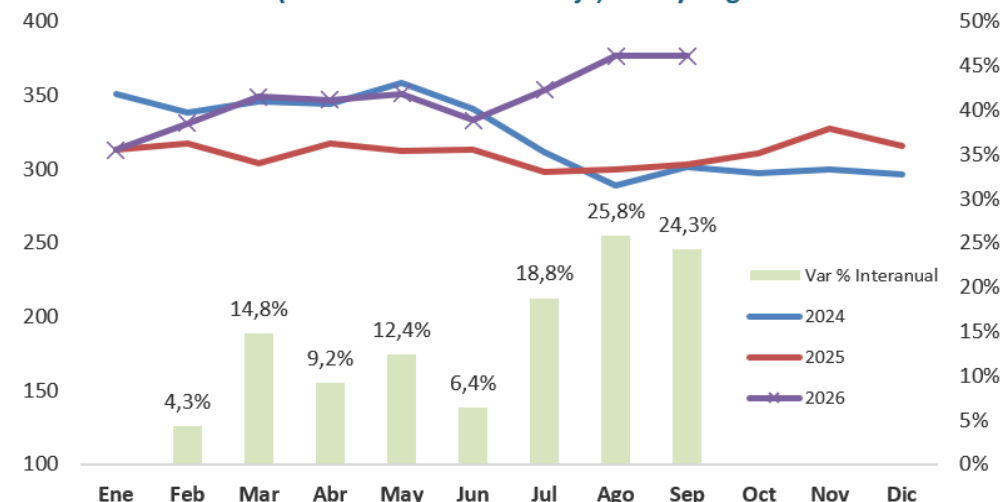
- El escenario es mixto para Argentina, con precios de commodities impulsando exportaciones de corto plazo y sumando atractivo para para Agro, Petróleo y Minería.



Cambios en las Tasa Forward de EE.UU.



Dinámica de los Precios (Promedio Ponderado Soja, Maíz y Trigo)



Evolución Precios de Referencia

09/09/26	Soja	Brent	DXY	TB 10 Y	Real	Oro	S&P	
							Index	VIX
Valor	481	101,4	98,7	4,83	5,10	4.459	7.642	16,2
MTD	9,9%	14,7%	-1,6%	3,2%	0,7%	10,4%	2,7%	15,3
Semana	-0,6%	6,0%	-0,9%	0,8%	0,2%	1,0%	-0,3%	18,2
Vs Max 2025	13,1%	23,6%	-10,2%	0,8%	-16,4%	-1,0%	10,2%	-36,1
YTD	25,0%	66,6%	0,4%	16,3%	-6,8%	1,7%	11,6%	18,4
Prom vs Prom	13,1%	24,6%	-2,6%	0,5%	-9,5%	44,5%	21,1%	

Expectativas de Mercado + Incidencia demanda IA

- **IA, deuda corporativa y presión sobre las tasas largas:** No explica por sí sola el nivel del Treasury, pero sí suma oferta de duration y eleva el premio marginal.

1. Necesidad de fondeo

CAPEX IA

Data centers, GPUs, redes y energía requieren capital intensivo y plazos largos de recuperación.

2. Emisión de deuda larga

US\$ 200–280 bn

Hyperscalers emiten Investment Grade en tramos de 10–30 años; también colocaciones globales a 3, 6, 12 y 19 años.

3. Efecto sobre Treasuries

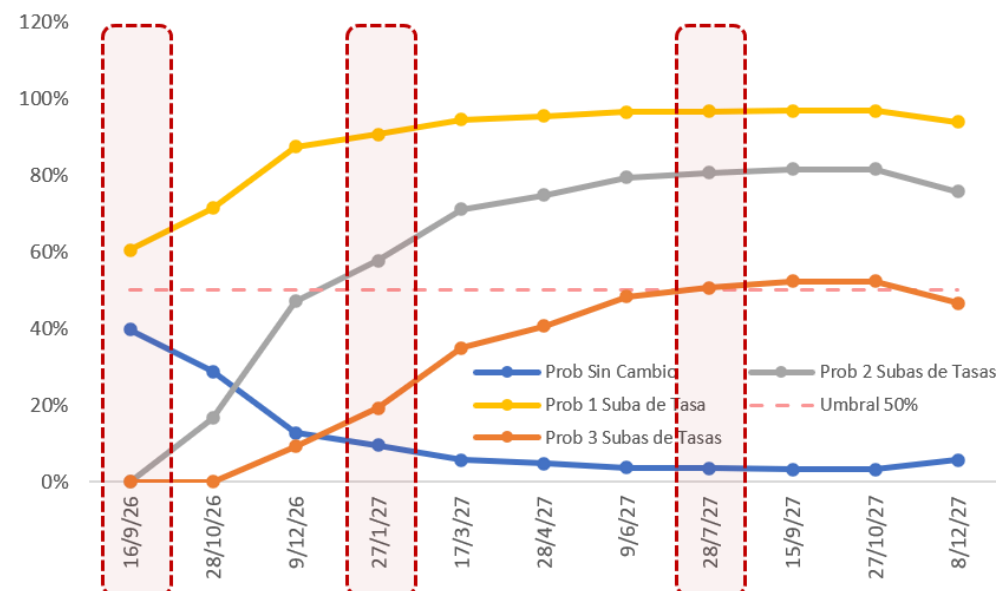
Presión marginal

Compiten por el mismo ahorro institucional que compra Treasuries largos: fondos, aseguradoras y asset managers.

- **La emisión vinculada a IA ya es comparable a una porción relevante del mercado IG:** aumenta la prima exigida para absorber duration, sobre todo cuando coincide con déficit fiscal alto, mayor oferta del Tesoro y una Fed que necesita mantener credibilidad antiinflacionaria.

“La IA no determina la tasa larga, pero agrega oferta de deuda de largo plazo y puede elevar la prima por plazo exigida por los inversores.”

El Mercado espera subas en Sep-26, Ene-27 y Jul-27



	9/9/2026	sept-26	oct-26	dic-26	ene-27	jul-27	dic-27
Baja		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%
Estable		39,6%	28,7%	12,7%	9,4%	3,4%	5,6%
Suba 25 o + bps		60,4%	71,3%	87,3%	90,6%	96,6%	93,8%
Suba 50 o + bps		0,0%	16,6%	47,1%	57,6%	80,6%	75,7%
Suba 75 o + bps		0,0%	0,0%	9,2%	19,2%	50,5%	46,5%

Corto Plazo: Recalibrando Equilibrios Financieros

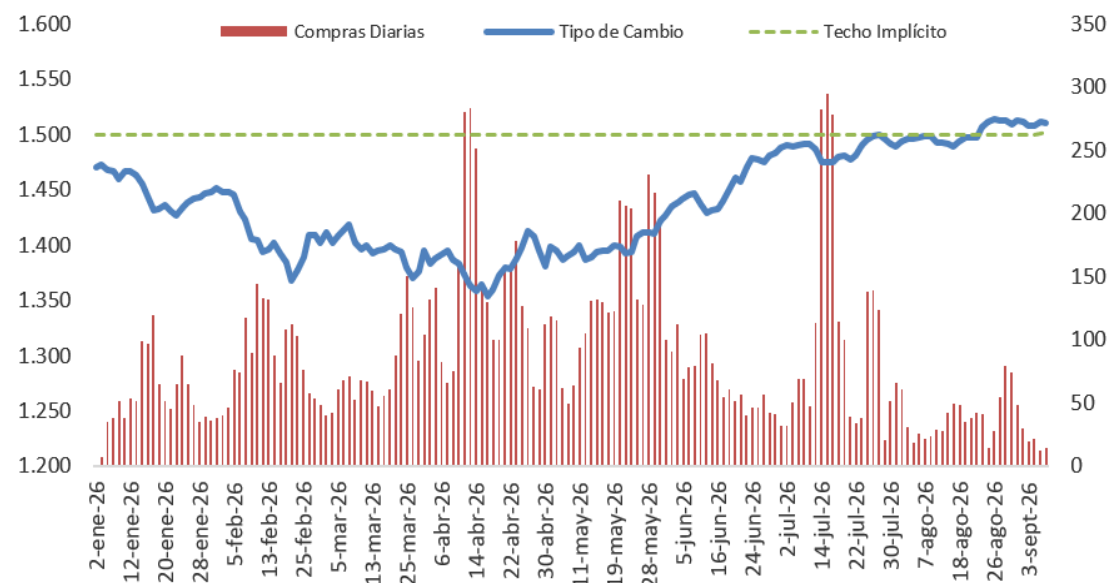
El BCRA dejó correr el tipo de cambio y luego pasó a defender \$1.500 como piso y no como techo de la banda implícita. Lo hace para evitar tener que convalidar tasas más altas si baja mucho el tipo de cambio. Prefiere un piso más alto.

De todas maneras, en las últimas semanas bajó significativamente el ritmo de compras, hasta ubicarse claramente por debajo del 5% diario que se impuso como objetivo, aunque en el acumulado tenga mucho margen.

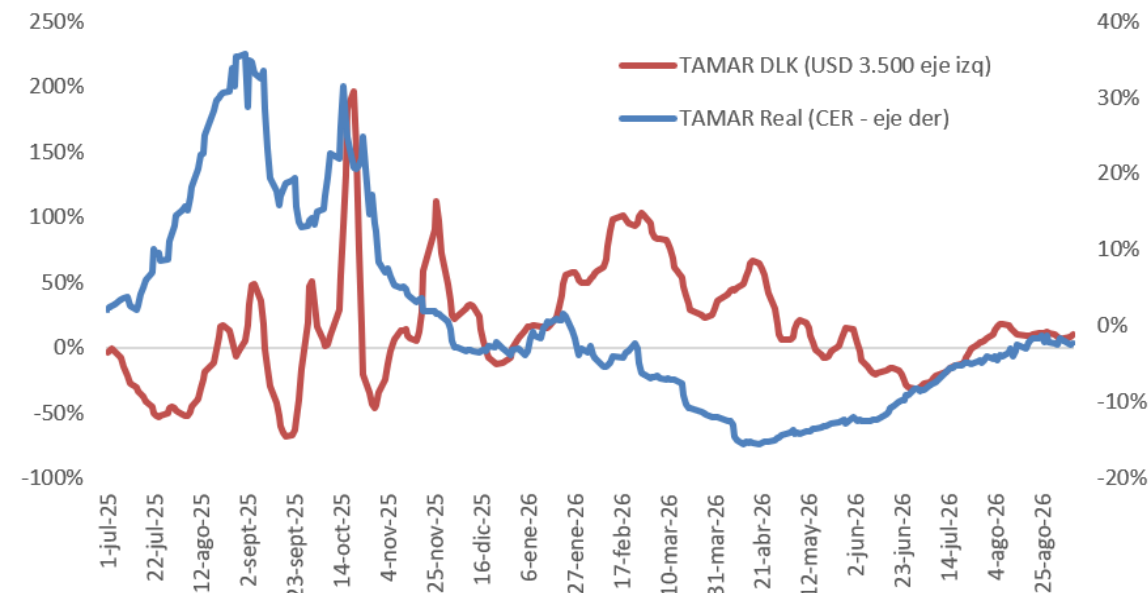
La clave sigue siendo lograr un buen equilibrio para la tasa de interés. Ahí juega el movimiento esperado del tipo de cambio y luego aparece como consecuencia los niveles de tasas reales de interés.

En el corto plazo el objetivo pareciera ser el de bajar la inflación, pero sin presionar sobre el tipo de cambio ni sobre la tasa de interés. Muchos objetivos para una sola herramienta, el control de la cantidad de dinero.

Movimiento del TCN y Compras Diarias del BCRA



Tasas Reales y Tasas en Dólares



Corto Plazo: BCRA y Tesoro Regulando la Liquidez

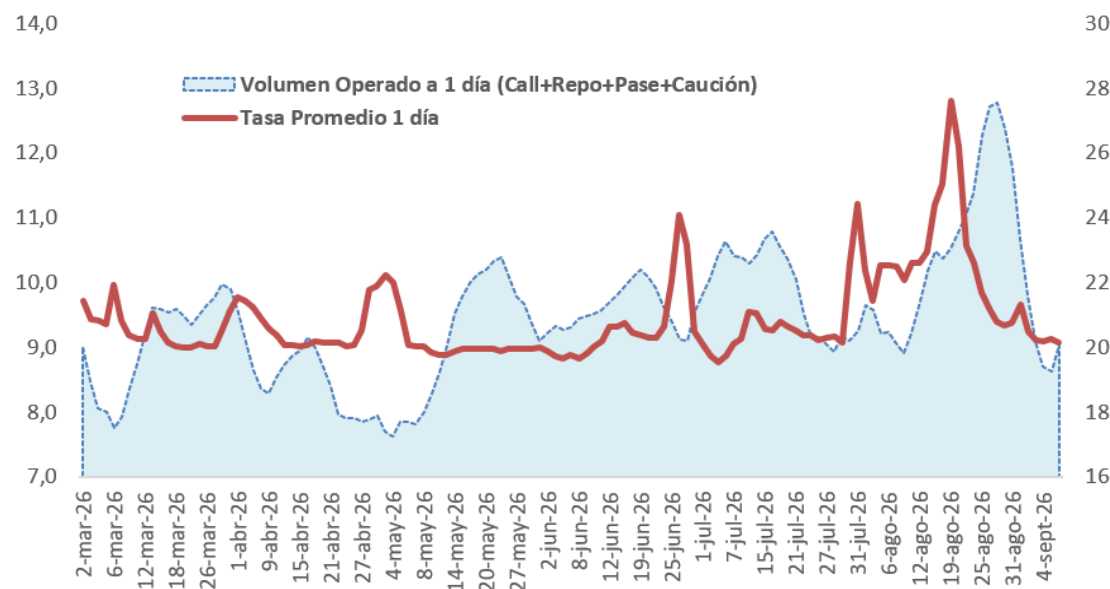
El BCRA buscando contener el tipo de cambio, bajar la volatilidad de las tasas de interés y lograr que se reactive el crédito. Son muchos objetivos cuando las herramientas disponibles son muy acotadas.

Por ahora la hace regulando la cantidad de dinero y ofreciendo coberturas Dollar Linked.

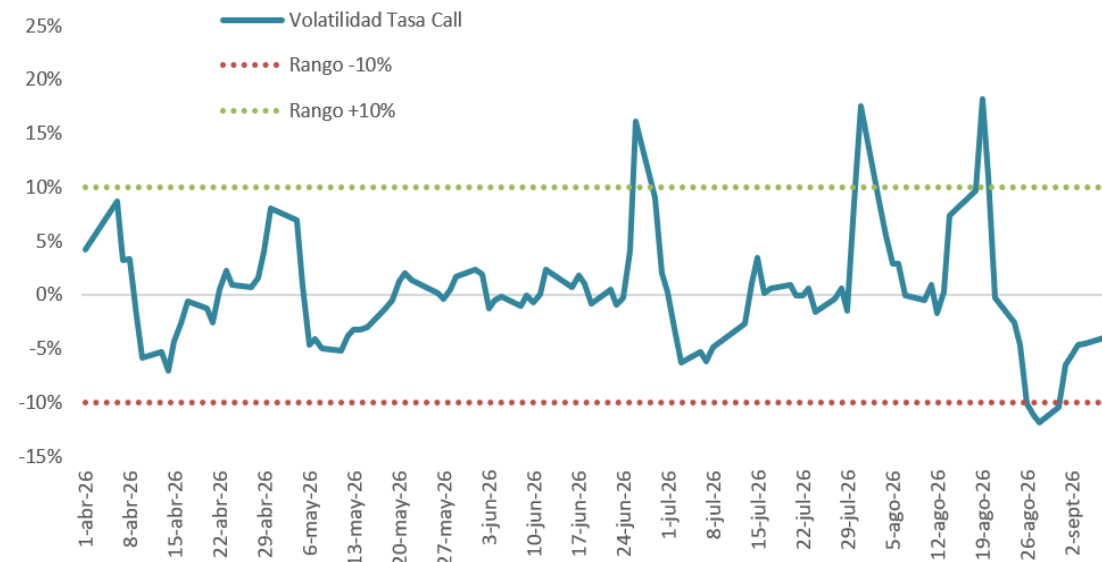
Los excedentes de liquidez son más justos, eso sumó volatilidad. Adicionalmente el Tesoro sumó pasivos dollar linked, ya llega a casi USD 15.000 millones emitidos. Se duplicó en el año.

Arg\$ Billones	I-26	II-26	III-26	Acum YTD
Compras USD Privado	6,2	9,5	4,5	20,2
Ventas USD al Tesoro	-5,3	-3,2	-1,4	-9,9
Movimientos Tesoro	-2,0	4,9	-0,6	2,4
Operatoria BCRA	-0,6	-6,7	-1,0	-8,3
Creación Base Monetaria	-1,7	4,4	1,5	4,3

Liquidez y Volatilidad de Tasas



Volvió la volatilidad de Tasas, en menor escala que en 2025



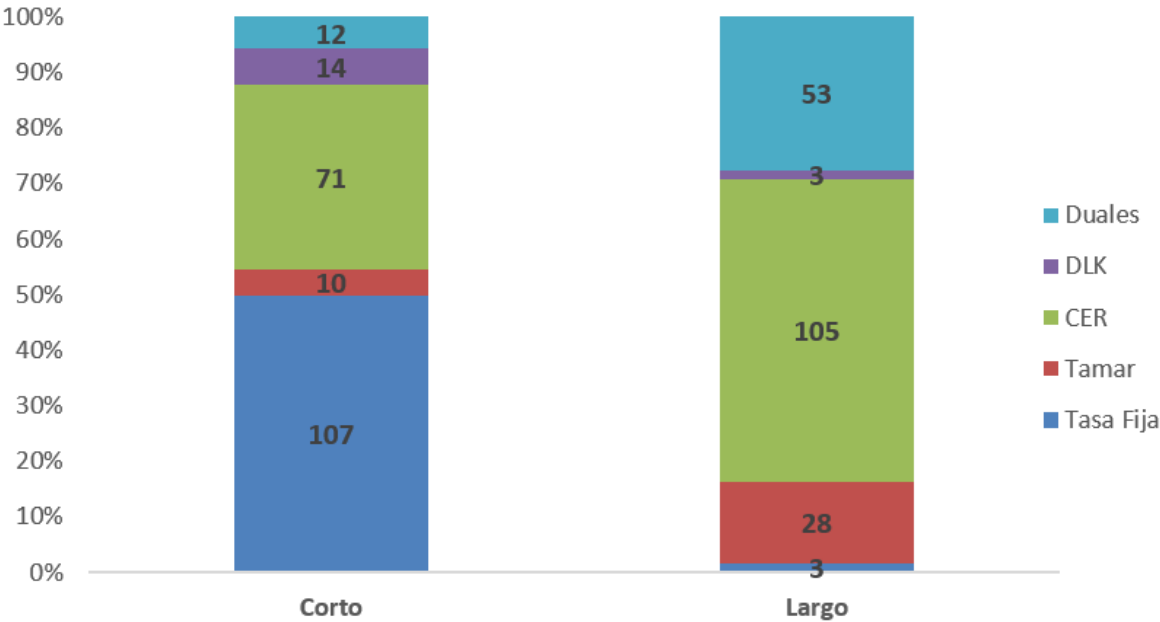
Corto Plazo: Perfil de Vencimientos Deuda en Pesos

Esta semana es la tercera licitación sin ofrecer activos con vencimiento posterior al proceso electoral.

Ya se logró extender casi el 50% de los vencimientos. Ahora el proceso es más complejo, porque se llega al piso de activos que los inversores institucionales necesitan mantener con posiciones de baja duration.

La rotación se debiera ir dando naturalmente en la medida que se acortan los plazos.

Esfuerzos por Extender Vencimientos



Deuda a Mercado (USD Millones)

	PRE ELECCIONES	POST ELECCIONES	TOTAL
Pesos	143.002	128.258	271.260
En %	34,9%	31,3%	66,2%
Dólares	12.787	125.589	138.376
En %	3,1%	30,7%	33,8%
TOTAL	155.789	253.847	409.636
En %	38,0%	62,0%	100%

Perfil de Vencimientos de la Deuda en Pesos

	III-26	IV-26	I-27	II-27	III-27	oct-nov-27	Resto	TOTAL
Tasa Fija	10	33	20	45	0	0	3	110
Tamar	0	0	5	0	5	0	28	38
CER	1	42	7	16	4	1	105	176
DLK	7	3	3	2	0	0	3	17
Duales	4	8	0	0	0	0	53	65
TOTAL	22	86	34	63	8,5	1,4	192	407
	5,3%	21,1%	8,4%	15,4%	2,1%	0,3%	47,3%	100,0%

A close-up, vertical portrait of a man with a light beard and mustache, smiling. He is wearing a light blue button-down shirt. The image is oriented vertically on the page.

TASA FIJA					CER						TAMAR - DUALES					
Ticker	Vto	TEA	Dur Mes	Saldo \$B	Ticker	Vto	TEA	TEA T Fija	Dur Mes	Saldo \$B	Ticker	Vto	TEA	TEA T Fija	Dur Mes	Saldo \$B
S15S6	15/9/26	23,3%	0,1	4,3	X30S6	30/9/26	-2,5%	24,0%	0,6	1,3	TMF27	26/2/27	3,4%	32,9%	4,2	4,7
S30S6	30/9/26	26,0%	0,5	5,5	TZXO6	30/10/26	2,5%	29,6%	1,6	6,2	TML27	30/7/27	4,3%	33,8%	8,0	2,6
S16O6	16/10/26	26,1%	1,0	4,7	X30N6	30/11/26	4,4%	30,6%	2,7	6,8	TMG27	31/8/27	4,8%	38,5%	8,8	1,7
TO26	17/10/26	26,9%	1,2	0,1	TZXD6	15/12/26	4,9%	31,2%	3,2	27,1	TMF28	25/2/28	9,2%	37,1%	12,7	11,2
S30O6	30/10/26	25,8%	1,3	7,4	X29E7	29/1/27	5,6%	30,4%	4,6	1,5	TMG28	31/8/28	9,8%	37,4%	17,0	6,0
S13N6	13/11/26	28,2%	1,6	4,4	TZXM7	31/3/27	5,3%	29,5%	6,7	4,6	TTS26	#N/D	#N/D	28,9%	#N/D	3,8
S30N6	30/11/26	28,1%	2,1	14,0	TZXY7	31/5/27	5,7%	29,5%	8,8	4,2	TTD26	15/12/26	1,4%	31,7%	2,4	7,8
T15E7	15/1/27	27,8%	3,3	15,6	TZX27	30/6/27	5,6%	29,0%	9,7	10,4	TXMJ8	30/6/28	8,7%	28,6%	15,7	2,7
S29E7	29/1/27	28,0%	3,7	2,4	TZXS7	30/9/27	6,8%	30,2%	12,8	3,7	TXMD8	15/12/28	9,6%	28,2%	19,7	4,0
T30A7	30/4/27	28,9%	6,0	13,6	TZXO7	29/10/27	6,9%	30,9%	13,7	0,5	TXMJ9	29/6/29	10,2%	29,5%	17,0	3,4
T31Y7	31/5/27	29,3%	6,8	11,0	TX28	9/11/28	8,5%	31,7%	13,5	1,4	TXMD9	14/12/29	10,5%	29,4%	19,7	7,3
T30J7	30/6/27	29,0%	7,5	10,9	TZXD7	15/12/27	8,0%	32,9%	15,3	27,8	TXMJ0	28/6/30	10,6%	29,4%	24,1	4,1
					TZXM8	31/3/28	9,4%	34,8%	18,9	20,5	DOLLAR LINKED					
					TZX28	30/6/28	9,4%	33,5%	21,9	22,1						
					TXMJ8	30/6/28	5,3%	28,6%	21,9	2,7						
Referencias de Mercado					TZXS8	29/9/28	9,4%	32,7%	24,9	10,2	Ticker	Vto	TEA	TEA T Fija	Dur Mes	Saldo \$B
					TZXD8	15/12/28	9,4%	32,8%	27,5	1,9	D30S6	30/9/26	8,1%	28,4%	0,6	6,6
					TXMD8	15/12/28	5,7%	28,2%	27,5	4,0	D30O6	30/10/26	6,1%	25,3%	1,6	2,8
Inflación 12 meses			21,8%	1,66%	TZXM9	28/3/29	10,0%	33,5%	31,0	1,0	D30N6					
TAMAR 12 Meses			24,5%	1,84%	TX31	30/11/31	9,9%	33,3%	32,7	2,0	D15E7	15/1/27	3,5%	31,1%	4,2	1,4
Devaluación 12 meses			25,8%	1,93%	TXMJ9	29/6/29	6,8%	29,5%	34,1	3,4	D31M7	31/3/27	5,3%	20,2%	6,6	1,2
IPC Dic-26 a/a			29,80%		TXMD9	14/12/29	6,6%	29,4%	39,7	7,3	D10Y7	10/5/27	1,2%	23,2%	7,9	0,9
IPC 12 Meses			21,80%		TXMJ0	28/6/30	6,6%	29,4%	46,2	4,1	TZV27	30/6/27	4,2%	28,9%	9,6	1,1
					NUEVO DUAL	Vto	TEA	TEA T Fija	Dur Mes	Saldo \$B	TMVE8	31/1/28	5,6%	39,3%	16,7	5,3
					TMVE8	31/1/28	8,3%	39,3%	12,2	5,3	TZV28	30/6/28	11,0%	33,4%	21,6	1,5
											TZVD8	15/12/28	11,3%	19,0%	27,1	1,3

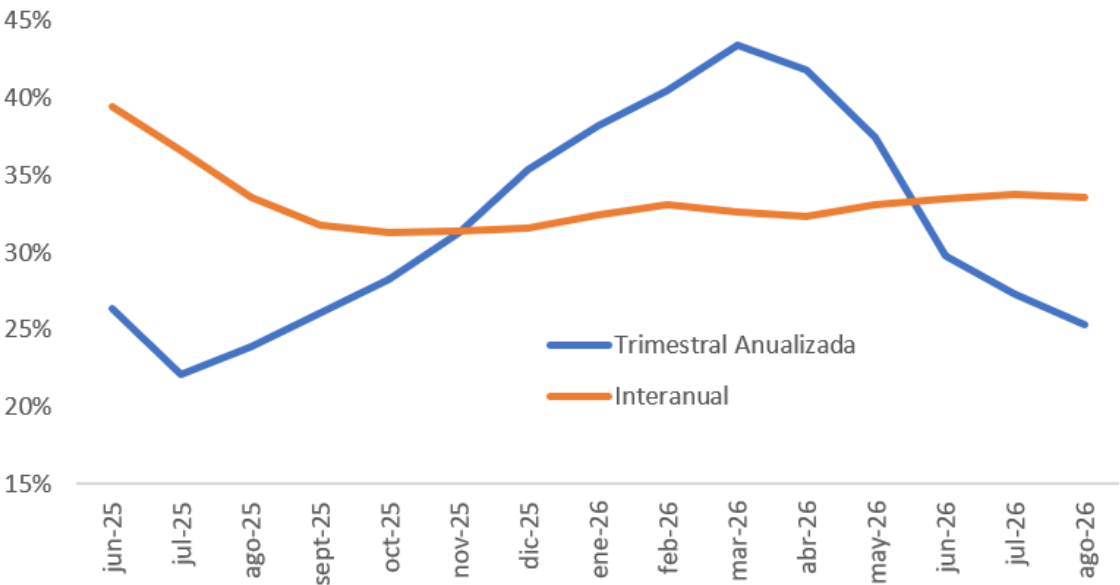
Corto Plazo: Las señales que dejó el dato de inflación

La inflación de agosto retomó el sendero decreciente. Los precios estacionales revirtieron el shock de julio y ayudaron a ese proceso.

El ritmo trimestral anualizado está en 25,3% ayudado por bienes que marcaron un aumento del 1,4% mensual, pero explicado por el mismo patrón de los precios estacionales.

Precios regulados se mantienen a un ritmo promedio del 2,2% en los últimos 4 meses. Pueden tener mayor presión si se mantiene el precio del petróleo.

Inflación ya en ritmos por debajo del 25%



Llegan las Señales de Desaceleración Inflacionaria

Var %		I-26	abr-26	may-26	jun-26	jul-26	ago-26	IV-26
Inflación Mensual		3,1%	2,6%	2,1%	1,9%	2,1%	1,7%	1,6%
Efecto Arrastre		1,6%	1,6%	1,2%	0,8%	1,1%	1,0%	0,8%
Aumento Neto		1,5%	1,0%	0,9%	1,1%	0,9%	0,7%	0,8%
Ritmo Anualizado	Mensual	44,0%	35,8%	29,1%	25,1%	28,5%	21,8%	20,3%
	Trimestral	44,0%	41,8%	37,7%	29,9%	27,6%	25,1%	20,3%
	Anual	32,7%	32,4%	33,2%	33,5%	33,8%	33,5%	30,8%
Bienes		2,7%	2,5%	2,0%	1,4%	1,6%	1,4%	1,3%
Servicios		3,8%	2,6%	2,5%	2,9%	3,1%	2,0%	1,8%
Estacional		1,8%	0,0%	3,5%	3,4%	4,5%	-0,9%	0,7%
Núcleo		3,0%	2,3%	1,9%	1,6%	1,8%	1,8%	1,5%
Regulados		3,9%	4,7%	2,4%	2,3%	2,1%	2,2%	1,7%

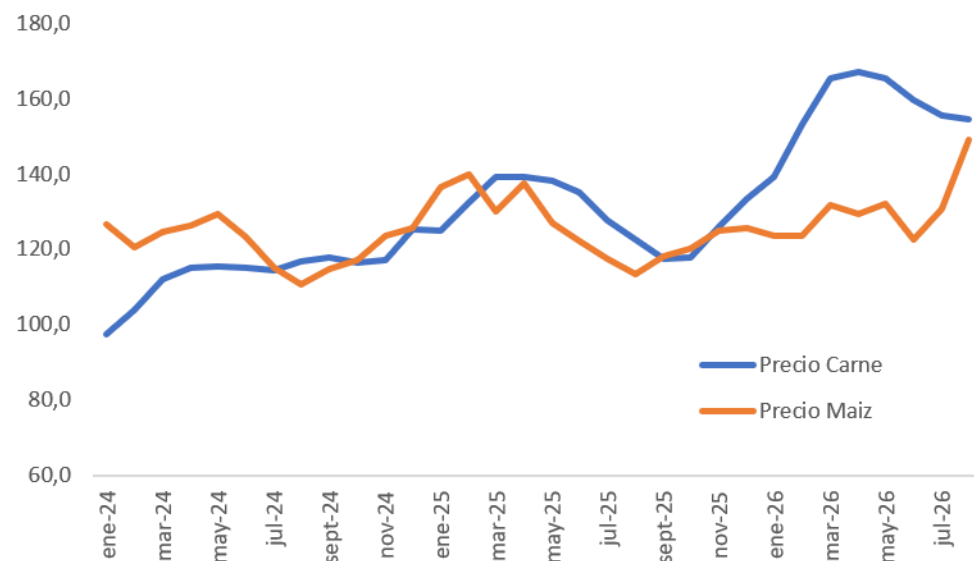
Corto Plazo: Combustibles y carnes pueden presionar sobre precios

Los datos de las últimas semanas generan stress sobre el nivel de precios de los próximos meses.

Si bien no son un shock inmediato, dejan poco margen para seguir profundizando la desaceleración.

Es una señal de alerta para seguir monitoreando en especial combustibles, donde la brecha ya es superior al 12% (tomando como referencia USD 105 de Brent y no los USD 110 actuales).

Precio del Maiz puede precionar sobre la carne



Datos en USD	Export Parity					Var % vs Ene-26
	ene-26	abr-26	jun-26	ago-26	sept-26	
Brent	64,7	100,0	72,5	87,7	105,0	62,2%
Desc. Calidad	-1,9	-3,0	-2,2	-2,6	-3,2	62,2%
Transporte	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	1,6%
Flete	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	1,6%
Seguro	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	1,6%
Costo comercial	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	62,2%
Brent Ajustado	58,8	92,8	66,2	80,9	97,6	66,0%
Retenciones	4,8%	8,0%	6,4%	8,0%	8,0%	66,7%
Export Parity	55,9	85,4	62,0	74,4	89,8	60,4%
TCN	1.449	1.381	1.450	1.499	1.512	4,3%
Export Parity Arg\$	81.081	117.915	89.898	111.538	135.717	67,4%

Datos Ene-26 = 100	Costo de Combustibles					Var % vs Ene-26
	ene-26	abr-26	jun-26	ago-26	sept-26	
Costo Producción	100,0	130,8	111,8	129,6	148,2	48,2%
Petróleo	60,0	87,3	66,5	82,5	100,4	67,4%
Márgenes y Otros	40,0	43,5	45,3	47,0	47,8	19,5%
Impuestos	38,0	40,3	42,2	43,1	43,1	13,5%
Precio Venta Equiv.	138,0	171,1	154,1	172,7	191,3	38,6%
Var % Mes		1,1%	-9,1%	2,4%	10,8%	
Precio Equivalente	1.863,4	2.310,4	2.080,1	2.331,8	2.583,6	38,6%
Precio Surtidor	1.863,4	2.238,5	2.284,5	2.300,0	2.302,0	23,5%

¿Corto Plazo? → La necesidad de que traccione la actividad y mejore la imagen.

La consolidación del crecimiento económico tendría que ser una mirada de largo plazo, porque hace a la sustentabilidad fiscal y al apoyo social al modelo económico.

Pero la discusión de empleo, actividad e ingresos ganó la agenda pública y se trasladó a la mesa de los inversores.

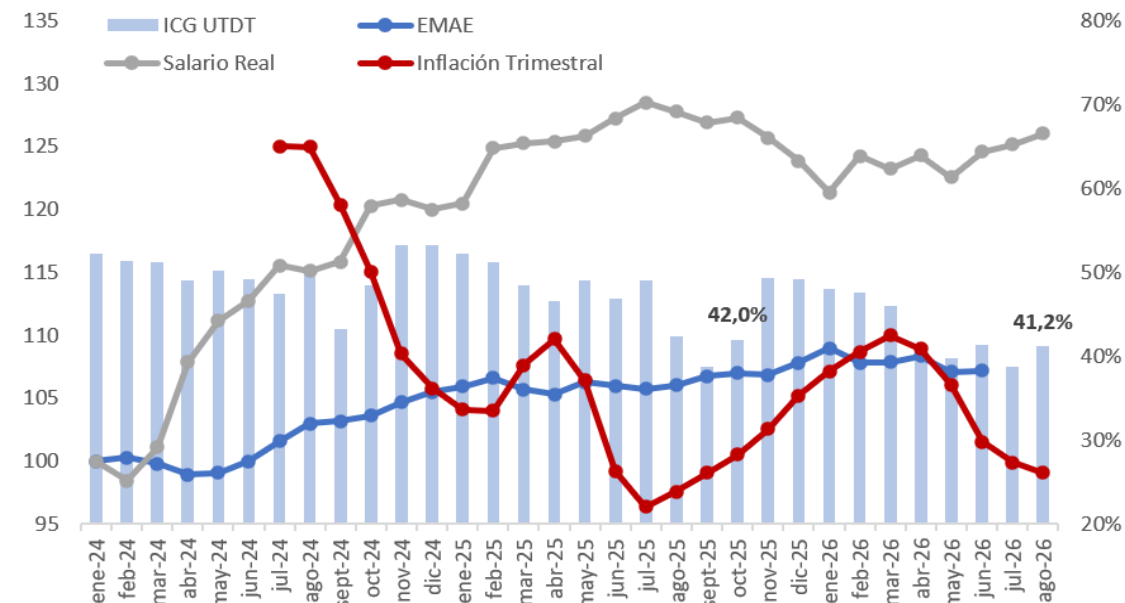
Hoy el foco está puesto en la heterogeneidad sectorial y regional. Y se traslada de manera directa a la sostenibilidad de programa económico, porque impacta sobre la imagen de gobierno.

Las buenas noticias que se fueron conociendo sobre calificación de deuda, rollo de vencimientos, líneas de crédito, etc ; se fueron licuando a partir de señales más complejas desde lo social.

Por eso el giro en las últimas semanas hacia señales más vinculadas a recuperar nivel de actividad.

Este es sin dudas, el nexo entre el corto y el largo plazo.

Recupera el Salario Real, pero sin crédito



	Peso Sectorial	Var % Interanual			
		III-25	IV-25	I-26	II-26
Indice Agro, Petróleo y Minería	15,4%	5,1%	14,0%	15,8%	8,7%
Sector Agropecuario	9,5%	1,0%	18,7%	18,1%	6,2%
Petróleo y Minería	5,9%	10,3%	8,4%	12,3%	16,4%
Indice Resto de Sectores	84,6%	1,6%	0,0%	0,6%	-0,1%
Industria Manufacturera	22,3%	-2,2%	-5,1%	-1,7%	-2,1%
Comercio Minorista y May.	14,6%	-0,5%	-2,4%	-0,3%	-2,0%
Transporte y Comunicaciones	7,2%	2,1%	2,1%	2,3%	1,4%
Act. Empresariales	12,9%	3,7%	1,9%	0,9%	0,6%
TOTAL EMAE	100,0%	2,0%	1,5%	2,4%	1,5%

Corto Plazo: ¿Por qué no subió el Riesgo País?

Señales de alerta en Nivel de Actividad, Recaudación e Imagen de Gobierno.



Cambio en el eje de la discusión interna.

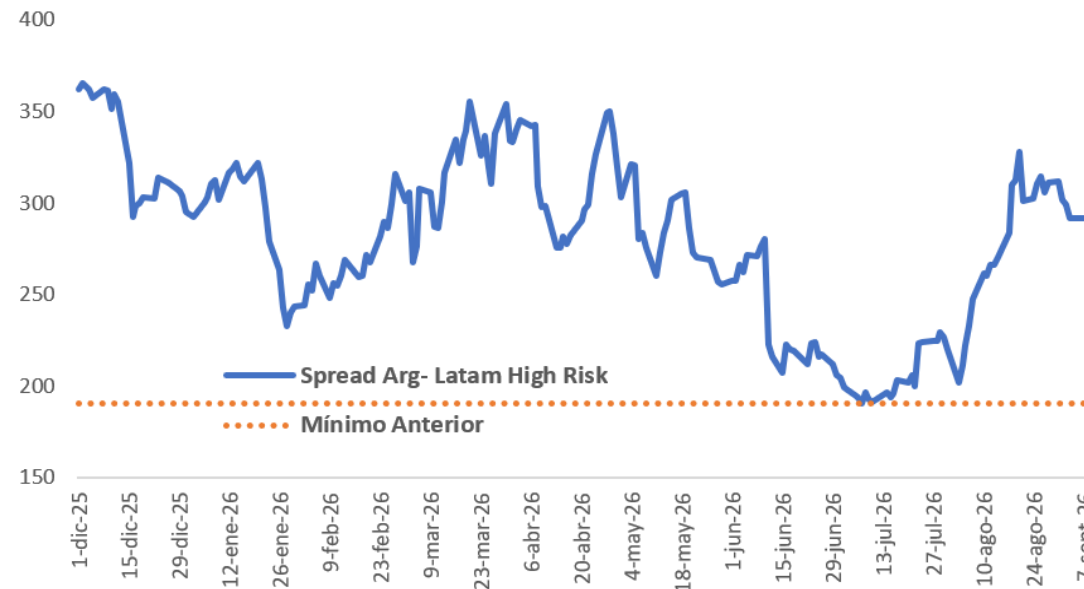


Deterioro de las condiciones externas, con suba de tasas y reversión de flujos hacia emergentes.



Todavía sin acceso a mercado de capitales externos.

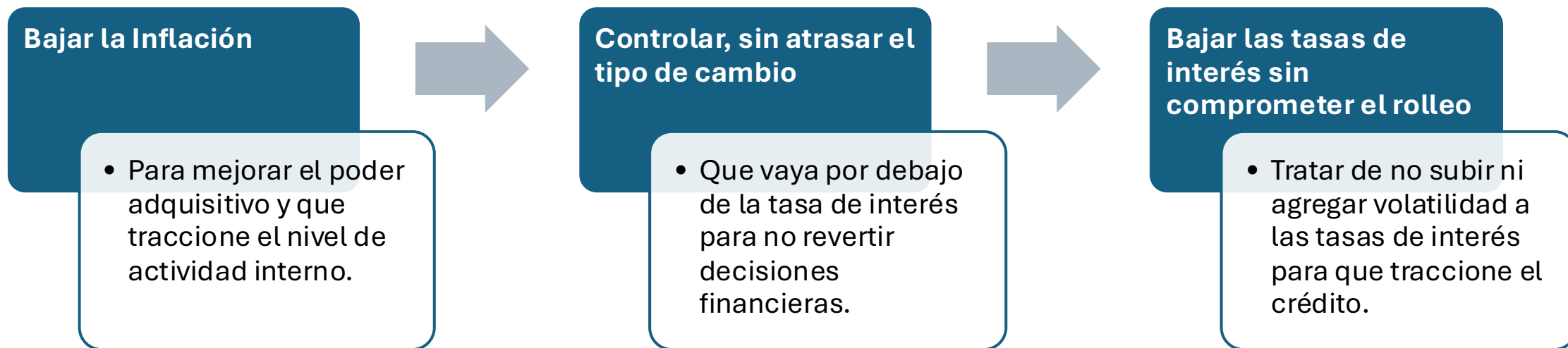
Spread Riesgo País Arg - Latam High Risk



Spread versus curva EEUU por duration

		10/9/2026		
		Arg	USA	Spread
GD29	09-07-29	8,29%	4,58%	3,71%
GD30	09-07-30	8,62%	4,62%	4,00%
GD35	09-07-35	10,23%	4,85%	5,38%
GD38	09-01-38	10,10%	4,81%	5,30%
GD41	09-07-41	10,26%	4,88%	5,38%
GD46	09-07-46	10,04%	4,88%	5,16%
PROMEDIO		9,68%	4,77%	4,91%

Dilema de Corto Plazo



El equipo tiene que elegir entre estos objetivos de cara al proceso electoral del año que viene. La discusión del nivel de actividad ya ganó protagonismo y será difícil de evitar. Necesita entrar con mejores números.

Para eso tiene que dinamizar la demanda interna. Pero eso implica subir el salario real y lograr que traccione el crédito. No es sencillo teniendo en cuenta el punto de partida y el riesgo de que ello impacte sobre el resto de los equilibrios.

Por ahora cuenta con:

+ Manejo de los niveles de liquidez.

+ Oferta de activos de cobertura cambiaria, pero largos.

+ Política de encajes, aunque prefiere no utilizarla para dejar niveles altos de cara al proceso electoral.

Mirando los Fundamentos de Largo Plazo:

Anclas Económicas

La solvencia fiscal y el equilibrio monetario no se negocian.

La oferta de dólares en niveles récord.

El empuje de los sectores estratégicos.

El derrame tiene que venir empujado por la estabilidad.

La dificultad pasa por encontrar un discurso que logre convencer a votantes e inversores de manera simultánea.

Los inversores compran los fundamentos del programa, pero dudan de la elección de los votantes. Entonces miran:

- + Imagen de gobierno.
- + Nivel de actividad e Inflación.
- + Poder adquisitivo.

Los votantes están más expuestos a la discusión política local, pero además miran:

- + Poder adquisitivo – Costo de vida.
- + Miran más el desempleo que el empleo.
- + Estabilidad económico financiera.

Fundamentos de Largo Plazo: Solvencia Fiscal

La solvencia fiscal no se negocia, pero tampoco da margen de acción.

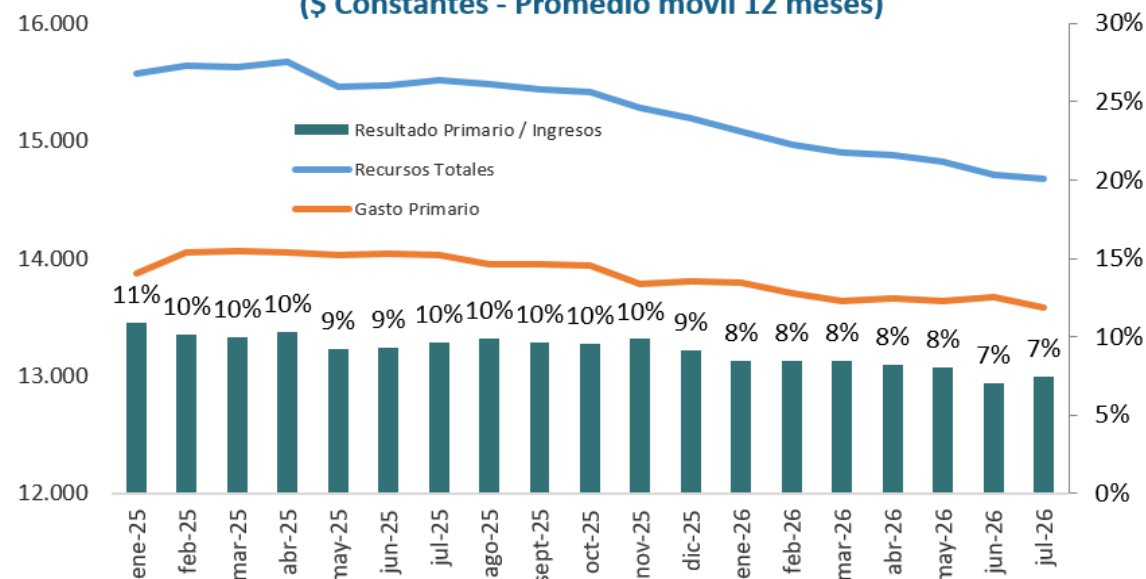
Los recursos siguen con tendencia negativa por dos motivos: eliminación o rebajas impositivas (impuesto País, retenciones, etc), pero también por un retroceso de la recaudación real de impuestos vinculados al nivel de actividad. En especial se han visto afectados los que tienen vinculación directa con el consumo interno.

La conclusión hacia adelante es que casi no hay margen de acción:

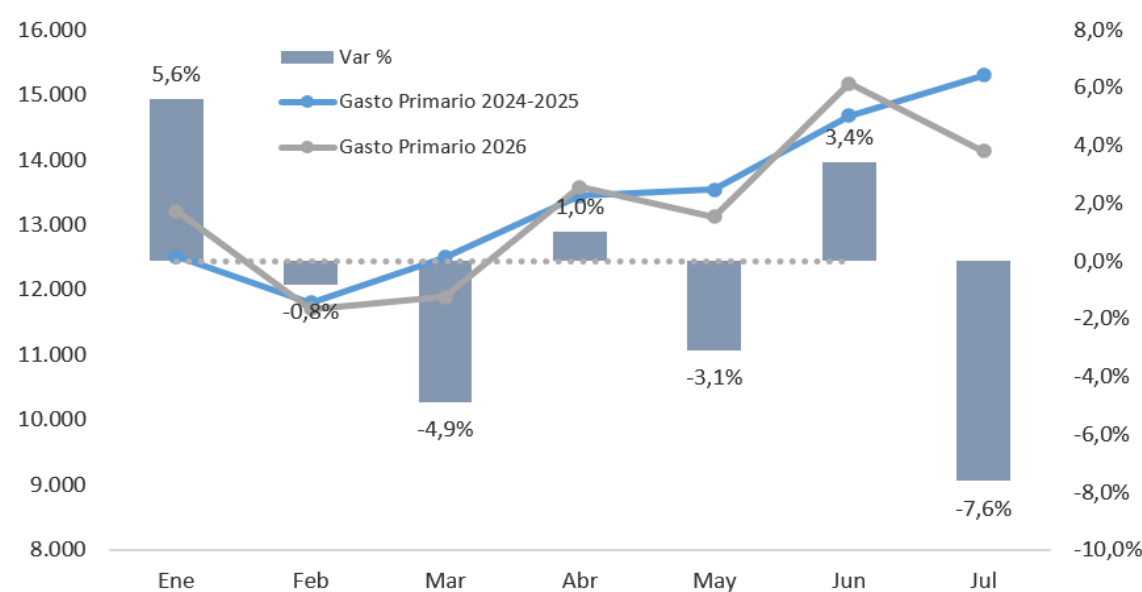
+ Sin margen para seguir bajando impuestos para potenciar el nivel de actividad. Ya viene el FAL en camino con alto costo fiscal.

+ Sin margen para seguir recortando gastos, en especial entrando en proceso electoral y con presión de las provincias (en 7 meses cayeron 40% real esas transferencias).

Equilibrio Fiscal con Caída de Ingresos
(\$ Constantes - Promedio móvil 12 meses)



Sigue el Control Intensivo del Gasto



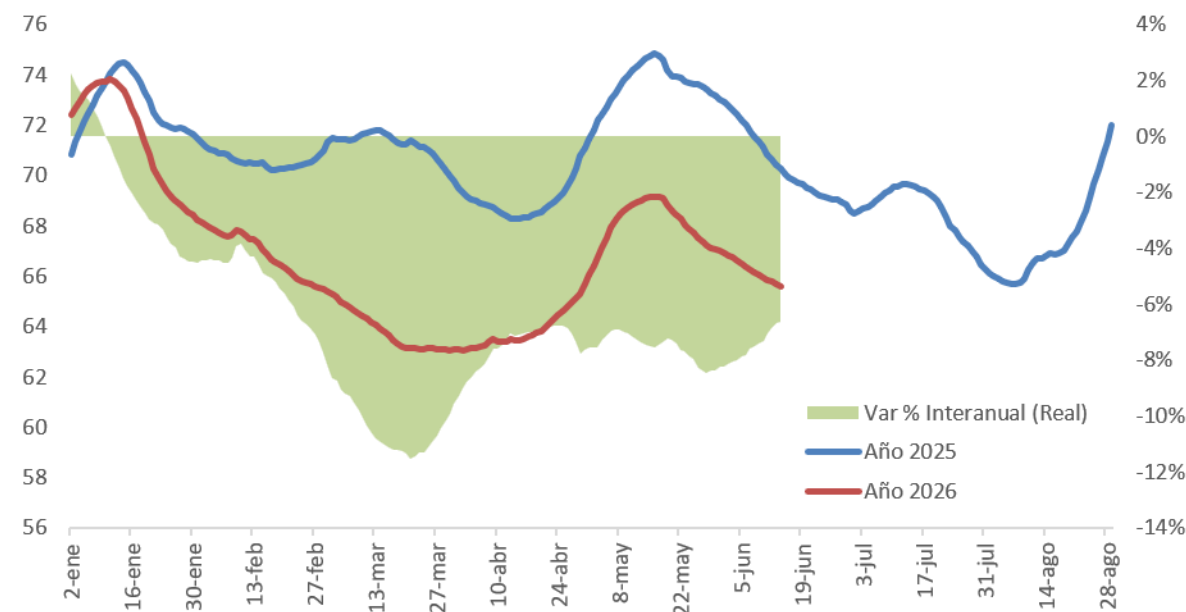
Fundamentos de Largo Plazo: Limitando exceso de pesos

Evolución de los Agregados Monetarios

En Pts PBI	III-21	III-23	III-24	III-25	Actual
Circulante	4,0%	2,2%	2,0%	2,4%	2,2%
Base Monetaria	6,0%	3,0%	3,5%	4,6%	3,9%
Medios de Pago	11,8%	8,8%	8,1%	8,6%	7,7%
M2 Transaccional	9,4%	6,0%	5,3%	5,9%	5,6%
Depósitos en Pesos	16,8%	14,7%	12,1%	13,6%	13,1%
Préstamos en Pesos	6,6%	5,2%	5,4%	8,7%	8,6%
Préstamos / Depósitos	39,4%	35,5%	44,4%	64,2%	66,0%
Encajes / Depósitos	12,3%	5,7%	12,4%	15,8%	12,7%

- Las elecciones 2025 dejaron una fuerte lección. Es muy difícil evitar la caída en la demanda real de dinero. Por lo tanto es necesario llegar con más dólares y menos pesos.
 - **(+) Dólares:** Comprando reservas, pero también tratando de que el Tesoro necesite usar la menor cantidad posible de esos dólares. Desde principio de año se compraron USD 14.200 millones, pero el Tesoro le compró USD 6.875 millones (casi el 50% de lo acumulado).
 - **(-) Pesos:** Para comprarle los USD al BCRA, el Tesoro necesita hacerse de los pesos, eso baja muy fuerte el nivel de liquidez en pesos. Además en operaciones conjuntas sacaron pesos colocando USD 7.500 millones de activos Dollar Linked.
- Son todos movimientos que buscan preparar el terreno para la demanda por dolarización 2027.
- En promedio, en los últimos meses la cantidad de dinero transaccional ha estado entre 7 y 9 puntos por debajo del nivel del año pasado. En 2025, a partir de las elecciones provinciales, se había iniciado un proceso de recorte en la cantidad de pesos.

Evolución de M2 Privado Transaccional



Fundamentos de Largo Plazo: Oferta de Dólares con Nuevos Mínimos

Los dólares comerciales aseguran un flujo más alto que en años anteriores. Minería y Oil&Gas ya están en niveles de oferta neto acumulada 12 meses de casi USD 8.000 millones cada uno, cifras que podrían superar hacia fin de año.

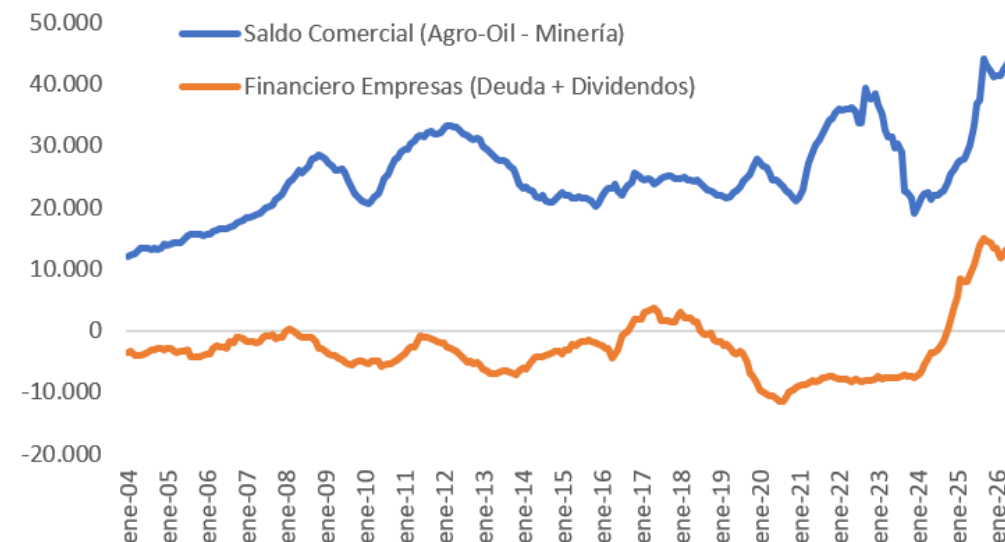
La clave sigue pasando por contener la demanda financiera. Ahí el sector corporativo está ayudando con emisiones de deuda en el exterior y con préstamos en argendólares. Del otro lado aparece el Atesoramiento y el giro de dividendos y utilidades como desafío.

Foco también en mantener estable el financiamiento comercial.

Oferta y Demanda de Dólares: Pago de Dividendos y de Empresas....

USD Millones x Mes	May/Oct-25	Nov-Dic-25	l-26	abr-26	may-26	jun-26	jul-26
EXPORTACIONES	8.683	5.502	6.716	8.326	9.297	9.438	10.073
Cereales y Oleaginosas	3.933	993	2.007	2.790	3.276	3.555	3.966
Sector Energético	973	622	814	1.401	1.780	1.716	1.327
Minería	488	496	727	847	912	645	897
Resto	3.289	3.392	3.168	3.287	3.329	3.522	3.884
POSICIÓN FINANCIERA	1.239	640	1.013	1.492	1.294	-575	-181
Préstamos Financieros	1.439	1.041	1.554	2.013	2.061	759	682
Intereses y Dividendos	-200	-401	-541	-520	-767	-1.333	-863
DEMANDA NETA	10.450	6.839	7.213	8.803	8.768	8.768	9.962
Importaciones	5.968	5.000	4.779	5.378	4.969	6.415	5.989
Sector Energético	493	308	265	408	238	671	814
Resto	5.475	4.692	4.514	4.970	4.731	5.743	5.175
Demanda Estructural	4.482	1.839	2.434	3.425	3.799	2.353	3.973
Turismo	761	478	656	570	691	661	812
Atesoramiento	4.650	1.501	2.216	2.363	1.887	2.067	3.152
Resto	-929	-140	-439	492	1.221	-375	9

¿De dónde vienen los Dólares?



Fundamentos de Largo Plazo: Todo tiene sentido si llega a la micro

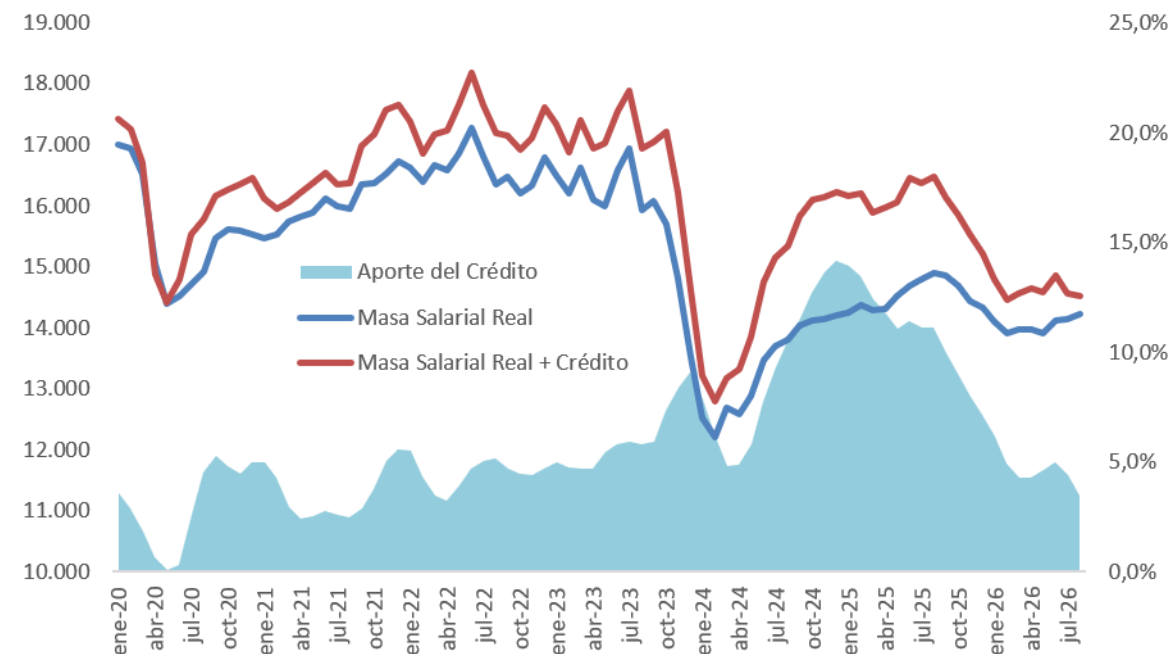
La masa salarial real empieza a salir lentamente del piso, pero el crédito no tracciona y eso todavía se siente en el consumo, en especial en bienes semidurables y durables.

Los efectos de las tasas reales altas de fines de 2025 dejaron secuelas que están teniendo fuerte impacto en la capacidad de consumo.

En ese marco, se entienden los esfuerzos de ANSES y BNA por darle volumen a los créditos.

De todas formas, los volúmenes que se vienen planteando están muy por debajo de lo que se necesita para que vuelva a traccionar. Para volver a los niveles pre crisis de ora, el crédito a las familias debería aumentar a razón de \$3,2 billones por mes. Hoy está a menos de un tercio de ese ritmo.

Evolución del Poder de Compra

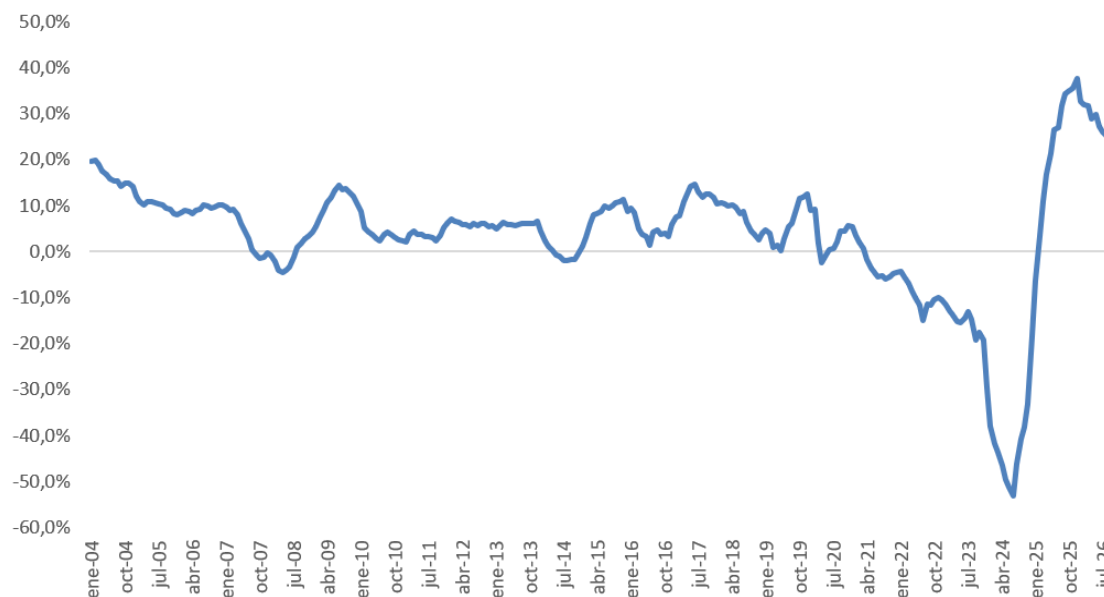


	III-25	III-26	Var %
Personas con Ingresos	33.052	33.416	1,1%
Ingreso Medio (\$/mes)	996	954	-4,3%
Masa Salarial \$M mes	32.929	31.863	-3,2%
Crédito Neto en % MS	3.617	936	-74,1%
Ingreso Disponible \$M mes	36.546	32.799	-10,3%
Aporte del Crédito	11,0%	2,9%	

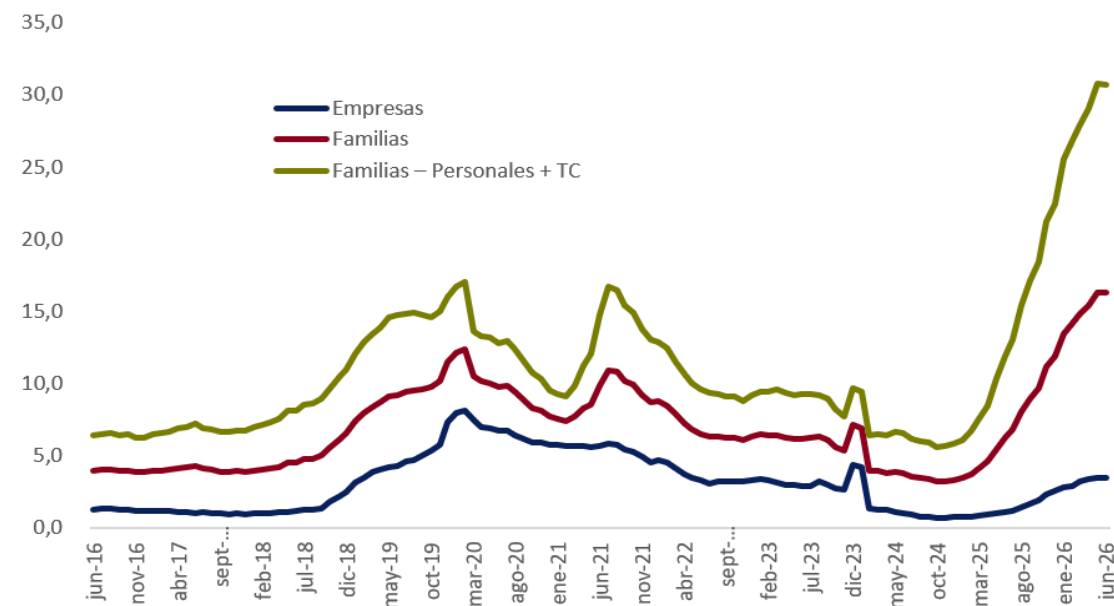
Fundamentos de Largo Plazo: la Mora una barrera para el crédito

- Los niveles actuales de mora se convierten en una barrera compleja de superar para lograr que el crédito vuelva a traccionar del consumo.
- Los altos niveles de tasas reales de interés de 2025 generaron un shock que afectó a tomadores de deuda que históricamente eran buenos pagadores.
- El proceso hacia adelante tiene doble desafío, lograr que bajen las tasas reales y sanear la “foto” de los tomadores de crédito para que vuelvan a ser sujetos de crédito. Es un proceso que lleva tiempo.

Tasa Real de Interés familias



Evolución de la Mora en el Sistema Financiero



Calendario Electoral y Económico 2026-2027

Hitos clave que marcan la agenda política y su impacto en los mercados

	IV-26	I-27	II-27	III-27		IV-27		
	dic-26	ene-27	jun-27	jul-27	ago-27	oct-27	nov-27	dic-27

*Una hoja de ruta
que también
miran los mercados*



**Cierre de
Alianzas y
Candidaturas**



**8-08
Elecciones
PASO**



**24-10
Elecciones
Presidenciales**



**21-11
Ballotage**

Punto 1: La agenda legislativa. El 15 de septiembre se presenta el Presupuesto. Tiene que avanzar con el paquete legislativo pendiente.

Punto 2: ¿Cómo se resuelve la negociación política? ¿Hay PASO?

Punto 3: Entender cómo se resuelve el rompecabezas político. ¿Hay unidad en oficialismo y en oposición?

Escenario macroeconómico – Principales variables

Variable	2025	Trimestral				2026	2027
		I-26	II-26	III-26	IV-26		
 PBI Real (var. % a/a)	4,5%	1,1%	-0,3%	0,0%	0,6%	1,5%	1,5%
 Inflación (var. % a/a)	31,5%	3,1%	2,2%	1,8%	1,6%	29,4%	23,3%
 Tipo de Cambio (ARS/USD, fin de período)	1.448	1.396	1.450	1.530	1.623	1.623	1.981
 Devaluación Anual (var. % a/a)	42,3%	-1,2%	1,3%	1,8%	2,0%	12,1%	22,0%
 Dólar Financiero (ARS/USD, fin de período)	1.469	1.469	1.508	1.591	1.687	1.687	2.043
 Brecha vs Oficial (%)	1,5%	4,8%	5,8%	4,0%	4,0%	3,9%	3,2%
 Salarios (var. % a/a)	36%	1,9%	3,1%	2,3%	1,8%	31,3%	24,2%
 Tasa TAMAR Mensual (%)	27,8%	2,64%	1,89%	2,05%	2,04%	25,5%	23,0%

Presión cambiaria a mediados de 2027

Tasa de interés sube para mitigar impacto

Inflación se acelera por movimiento cambiario

Riesgo de Aumento transitorio de Brecha

El escenario posterior depende del resultado electoral. TCN variable de ajuste

Estrategia de Asset Allocation

Retornos por Activos	YTM	Retorno		Estrategia - Posicionamiento
		7d	30D	
ARS Lecap				Neutral
Corta (Hasta 90d)	26,2%	0,5%	3,1%	Overweight
Media (Hasta 180d)	27,9%	0,5%	7,0%	Neutral
Larga (Mayor 365d)	29,1%	0,4%	1,8%	Underweight
Duales CER-TAMAR				Neutral
Corto (hasta 365d)	3,5%	-0,2%	2,2%	Neutral
Medio (Hasta 730d)	9,0%	0,8%	2,3%	Underweight
Largo (Mayor a 730d)	10,2%	0,8%	2,4%	Underweight
ARS Boncer				Neutral
Corto (hasta 365d)	4,2%	0,4%	2,1%	Overweight
Medio (Hasta 730d)	7,6%	0,6%	1,8%	Neutral
Largo (Mayor a 730d)	8,4%	0,6%	0,6%	Underweight
Dollar Linked				Neutral
Corta (Hasta 90d)	7,1%	0,4%	1,7%	Overweight
Media (Hasta 180d)	4,4%	0,1%	0,6%	Underweight
Larga (Mayor 365d)	6,7%	0,0%	0,1%	Neutral
Duales DLK-TAMAR	5,6%	1,00%	2,30%	Neutral
Retornos por Activos	YTM	Retorno		Estrategia - Posicionamiento
		7d	30D	
USD BCRA Bopreal MEP	4,14%	4,32%	0,97%	Neutral
USD Globales MEP				Neutral
Corto	5,9%	0,5%	0,9%	Neutral
Medio	9,3%	-0,6%	-1,8%	Underweight
Largo	9,4%	-0,1%	-1,5%	Underweight
USD Bonares MEP				Neutral
Corto (27-28)	6,4%	0,4%	-0,8%	Overweight
Medio (29-30)	9,1%	0,0%	-2,0%	Neutral
Largo (35-41)	10,5%	-0,9%	-2,6%	Underweight
S&P Merval USD		2,6%	0,3%	Neutral