

Viento de frente

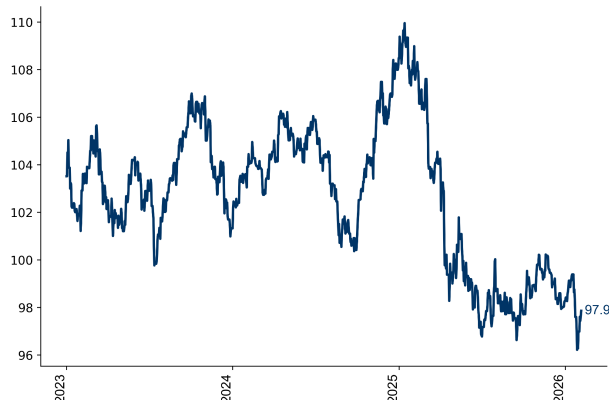
06 de febrero 2026

Así como en el semanal anterior expresamos la idea de un enero que fue un mes para enmarcar en lo que refiere a la performance de los activos argentinos; febrero viene siendo un mes para olvidar.

Nuestra percepción de que el contexto internacional no evidenciaba indicios de cambios en las tendencias fue muy optimista. Sin establecer una relación causal, desde la nominación de Kevin Warsh como futuro presidente de la FED, el cambio de tendencia en el “dólar index” (DXY) operó como catalizador para una corrección fuerte en commodities, volatilidad en mercados emergentes. Volatilidad que se extendió, en las últimas ruedas, a mercados desarrollados. Por otra parte, el universo de los crypto activos no encuentra piso y continúa la fuerte corrección iniciada en octubre del año pasado, que se potenció a principios de este año.

US Dollar Index

↑ Apreciación ↓ Depreciación



Fuente: IEB en base a LSEG

Es decir, los activos de riesgo vienen siendo fuertemente castigados y se observa un “flight to safety”. En la renta variable, por ejemplo, se viene observando una rotación de sectores cíclicos y de alto crecimiento (“growth”) a sectores más defensivos (“value”).

La singularidad de este momento es que, en otro contexto, la búsqueda de refugio operaba en el oro; hoy no queda exento de mucha volatilidad dados los valores récord que ha alcanzado.

En comparación a lo que ocurre con los activos de riesgo, el universo renta fija exhibe una calma casi propia de la campaña inglesa. Continúa la oferta de dólares y acumulación de reservas por parte del BCRA. La leve suba en el riesgo país se explica, entonces, por la variación general en el EMBI y no por factores idiosincráticos.

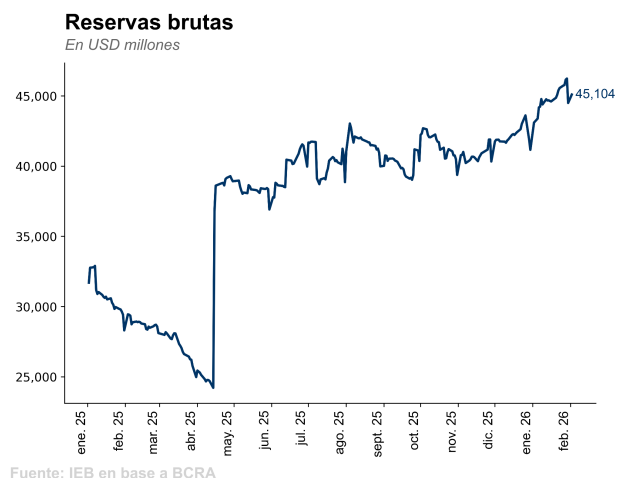
De esta manera, un dólar que continúa estable ha tenido como resultado que la estrategia de hacer “carry trade” siga siendo la correcta. Es por ello que para protegernos del viento de frente nos resulta atractivo continuar con la estrategia de “quedarse en pesos” buscando tasa.

Economía

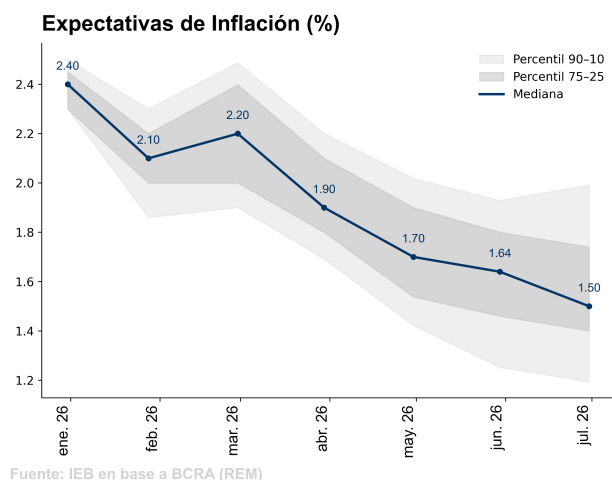
La acumulación de reservas para la compresión del riesgo país se presenta como una suerte de requisito para seguir el camino de Ecuador y retomar acceso a los mercados internacionales de deuda. En ese contexto, el escenario internacional adquiere particular relevancia para la dinámica local. El anuncio de Warsh como candidato a chairman de la FED en Estados Unidos ha generado volatilidad en el plano internacional, principalmente impulsado por su reputación hawkish. Si bien su trayectoria puede ser relacionada a un sesgo de política monetaria más bien contractivo –Warsh fue muy crítico de los QEs de Bernanke post crisis del 2008–, resulta difícil pensar que el candidato propuesto por Trump no abogue por un recorte de tasas, más aún en un año electoral. Si bien no proyectamos que la eventual asunción de Warsh implique un giro hacia una política más contractiva en el corto plazo, lo cierto es que cualquier freno en el apetito de riesgo de los inversores supone un factor adverso para Argentina.

En el plano local, ayer arribó la misión del FMI con el objetivo de avanzar en la segunda revisión del programa. La discusión incluirá una eventual reformulación de la meta de acumulación de reservas internacionales, incumplida de manera significativa durante 2025, y que el Gobierno busca recomponer a través del presente plan de recompra de reservas. Según cálculos del propio

BCRA, al depurar las reservas brutas por los pasivos con vencimientos mayor a un año se obtiene que las reservas netas se ubican en USD 2.867 MM.



Finalmente, el BCRA dió a conocer el relevamiento de expectativas de mercado (REM). Los analistas revisaron al alza sus proyecciones de inflación mensual, ajustando el dato de enero del 2,0% al 2,4%. En cuanto a las proyecciones a 12 meses, éstas se mantienen en 21,0% con una proyección de inflación del 22,4% para 2026. Observamos como la expectativa de inflación para 2026 fue convergiendo hacia la expectativa de inflación a 12 meses, lo que sugiere que los analistas factorizan un cambio en la tendencia: dejan de ver el ritmo decreciente para verlo constante.

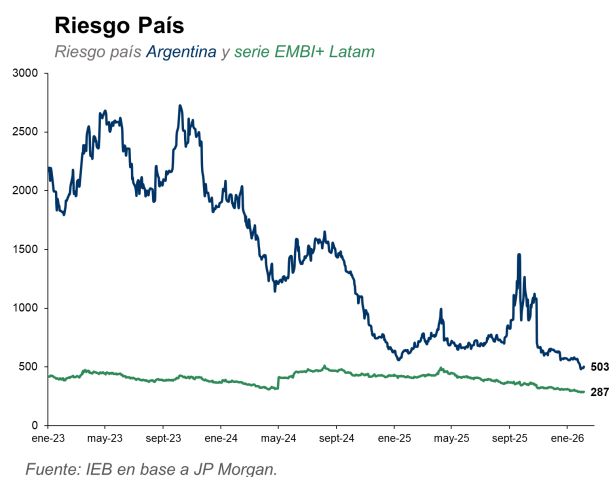


Renta Fija en Dólares

En una semana sin grandes novedades, el riesgo país registró un aumento de 18 puntos básicos desde el mínimo alcanzado la semana anterior (484 pbs), cerrando ayer en 516 puntos básicos.

En la región, la deuda emergente de Latinoamérica sube 0,5% en lo que va del mes y 0,4% en el año. El resto de la deuda emergente mostró un desempeño sobresaliente: sube 1,3% en el mes y 2,4% en 2026.

El contexto global, aunque más volátil estos días, mantiene su sesgo a favor de los mercados emergentes; resultado de una FED con dos recortes de tasas previstos para el año, un dólar que sería más débil y valuaciones atractivas en términos relativos.

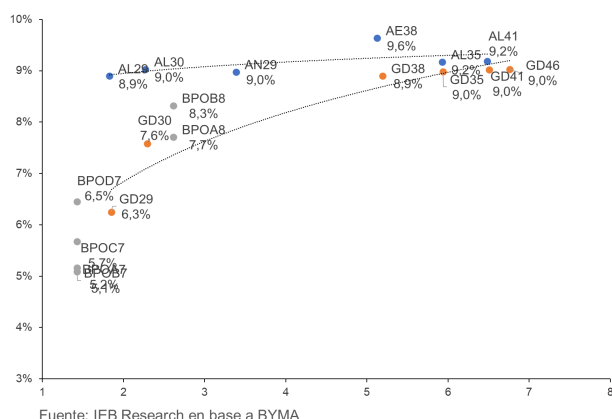


En lo que va del año, los bonos soberanos bajo legislación local (Bonares) acumulan una suba del 3,1%, mismo registro que los emitidos bajo legislación extranjera (Globales). Este desempeño estuvo impulsado principalmente por el fuerte rally registrado durante el mes de enero, período en el que los Bonares subieron 3,8% y los Globales 3,6%; y acotado por la dinámica de lo que va de febrero, donde Bonares caen 0,7% y Globales 0,5%.

Por su parte, los BOPREAL mostraron una volatilidad más acotada que la deuda soberana: tuvieron una caída de sólo 0,1% en lo que va del mes y avanzaron 1,9% en lo que va del año.

Curva Hard Dólar

TIR Y MD



Más allá de la caída de febrero, toda la curva Hard Dólar se mantiene bien por debajo de los dos dígitos, con la parte más corta rindiendo entre 6% y 7% bajo ley extranjera y entre 8% y 9% bajo ley local.

La parte más larga de la curva tiene un menor *spread* por la legislación (entre 0,5% y 1,5%) y rinde entre 8,5% y 9,3%. En diciembre, el tramo largo de la curva rendía por encima del 10%.

Volcándonos en la deuda corporativa, durante la semana, se subieron a la ola de colocaciones MSU Energy, que obtuvo USD 60 MM a 21 meses al 7,5%; Banco Comafi colocó a un año al 4,75%, al 7% a 2,75 años bajo ley local y USD 30 MM al 5,25% bajo ley extranjera; Credicuitas adjudicó USD 23 MM al 6,5% bajo ley local y CNH colocó ayer USD 46 MM al 7,5% a 3 años.

Esto se suma a la ola de colocaciones corporativas y provinciales impulsadas por un menor costo de financiamiento por la baja de tasas globales y el menor riesgo país argentino, que en enero ascendieron a cerca de USD 3.100 MM.

En adelante esperamos que se mantenga el apetito por colocar deuda, tanto en el universo corporativo como en el sub soberano: resultando en una oferta de dólares interesante (las colocaciones deben liquidarse en el MULC dentro de los 180 días desde la emisión).

Renta Fija en Pesos

La últimas dos semanas se transitaron con una mayor liquidez en el sistema que diciembre y el

resto de enero: si bien el viernes pasado el Tesoro retiró ARS 2 BB del sistema por el rollover de 124% en la última licitación, la inyección de pesos producto de las compras del BCRA y la menor demanda de dinero por motivos meramente estacionales resultaron en un sistema con liquidez más holgada.

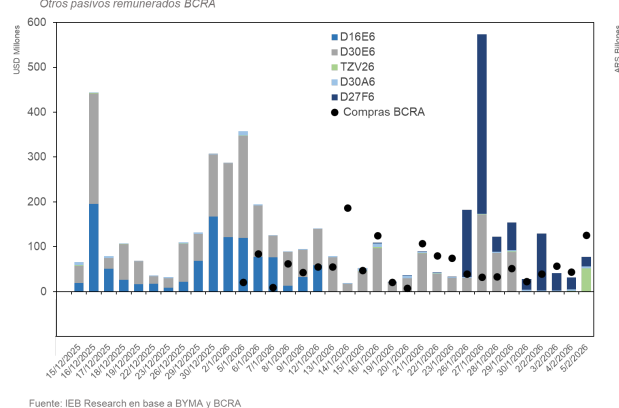
En el día de ayer, el Banco Central compró USD 126 MM en el MLC. Al respecto, notamos que la inyección de pesos proveniente de las compras supera el volumen operado de títulos Dólar Linked en Byma PPT (recordemos que el Central esterilizaba la compra de dólares vía Operaciones de Mercado Abierto en este segmento), y la liquidez del sistema pareciera mantenerse algo más relajada.

Títulos Dólar Linked y compras BCRA

Volumen operado títulos DL | PPT BYMA

Compra de divisas BCRA

Otros pasivos remunerados BCRA



A lo detallado se le suma que en el día de ayer el BCRA flexibilizó en el margen su política de efectivos mínimos (encajes); ahora los bancos podrán trasladar al mes siguiente una subintegración del 5% respecto a su posición global de efectivo mínimo en pesos. Más allá de los pormenores técnicos, la medida le da al sistema un margen para tratar los encajes de hasta ARS 0,9 BB, colaborando con la situación de liquidez.

En consecuencia, la tasa de caución se mantiene en la zona de 24% a 27%, y en las últimas ruedas redujo significativamente su volatilidad.

Volcándonos en el universo CER, las noticias respecto a la no actualización del índice que mide la inflación por parte de INDEC no tuvieron un

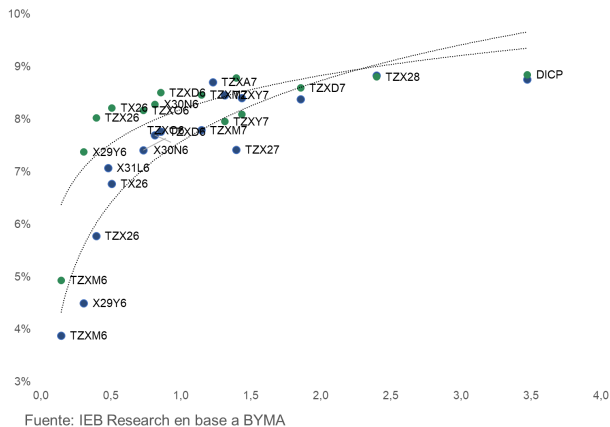
impacto significativo sobre el comportamiento de los bonos CER.

La mayor expectativa de inflación en el corto plazo derivó en un fuerte aumento del apetito por los instrumentos ajustados por CER durante la última semana (subieron 1,2%), lo que impulsó una nueva compresión en los tramos corto y medio de la curva CER.

En cuanto a enero, los indicadores de alta frecuencia registran una inflación en torno al 2,5%, ubicándose por encima de los niveles de inflación breakeven implícitos entre los títulos CER y los instrumentos a tasa fija, que para dicho mes se sitúan alrededor del 2%. En relevamiento de expectativas del Banco Central (REM) publicado ayer, la mediana de los relevados ubica a la inflación promedio en la zona de 2,4% en enero (el anterior era 1,9%), y en la zona del 2% mensual hasta abril. Esto supone una importante corrección respecto a la encuesta pasada, que sólo esperaba una inflación por encima del 2% para enero.

Curva CER

Actual y una semana atrás



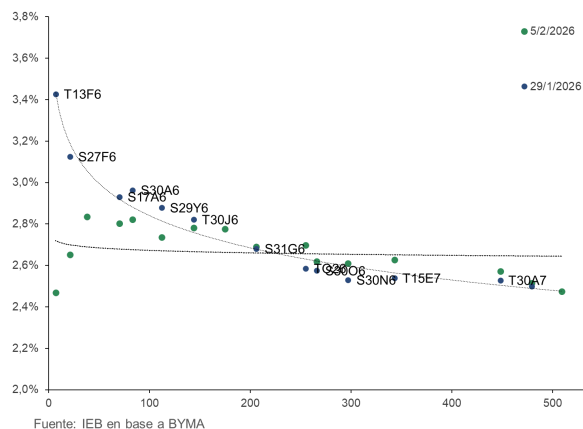
Los breakeven de inflación (la nominalidad que vuelve indiferente invertir en el activo con ajuste CER o el de tasa fija) subieron en la semana y se ubican en 2% promedio hasta abril y 1,8% hasta octubre de este año.

En contraste, la curva de LECAPs y BONCAPs mostró un desempeño muy acotado, incluso con la tasa de fondeo ubicándose en la zona de 25%. Estos instrumentos suben sólo 0,4% en la semana y 2,4% en lo que va del año; por debajo de la inflación. En este contexto de mayor liquidez, aunque se aplanó bastante la curva por el menor costo de fondeo, las

lecap más cortas siguen rindiendo más 34% TNA y los BONCAP se mostraron ofrecidos ayer en la zona de 36%-37% TNA; evidenciando la cautela del mercado respecto a los instrumentos de tasa fija y la fuerte preferencia por la cobertura, ya sea de tasa (TAMAR), inflación o tipo de cambio.

Curva LECAPs Y BONCAPs

Tasa efectiva mensual



En cuanto al resto de los índices de renta fija en pesos, el mejor desempeño de la semana lo llevaron los bonos Duales Tasa Fija-TAMAR, subiendo 1,2%. Le siguieron los CER ya mencionados.

Cabe destacar que, pese a la caída de los dólares las últimas semanas, se mantiene el apetito por la cobertura cambiaria: los bonos dólar linked subieron 0,8% en una semana sin disturbios en el plano cambiario; y son el asset class en pesos que mejor desempeño obtuvo en el año (4,2%).

En adelante, el miércoles se realizará una nueva licitación del Tesoro Nacional, para cubrir los vencimientos del 13 de febrero que ascienden a ARS 9,5 BB. Al igual que el resto de las licitaciones de 2026, esperamos un menú variado de instrumentos ofertados y un rollover elevado.

En ediciones pasadas venimos hablando de la ventana que se había abierto para realizar estrategias de carry trade. En este sentido, mantenemos nuestra posición en estrategias de carry trade para inversores moderados-agresivos abierta hace un mes.

En este sentido, se consolidó nuestro escenario donde ya que se ve una descompresión marcada de la curva pesos en el corto plazo, pero sobre

todo no vemos una suba sustancial del tipo de cambio (habrá oferta por parte del agro, de empresas corporativas que se vienen financiando en dólares en el mercado de capitales y del sector de energía). A esto se le suma, consideramos, una apertura de estrategias de carry por más inversores, teniendo en cuenta que la brecha MEP-Oficial se encuentra en mínimos (consideramos que gran parte de esta compresión responde a estrategias de carry trade en pesos, que derivan en una oferta persistente de dólares financieros).

Sobre el instrumento para estrategias de carry; nos posicionamos en instrumentos con cobertura o de inflación o de tasa. Puntualmente, preferimos bonos CER cortos como el X29Y6 y el TZX26 y duales como el TTM26 y el TTJ26. Los instrumentos con ajuste CER proporcionan cobertura sobre el techo de la banda cambiaria (que desde el arranque del año se ajusta por inflación de t-2).

Estrategias de Renta Fija

En cuanto a las estrategias en pesos, mantenemos interés en los bonos duales (Tasa fija-TAMAR). Particularmente, el TTM26 que rinde TAMAR + 6,5% y el TTJ26, que rinde TAMAR + 5,5% para junio 2026; mostrándose atractivos para devengar tasa, con una tasa breakeven en la zona del 29% (por caso la TAMAR promedio de la última semana se mantuvo en la zona de 32%), y brindando el beneficio de la cobertura para un esquema monetario-cambiario que necesitará de tasas reales altas y que presenta una volatilidad elevada. .

Respecto a estrategias en dólares, vemos atractivo en los Bopreales 2028, privilegiando la serie B por tener mayor liquidez que la serie A. Este instrumento rinde en torno al 8% TNA y presenta una menor volatilidad que la deuda soberana y menor *duration*.

En segundo lugar, para el segmento más conservador, vemos valor en los bonos corporativos para devengar tasa con baja volatilidad. En el tramo corto destacamos BBVA (BF39O), que vence en diciembre de este año y registra una TNA de 6,5%. Asimismo, en el tramo largo priorizamos créditos con balances sólidos y buena calificación crediticia,

donde resaltan alternativas como Telecom 2033 (TLCPO) e IRSA 2035 (IRCPO), con una TNA de 7,3% y 7% respectivamente.

Renta Variable

Luego de oficializada la pausa en los recortes de tasas por parte de la Reserva Federal en su primera reunión del año, y anunciado a Kevin Warsh como sucesor del actual presidente de la FED, el mercado internacional comenzó a mostrar un tono de cautela a medida que los inversores acomodan sus expectativas. Sin embargo, la situación se agravó durante la semana tras postergarse de manera indefinida la publicación de informes claves para el seguimiento de la economía y las decisiones de política monetaria debido al cierre parcial del Gobierno estadounidense, elevando aún más la incertidumbre en los mercados de renta variable.

El S&P Merval, por su parte, no escapó a esta dinámica, y si bien había logrado romper al alza con el comportamiento lateral que venía experimentando desde noviembre del año previo –incentivado por la compresión en los niveles de riesgo país– el menor apetito internacional por el riesgo llevó nuevamente al índice a los USD 1.950 perdiendo cerca de un 8% en dólares durante la semana.



Como venimos observando en nuestros semanales, el comportamiento del índice de acciones locales continúa marcado por las variaciones en los niveles de riesgo país. Si bien cada sector mantiene una dinámica diferente, creemos que los inversores continúan a la espera

de un impacto positivo sobre la economía real que auspice una mejora fundamental en las compañías argentinas.

Durante los últimos dos años se ha realizado un trabajo destacable por parte de la administración actual en materia de normalización tarifaria sobre los servicios, el cual ha demostrado una mejora notable en los balances de las compañías reguladas, las cuales trataremos en este semanal.

Si bien el sector aún se encuentra atravesando un proceso de regularización del marco tarifario, el cual tenía un gran retraso, el mismo fue normalizando su situación mediante una serie de resoluciones a lo largo de estos dos años.

En primer lugar, en abril de 2024 ENERGAS aprobó cuadros tarifarios de transición para el transporte y distribución de gas natural en Argentina. Que a modo de ejemplo, para TGN implicó un aumento en las tarifas de transporte del 675% efectivo a partir de abril de 2024 y ajustable mensualmente. Con la obligación de una inversión de ARS 19.150 MM ajustables de la misma forma. Luego, para los meses de agosto 2024 y abril 2025 se dispuso un ajuste acumulado del 17%.

Continuando, en abril de 2025 se aprobó la RQT (Revisión Quinquenal), a través de la cual se dispuso un ajuste del 16,1% (posteriormente actualizado a 14,8%) para los años 2025-2030, la cual se implementa en 31 cuotas mensuales. También se dispuso la inversión obligatoria que se debería incurrir durante el mismo tiempo. Por último, en junio de 2025 se estableció que las tarifas serán ajustadas mensualmente de acuerdo con la variación operada en un 50% por el IPIM y en un 50% IPC

En cuanto a distribución y transporte de energía eléctrica se siguió un camino similar contando con un fuerte aumento en febrero seguido de otro a mediados de 2024. También a partir de mediados de 2025 se aplica la RQT con la diferencia que el ajuste combina el IPC (33%) y el IPIM (67%). No obstante, este sector evidencia un atraso acumulado mayor ya que no todos los ajustes fueron aplicados debidamente durante la recomposición.

Por último, para el sector de generación de energía eléctrica se aplicó a principios de 2024 un gran aumento para el PEST (precio estacional), trasladando el costo de la empresa al usuario final. Sin embargo, aquí los ajustes sucesivos fueron menores que para el resto de los segmentos.

Los beneficios del ajuste tarifario fueron también acompañados por la normalización de la deuda entre todas las empresas de este sector y CAMMESA. Se aplicaron 3 planes de pago (72-75 cuotas) con 50% de tasa de interés BNA, al mismo tiempo que se redujeron los plazos de pago aportando también en una mejora del flujo de caja de las compañías.

Hacia adelante, recientemente el Ministro Caputo confirmó que las tarifas de electricidad y gas aumentarán por encima de la inflación, ya que al día de hoy los usuarios residenciales pagan el 76% del costo de la energía eléctrica, el 61% del gas natural, el 32% del transporte y el 100% del agua.

No obstante, a pesar de que posiblemente continuemos viendo una recomposición en los cuadros tarifarios de los servicios, gran parte del trabajo ya se ha hecho, dejando poco margen para una mejora considerable en los balances de las compañías por este concepto, con lo cual se vuelve relevante la selección de compañías con mayor potencial genuino dentro del sector.

Aún así, la normalización realizada hasta el momento permite ingresos y flujos de caja futuros más predecibles, lo que aporta un grado de solidez mayor al resto de compañías argentinas.

Cartera de Equity Argentino

Dado lo mencionado en la sección anterior, consideramos oportuno realizar un pequeño rebalanceo de la cartera: Consideramos que el contexto local e internacional actual promueve mantener una estrategia defensiva y enfocada en compañías con fundamentos sólidos.

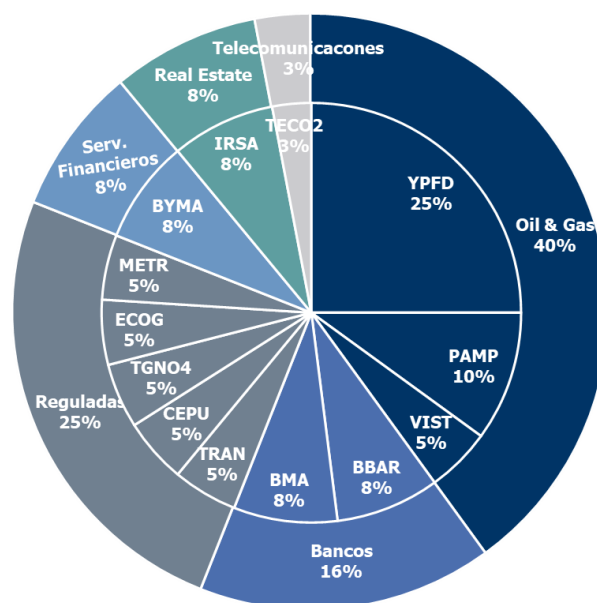
Mantenemos un 40% destinado al sector Oil & Gas –el cual tratamos extensamente en nuestro [anteúltimo semanal](#). Reducimos levemente la

exposición al sector bancario a un 16%. Como mencionamos en el semanal anterior los resultados del 4T, si bien serán algo mejores que los del 3T, no son suficientes para justificar las actuales valuaciones. Incluso mirando la película del 2026 no vemos un escenario de explosión del crédito que lleve los ROE a niveles que justifiquen el premio. Así, la exposición opera más como una posición táctica que nos permite capturar el potencial de suba en caso de un giro en el viento de frente a viento de cola. Sabemos que los bancos poseen mayor sensibilidad a variaciones en el nivel de riesgo país y cambios en el entorno global para la renta variable.

Por otra parte, incrementamos a 25% el sector regulado, sector que actualmente mantiene fundamentals sólidos tras la fuerte recomposición tarifaria detallada en la sección anterior. Sumamos a la cartera nuevamente **Ecogas (ECOG)** y **Metrogas (METR)**, acciones con flujos estables y que han venido siendo castigadas.

En la misma línea de reducir exposición a sectores cíclicos consideramos conveniente quitar de la careta a **Loma Negra (LOMA)**. Ha tenido una excelente performance, pero frente a los resultados del 4T nos resulta prudente hacer el lugar para sumar mayor defensividad.

Finalmente, el 19% restante lo mantenemos en sectores que consideramos con amplio potencial para el año en curso como son Servicios Financieros (8%), Real Estate (8%) y Telecomunicaciones (3%).



GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prouurban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

ANDRÉS NÓBILE

Director

anobile@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

VALENTIN VEDDA

Analista - Macro

vvedda@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

ANA ALBÍN

Analista - Renta Fija

aalbin@grupoieb.com.ar

IGNACIO HERNANDEZ MORAN

Research Assistant

ihmoran@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.