

MEGAQM

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

“Perspectivas Económicas: Entrando en etapa de definiciones”

03 de octubre de 2025

**Inversiones
impulsadas por expertos**



Punto de Partida

Pasaron muchas cosas en las últimas semanas. Las más importantes fueron:

- **Presiones sobre el Mercado cambiario.**
- **Retenciones 0% Transitorias.**
- **Deterioro en la valuación de activos.**
- **Apoyo del Tesoro de Estados Unidos.**

Importante tratar de entender los alcances e implicancias de cada uno de esos factores.

Los desafíos Hasta Las Elecciones

Quedan 3 semanas en las cuales el objetivo oficial parece ser el de llegar a la contienda electoral con el tipo de cambio lo más controlado posible.

Desbalance cambiario, con pocas opciones para dinamizar la oferta y tratando de contener la demanda.

Pensando el Día después

El primer “driver” es el resultado político. A partir de ahí se abren escenarios.

- * Escenario I: Resultado razonablemente positivo para el oficialismo.
- * Escenario II: Resultado negativo para el oficialismo.

- **¿Dónde estamos?**

- La economía sigue inmersa en una "situación de overshooting" o corrida cambiaria. La demanda está en niveles récord buscando cobertura ante lo que presume como un escenario de stress con corrección post electoral y la oferta se corre con una mirada similar. Consecuencia de ello, la oferta está en mínimos y la demanda se mantiene exacerbada.

- **¿Por qué llegamos a esta situación?**

- Se combinaron varios factores. Una política monetaria que todavía seguía en etapas transitorias, un ritmo de acumulación de reservas que nunca se consolidó por la fuerte demanda del Tesoro (y por priorizar la baja del tipo de cambio) y sobre todo una dinámica política que se comenzó a complicar dejando en claro que los fundamentos fiscales son un activo de la actual gestión y no del país.

- **¿Cuánto influye el Ciclo Electoral?**

- En los últimos 20 años, solamente 2 elecciones de medio término se dieron sin controles de cambios, esta es la tercera con flotación del tipo de cambio. El impacto de estos ciclos en la demanda por atesoramiento es muy contundente.

Impacto del Atesoramiento

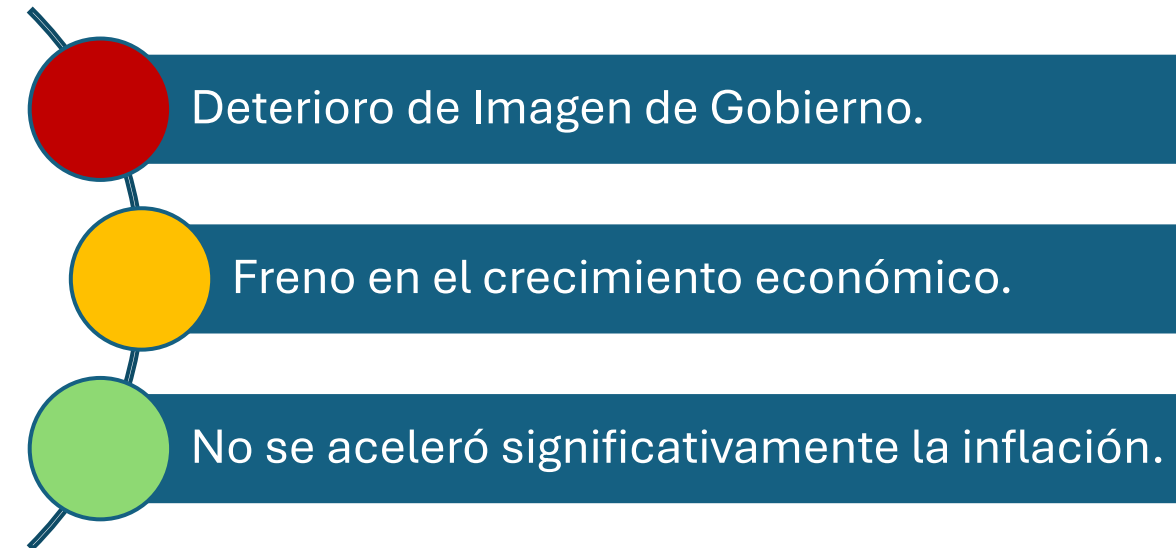
Año	Tipo	E-10	E-6	E-3	E +3
2007	Presidencial	24	486	1.986	695
2009	Legislativa	1.817	1.817	454	362
2011	Presidencial	1.346	2.251	3.038	371
2013	Legislativa	-38	-47	-11	155
2015	Presidencial	703	321	635	1.481
2017	Legislativa	1.454	1.579	2.482	2.618
2019	Presidencial	1.774	2.263	4.380	24
2021	Legislativa	-48	47	110	158
2023	Presidencial	122	92	94	-104
2025	Legislativa	368	4.241	3.201	
Presidencial Sin Cepo		1.048	1.667	3.134	695
Legislativa sin Cepo		1.635	2.546	2.046	1.490

Es imposible dejar de vincular los ciclos políticos y la demanda por atesoramiento. Las elecciones Presidenciales de 2011 y de 2019 derivaron en la imposición de controles cambiarios. En los ciclos electorales sin controles, el volumen de atesoramiento fue récord. Este ciclo viene con una dinámica similar, aunque con un inicio temprano.

Llegan a las elecciones con varias señales de alerta

- Históricamente ha existido un alto nivel de correlación entre ciertos indicadores económicos y la performance electoral de los oficialismos.
- La manera en que inciden esos datos depende mucho del contexto y del mandato social con el que se entiende que asume cada candidato.
- En este caso la desaceleración inflacionaria es un activo importante y se logró mantener a pesar de la volatilidad cambiaria y financiera de los últimos meses.
- El problema es que esa volatilidad impactó en el nivel de actividad, que dejó de crecer y empieza a reflejar señales negativas en muchos sectores.
- Pero posiblemente el mayor costo en términos electorales venga del deterioro en la valoración de la gestión de gobierno, que luce más afectada por la dificultad para marcar la agenda en el Congreso y avanzar en las reformas estructurales pendientes.
- Todo esto se agravó con los ruidos políticos que han ido apareciendo durante las distintas contiendas electorales.

	Confianza en el Gobierno	Ritmo de Crec Actividad	Ritmo Inflación 6 meses
IV-23	36,6%	-0,6%	237%
I-24	51,6%	-7,7%	449%
II-24	49,5%	-4,9%	345%
III-24	47,1%	5,7%	107%
IV-24	51,6%	12,0%	52%
I-25	50,6%	6,2%	39%
II-25	47,5%	1,6%	35%
jul-25	49,0%	-1,6%	32%
ago-25	42,4%	-3,3%	30%
sep-25	38,8%	-0,4%	27%



Frente Fiscal

- El Congreso y los Gobernadores presionando legislativamente para aumentar el gasto.
- Capital político mermado para contener esos embates.
 - Costo fiscal de las medidas para contener el tipo de cambio.

Frente Cambiario

- Equilibrio cambiario en duda por baja acumulación de reservas y rápido agotamiento de los efectos positivos de las medidas anunciadas.
 - ¿Cómo encarar las próximas 3 semanas sin los dólares del agro?

Frente Monetario

- El control de la cantidad de pesos ayuda en el largo plazo, pero no alcanza para contener las presiones cambiarias de corto plazo.
- Necesidad de tener una mirada diferente sobre la relevancia agregados monetarios amplios y la deuda en pesos.

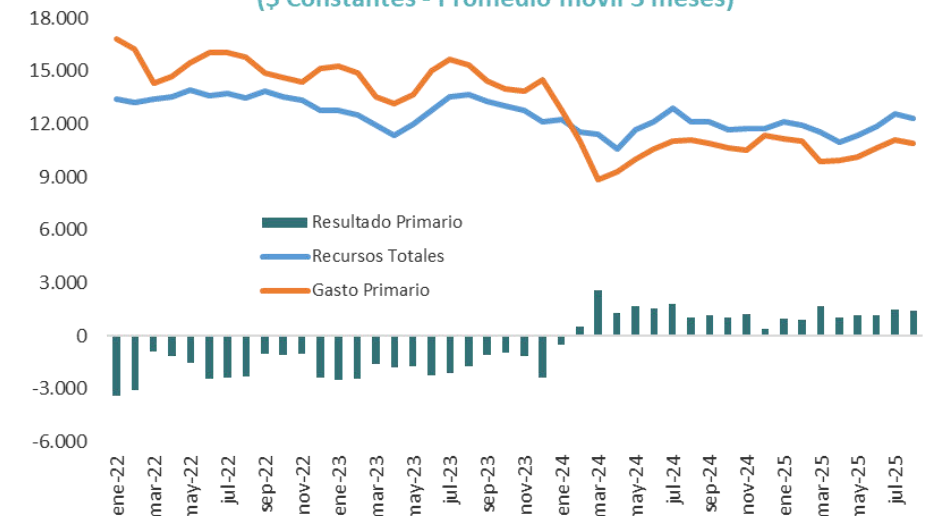
Frente Político

- Fuerte desgaste de la imagen de gobierno y dificultades para lograr un armado político competitivo en los principales distritos.
- Costo alto por no poder lograr consensos con los potenciales aliados políticos.

- El **Equilibrio Fiscal** se ha definido como el factor central para anclar expectativas inflacionarias y cambiarias.
- Esa dinámica se mantiene, aunque el superávit primario de este año viene estando por debajo del de 2024 si lo medidos a precios constantes.
- Sobre esta base, han empezado a aparecer señales que generan preocupación hacia adelante, porque pueden obligar a trabajar sobre reasignación de partidas para mantener el equilibrio. Uno de esos factores es el impacto de las retenciones cero. Es una medida con un costo fiscal bruto de USD 1.500 millones, aunque su impacto puede diluirse entre 2025 y 2026, equivale a 0,2% del PBI.

El Tesoro acumula caja y baja la Presión Tributaria

Valores a Precios Constantes de May-25	Acum 8 M 2024		Acum 8 M 2025		Variación	
	\$ Reales	% PBI	\$ Reales	% PBI	% Real	En Pts PBI
INGRESOS TOTALES	11.885.290	17,2%	11.858.868	16,3%	-0,2%	-0,9%
Tributarios	10.901.961	15,8%	10.976.830	15,1%	0,7%	-0,7%
Rentas de la Propiedad	563.457	0,8%	347.474	0,5%	-38,3%	-0,3%
Resto de Ingresos	419.871	0,6%	534.564	0,7%	27,3%	0,1%
GASTO PRIMARIO	10.033.191	14,5%	10.369.829	14,3%	3,4%	-0,3%
Salarios	1.497.957	2,2%	1.422.903	2,0%	-5,0%	-0,2%
Jubilaciones y Pens.	5.209.198	7,6%	6.186.314	8,5%	18,8%	1,0%
Resto Gasto Social	1.058.905	1,5%	757.907	1,0%	-28,4%	-0,5%
Subsidios	1.104.456	1,6%	645.875	0,9%	-41,5%	-0,7%
Resto de Gastos	1.162.674	1,7%	1.356.829	1,9%	16,7%	0,2%
Resultado Primario	1.852.100	2,7%	1.489.039	2,0%	-19,6%	-0,6%
Intereses	1.407.785	2,0%	1.036.253	1,4%	-26,4%	-0,6%
Resultado Financiero	444.315	0,6%	452.786	0,6%	1,9%	0,0%
Transf a Provincias	136.527	0,2%	243.388	0,3%	78,3%	0,1%

 Se mantiene sólido el equilibrio fiscal
 (\$ Constantes - Promedio móvil 3 meses)


¿Qué se necesita
para consolidar el
Ancla fiscal?

Probablemente pase
por controlar los
embates del
Congreso y sostener
la capacidad de veto.

Para eso es clave la
conformación de las
Cámaras luego de la
renovación de
autoridades.
Ahí entra el resultado
Electoral y sobre todo
la construcción de
vínculos más sólidos
con la oposición no
kirchnerista.

La pulseada en el Frente Cambiario

Pocas opciones para las próximas 3 semanas.

Por precio:

- Implica convalidar una situación de overshooting, llevando el tipo de cambio a un punto de equilibrio que incluye todo el efecto de la incertidumbre electoral.

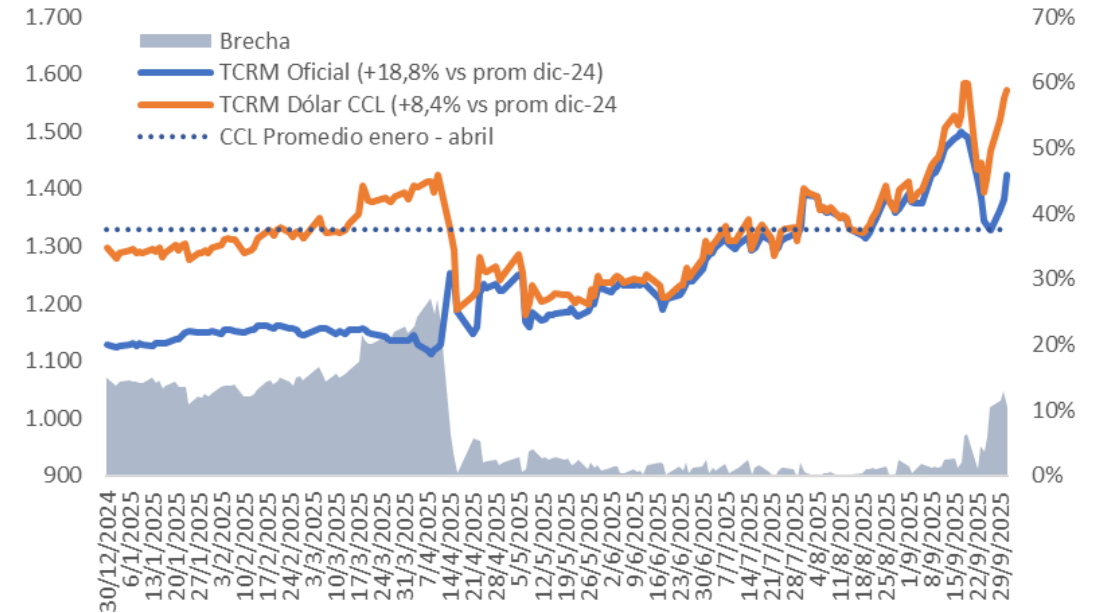
Por Cantidades

- Implica seguir tomando medidas que restrinjan la demanda. Ya se avanzó con control cruzado para individuos y limitando billeteras.

Usando la Caja (Cash – Futuros – DLK)

- La última alternativa es seguir abasteciendo al mercado vía Tesoro y/o BCRA, aunque quedan 3 largas semanas por delante. Las emisiones DLK son un complemento, pero implican convalidar eventuales ajustes del tipo de cambio. El BCRA ahora con poder de fuego en DLK.
- Cuantas más reservas pierdas, más alto será el punto de equilibrio posterior.

Evolución del TCRM desde principio de Año



	1-25	abr-25	may-25	jun-25	jul-25	ago-25	sep-25	Hoy	Var % vs Dic-24
Dólar Oficial	1.147	1.177	1.193	1.228	1.308	1.356	1.415	1.424	25,1%
Dólar Financiero	1.319	1.318	1.219	1.241	1.321	1.362	1.467	1.573	25,6%
Brecha Cambiaria	15%	12%	2,2%	1,0%	1,0%	0,5%	3,7%	10%	=

¿Dónde está el equilibrio cambiario?

Es una discusión que recién empieza después de las elecciones.

Agenda para las Próximas 4 Semanas

- Las próximas 3 semanas serán complejas para el Tesoro y el BCRA. Quedan pocas cartas para jugar, donde a priori la principal parece venir de las negociaciones con el **Tesoro de Estados Unidos**.
- De todas maneras, toda esa ayuda parece más enfocada en garantizar los flujos de la deuda hard dollar, pero no tienen por objetivo financiar el sostenimiento del **nivel actual de tipo de cambio**.
- En ese marco las fechas claves pasarán principalmente por las licitaciones previstas para **renovar los vencimientos** de deuda del Tesoro y luego con los distintos datos económicos que pueden ir apareciendo.
- La **semana siguiente a la contienda** es también clave, porque allí se producen vencimientos de deuda en pesos por casi **\$12 Billones** y a la vez se cierran los contratos de futuro de octubre (**USD 1.940 millones de interés abierto en ROFEX + BYMA**). Esto sin contar las operaciones tanto de deuda como de futuros que se sigan concertando hasta esa fecha.

Semana 1	
7-oct	Inflación CABA
Semana 2	
14-oct	Reunión Milei - Trump
14-oct	Precios al Consumidor
16-oct	Precios Mayoristas
17-oct	Vencimientos Deuda por \$14,2 B
Semana 3	
20-oct	Intercambio Comercial
22-oct	Actividad Económica (EMAE)
Semana 4	
27-oct	Primer día POST ELECCIONES
28-oct	Índice de Salarios
31-oct	Vencimientos Deuda por \$11,9 B
31-oct	Fixing Rofex Contrato Oct

¿Siguen sobrando pesos?

- Las presiones cambiarias de las últimas semanas confirmaron dos hipótesis:
 - A) **No se redujo tanto la cantidad de pesos como se creía.**
 - B) Las presiones sobre el tipo de cambio no vienen desde los pesos transaccionales, sino desde las otras tenencias de pesos (agregados más amplios y deuda en pesos).
- Por eso es difícil controlar ciclos como el de estas semanas solamente limitando el crecimiento de los agregados monetarios básicos.
- La tasa de interés también fue perdiendo efectividad para contener esos pesos en la medida que se van acortando los plazos con respecto a la fecha de elecciones.
- ¿Por qué no alcanzó con la recuperación de la demanda real de dinero?
 - Mejóro la demanda de base, pero esencialmente por suba de encajes en los últimos meses. Los agregados más amplios dejaron de recuperarse y esos pesos excedentes se canalizaron hacia deuda en pesos.

Una Mirada sobre los pesos y las reservas

Agregados Monetarios	III-22	III-23	III-24	III-25
Base Monetaria	6,0%	3,0%	3,5%	4,5%
Medios de Pago	12,0%	8,8%	8,1%	8,5%
Masa Monetaria	20,1%	16,7%	13,8%	15,6%
Pasivos Remunerados \$	7,7%	8,9%	0,4%	0,2%
Deuda a Mercado	I-22	III-23	III-24	III-25
Deuda en USD (Tes + BCRA)	20,8%	18,0%	17,1%	24,6%
Deuda en Pesos	15,2%	17,7%	25,1%	28,4%
Deuda Total a Mercado	36,0%	35,7%	42,2%	53,1%
Reservas y Ratios	I-22	III-23	III-24	III-25
Reservas Brutas	6,6%	3,9%	4,1%	6,0%
Reservas / Deuda USD	31,8%	21,8%	23,9%	24,5%
Reservas / Pasivos Rem	86,0%	44,1%		
Reservas / M3	32,8%	23,5%	29,5%	38,5%
Reservas / Stock Pesos	15,4%	9,0%	10,4%	13,6%
Stock de Pesos / PBI	43,0%	43,3%	39,4%	44,3%

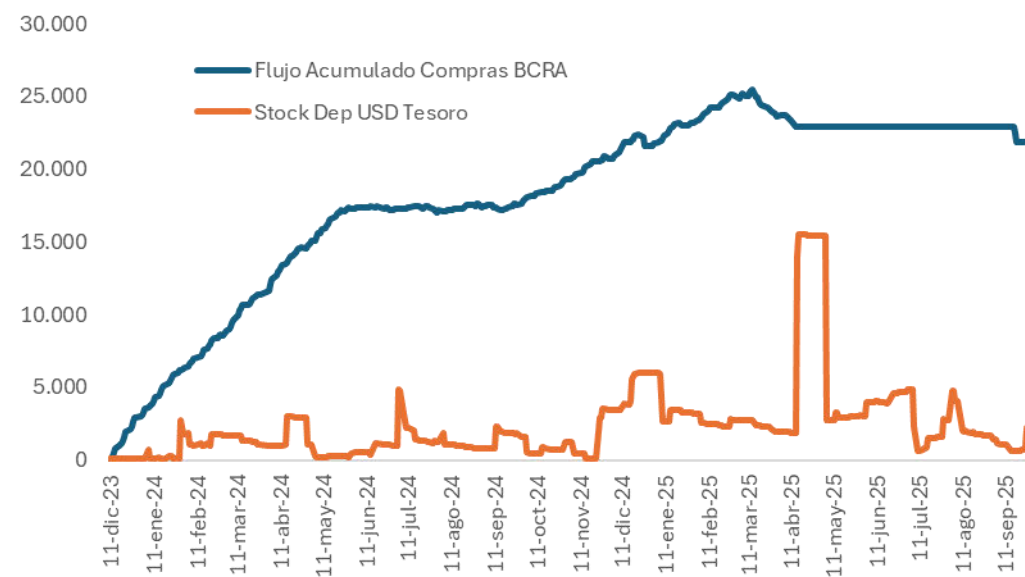
La política monetaria fue migrando, se cortó la emisión por asistencia al Tesoro y se cortó la creación endógena de pesos por pasivos remunerados, pero la cantidad de pesos en relación al PBI se mantiene estable. La deuda en pesos compensó ese rol.

¿Alcanzan las Reservas?

- Pareciera haber consenso tanto en analistas locales, como en Organismos Internacionales sobre el rol clave que tiene que tener la acumulación de reservas para darle estabilidad al modelo económico.
- La posición de reservas internacionales sigue siendo baja en cualquiera de los parámetros de referencia. Por lo tanto es una prioridad ir solucionando ese problema. Pero posiblemente sea el Tesoro el que más necesite de esa acumulación de divisas, porque todavía no recupera el acceso al mercado de capitales.
- El BCRA lleva comprados casi USD 22.000 millones netos al sector privado, pero el Tesoro se llevó en ese mismo período USD 25.000 millones. Compensó luego parte de esos flujos negativos con los desembolsos del FMI, pero deja en evidencia que el desafío de acumular reservas si el Tesoro no logra el Roll Over es mucho más exigente.
- El mercado sigue a la expectativa de los anuncios que se puedan dar producto de las negociaciones con el Tesoro de Estados Unidos, pero siempre enfocando esas expectativas en que generen un escudo protector sobre los próximos pagos de deuda. Es decir sin asignar probabilidades a que se generen desembolsos que ayuden a contener el actual desequilibrio cambiario.

Datos en USD Millones	1/10/2025
Reservas Brutas	42.231
Encajes	13.500
Swap China	18.260
Deuda con OOI (incluye BIS)	114
SEDESA	2.094
Reservas Netas (Valor Mercado)	8.263
Vencimientos de Bopreal 12 Meses	3.000
Reservas Netas de Bopreal 12M	5.263
Reservas Netas metodología FMI	-7.517
Variación Reservas Met FMI desde Dic-24	-5.360

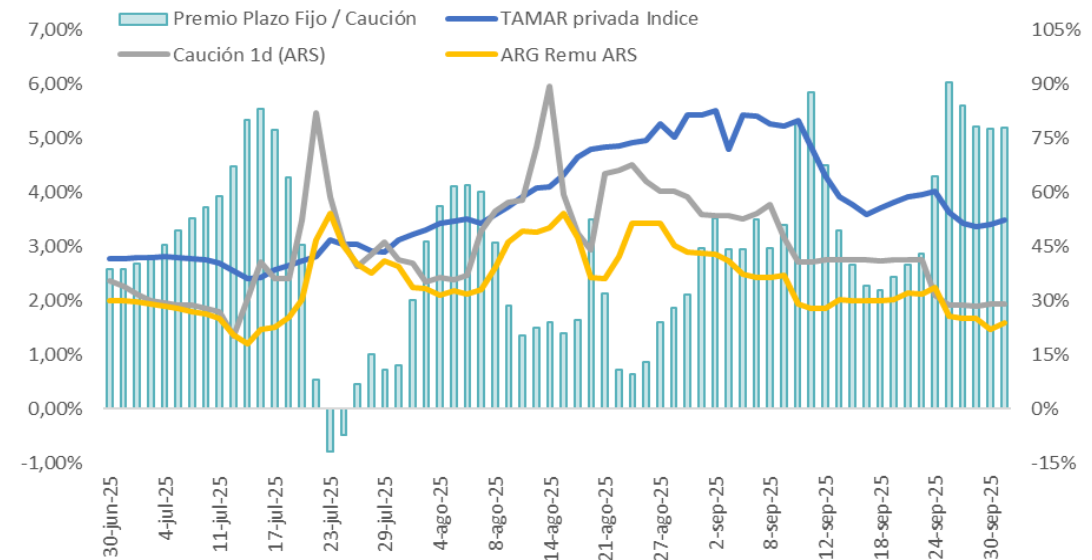
El Desafío de Acumular USD



¿Funciona la Tasa de Interés?

- El BCRA cambió por completo su política de tasas de interés. Logró recomponer las tasas de corto, pero en el período de mayor volatilidad cambiaria, las tasas no tuvieron un rol activo para mitigar el aumento de la demanda.
- Hoy las tasas volvieron a un **equilibrio más natural**, con un **spread atractivo por extender plazos** y buscando de esa manera hacer más estables los flujos de pesos.
- En las próximas semanas posiblemente retorne la discusión sobre el nivel de equilibrio de las tasas reales de interés.

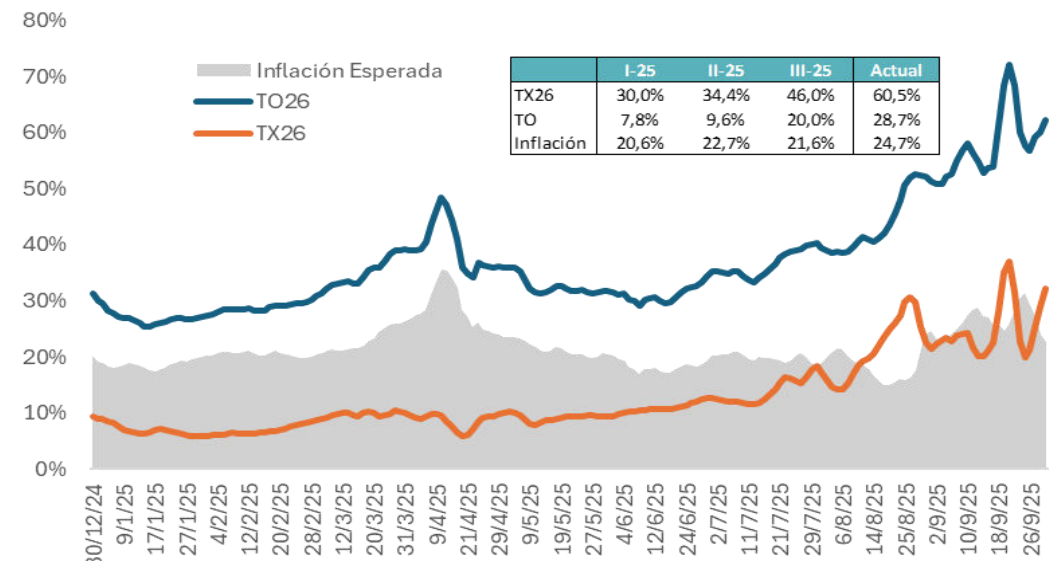
Se reordenaron las Tasas de Interés



Tasas Reales de Interés

	I-25	abr-25	may-25	jun-25	jul-25	ago-25	sep-25	oct-25
Caucción 1 día	28%	28%	24%	28%	31%	45%	34%	23%
Real	-5%	-10%	-10%	2%	7%	17%	5%	-6%
TAMAR	31%	35%	34%	34%	34%	53%	52%	42%
Real	-3%	-5%	-2%	6%	10%	24%	20%	8%
Personales	69%	71%	72%	73%	70%	74%	82%	79%
Real	25%	20%	25%	37%	39%	41%	43%	37%
Adelantos	37%	41%	37%	37%	47%	76%	57%	46%
Real	1%	-1%	0%	8%	21%	42%	24%	11%
Call Bancos	34%	34%	32%	33%	37%	69%	46%	35%
Real	-1%	-5%	-4%	6%	12%	36%	15%	3%
Inflación 3m Anual.	35%	42%	37%	26%	22%	24%	27%	31%

Suba de Tasas Reales y de Expectativas de Inflación



¿Cómo quedó la liquidez Bancaria?

- En el **MUNDO PESOS**, los bancos empezaron a recuperar liquidez vía aumento de depósitos y un freno significativo en la velocidad de expansión del crédito. Esto se refleja también en las tasas de interés, donde se ve un esfuerzo por lograr fondeo más largo.
- Los flujos crecientes hacia Money Market parecen estar ayudando a crecer en el segmento mayorista de depósitos.
- En el **MUNDO DÓLAR** la situación es parecida. El atesoramiento está generando flujo creciendo de depósitos privados. La diferencia es que el crédito sigue creciendo a buen ritmo a pesar de la volatilidad del tipo de cambio.
- Los niveles de exposición a riesgo privado bajaron al 72,4% (préstamos / depósitos netos de encaje) para el segmento pesos y llegaron ya al 81,5% para el segmento dólar.
- Empieza la etapa de mayor requerimiento de financiamiento para el agro y eso puede seguir generando una demanda creciente de fondeo en dólares.

La Posición de los Bancos en el MUNDO PESOS

Datos en Arg\$ Billones	Saldo Promedio					Variación Reciente	
	jun-25	jul-25	ago-25	sep-25	Ult 3d	Arg\$	En %
Depósitos \$	122,8	127,6	127,7	131,7	137,8	6,1	4,6%
Encajes	16,0	16,3	21,9	19,9	20,1	0,3	1,4%
BCRA	13,8	14,2	19,8	17,9	18,1	0,2	1,3%
Efectivo	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	0,0	1,8%
Capacidad Prestable \$	106,8	111,2	105,7	111,8	117,7	5,8	5,2%
	jun-25	1 al 8 jul	10 al 15 Jul	sep-25	Ult 3d	Arg\$	En %
Títulos Públicos \$	69,7	71,7	68,4	73,8	76,6	2,8	3,8%
Lefis	9,7	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0%
Resto (Lecaps-CER)	60,1	67,8	68,4	73,8	76,6	2,8	3,8%
Préstamos \$	76,5	80,6	83,2	84,6	86,7	2,1	2,4%
Activo a Tasa	146,3	152,3	151,6	158,4	163,2	4,9	3,1%
Préstamos / Depósitos Netos	70,2%	71,1%	77,1%	74,4%	72,4%		

La Posición de los Bancos en el MUNDO DÓLAR

Datos en USD Millones	Saldo Promedio					Variación Reciente	
	jun-25	jul-25	ago-25	sep-25	Ult 3d	Arg\$	En %
Depósitos USD	33.437	35.404	35.620	35.547	36.669	1.122	3,2%
Privados	30.446	32.281	32.378	32.636	33.788	1.152	3,5%
Públicos	2.991	3.123	3.242	2.911	2.881	-29	-1,0%
Depósitos BCRA	12.663	14.225	13.998	13.104	13.143	39	0,3%
Legal	6.687	7.081	7.124	7.109	7.334	224	3,2%
Ocioso	5.976	7.144	6.874	5.995	5.809	-186	-3,1%
Efectivo	5.112	4.915	4.750	4.692	4.746	54	1,1%
Capac Prestable Máx	3.529	4.094	3.525	2.881	2.606	-275	-9,5%
Títulos Públicos	4.914	4.263	3.958	3.774	3.943	169	4,5%
Préstamos	16.351	17.321	18.040	19.014	19.168	154	0,8%
Activo a Tasa	21.265	21.584	21.997	22.788	23.111	323	1,4%
Préstamos / Depósitos Netos	78,7%	81,8%	83,4%	84,7%	81,5%		

- Los depósitos crecen por el lado de los plazos fijos. La expansión del AUM de los FCI Money Market seguramente está teniendo un rol clave.
- En el lado del crédito, el freno se nota más en el segmento empresas. En cambio continúa la expansión de garantía Real.
- Las tarjetas, que venían empujando aparecen con un freno con respecto a agosto.
- Claramente estamos entrando en etapa de mayor liquidez, algo que recién puede empezar a cambiar después de las elecciones.

	Stock	Variación %			Var Abs 1 Mes
	sep-25	1 mes	3 Meses	YTD	
Depósitos Arg\$	123.343	2,9%	6,1%	28%	3.514
Cuenta Corriente	27.071	-4,7%	-2,0%	9%	-1.350
Caja de Ahorro	26.042	-2,2%	0,7%	15%	-576
Plazo Fijo	67.610	8,7%	13,0%	46%	5.439
Plazo Fijo UVA	367	-18,3%	-52,7%	-62%	-82
Otros	2.254	3,8%	2,5%	29%	83
Depósitos USD	35	-0,2%	6,4%	3%	-76
Privado	32.572	0,7%	7,1%	3%	233
Público	2.513	-10,9%	-1,9%	11%	-309

	Stock	Variación %			Var Abs 1 Mes
	sep-25	1 mes	3 Meses	YTD	
Préstamos Arg\$	79.179	1,0%	9,5%	55%	778
Adelantos	7.740	-3,9%	-5,2%	60%	-311
Documentos	18.837	-0,4%	6,5%	23%	-69
Hipotecarios	5.013	10,9%	39,0%	202%	491
Prendarios	5.442	5,0%	15,4%	78%	260
Personales	17.935	3,0%	11,7%	85%	515
Tarjetas	19.666	-1,0%	7,6%	39%	-205
Otros	4.545	2,2%	18,7%	100%	97
Préstamos USD	18.308	5,3%	15,6%	83%	919

La inflación por ahora controlada.

- Sigue siendo el principal activo oficial de cara al proceso electoral.
- Por ahora servicios públicos no debería presionar. Además los componentes estacionales tienden a bajar en octubre.
- De todas maneras, la suba de la brecha cambiaria puede ser un factor que incida, como ha pasado en otros ciclos, sobre el proceso de formación de precios en el segmento de bienes. En especial teniendo en cuenta la incertidumbre propia que impone el proceso electoral.
- La dinámica inflacionaria y el eventual ritmo de traslado a precios es un factor clave para entender el punto de equilibrio en una economía que parece buscar niveles de tipo de cambio real más altos.
- El bajo nivel de demanda interna sigue siendo un factor clave para contener presiones inflacionarias, en especial cuando los altos niveles de stock se han vuelto caros de sostener.

	ago-22	ago-23	ago-24	ago-25	Var % a/a
Empleo	12.777	13.309	13.244	12.876	-2,8%
Privado Formal	6.163	6.372	6.209	6.237	0,5%
Público	3.377	3.465	3.429	3.404	-0,7%
Resto	3.237	3.472	3.606	3.235	-10,3%
Salario Real	79,4	79,0	68,1	76,7	12,7%
Poder Adquisitivo	83,8	86,9	74,5	81,6	9,6%

LENTAS SEÑALES DE ACELERACIÓN INFLACIONARIA

Var %	I-25	II-25	jul-25	ago-25	sep-25	oct-25
Inflación	2,8%	2,0%	1,9%	2,2%	2,3%	2,5%
Arrastre	1,4%	1,1%	0,9%	1,3%	0,9%	1,4%
Neto	1,4%	0,9%	1,1%	0,9%	1,4%	1,0%
Bienes	2,4%	1,5%	1,4%	1,6%		
Servicios	3,6%	3,0%	3,1%	2,5%		
Estacional	2,6%	-0,4%	4,1%	-0,8%		
Núcleo	2,8%	2,4%	1,5%	2,0%		
Regulados	2,7%	1,8%	2,3%	2,7%		

Arrastre bajo para septiembre.

Inflación neta creciendo.

Estacionales con tendencia bajista próximos 2 meses.

Por ahora sin ajustes relevantes de servicios públicos.

Riesgo por impacto de “Brecha Cambiaria”

Pensando las semanas posteriores: ¿Qué nos dice hoy el mercado?

- El mercado espera correcciones en lo cambiario y asume que eso puede tener impacto sobre el nivel de inflación de 2026.
- De todas maneras, la magnitud que se ve en precios de esas correcciones parecen bastante acotadas.
- Inclusive la tasa real implícita luce por debajo de los niveles que nos imaginamos de equilibrio para 2026.

Contrato	Techo	Precio	Precio / Techo	Int Abierto USD M
oct-25	1.497	1.460	-2,5%	1.730
nov-25	1.511	1.525	0,9%	1.472
dic-25	1.527	1.576	3,2%	1.397
ene-26	1.542	1.612	4,5%	606
feb-26	1.557	1.650	6,0%	225
mar-26	1.573	1.695	7,8%	336
abr-26	1.589	1.715	7,9%	478
may-26	1.604	1.740	8,5%	2.009
jun-26	1.621	1.780	9,8%	65

Tipo de Cambio

- En Rofex el contrato de diciembre opera apenas 3,2% por arriba del techo de la banda.
- En cambio el dólar implícito en las Lecaps es de casi \$1700 para esa fecha.

Inflación

- Aumentó la expectativa de inflación para 2026 que llegó a 23%. Por momentos estuvo operando en el rango del 10%.
- La expectativa para 2025 se mantiene en torno a 30%.

Tasa Real

- Luce bajo el diferencial entre el spread sobre TAMAR, versus el spread sobre CER.
- Son escenarios con tasas reales de entre 1 y 2%.
- En un escenario de flotación, la tasa real debería tender a ser más alta.

Factores que hacen al Punto de Equilibrio

Resultado Electoral

Decisión sobre el Esquema Cambiario

Presencia compradora del Tesoro en Mercado Cambiario.

Magnitud del flujo de inversiones hacia sectores estratégicos

Grado de Avance que se logre en Reformas Estructurales

Nivel de Precios de Commodities

- Estamos todavía muy lejos de poder entender cuál es el punto de equilibrio entre tipo de cambio, tasa de interés y nivel de inflación para el año que viene.
- El resultado electoral va a resultar clave, pero atrás de eso también hay factores propios y externos que tendrán mucha influencia.
- La construcción política y los avances en las reformas estructurales puede ser un punto central si el oficialismo logra un resultado electoral razonable. Pero igualmente todavía quedan muchos puntos por definir de factores que hacen a la oferta y demanda de divisas.
- Esto queda en evidencia al realizar diferentes ejercicios cambiarios, donde para tolerar niveles altos de gastos de turismo o atesoramiento, se deben dar flujos de capitales (inversión extranjera y financiamiento) sostenidamente altos.



FACTORES DE OFERTA ESTRUCTURALES = USD 7.500 mill

Cereales y Oleaginosas → USD 2.800 mensuales

Petróleo y Gas → USD 900 millones

Minería → USD 400 millones

Resto de Expo → USD 3.200 millones

FACTORES DE DEMANDA ESTRUCTURALES = USD 8.800 mill

Importaciones de Energía → USD 400 millones

Resto de Importaciones → USD 5.200 millones

Turismo → USD 800 millones

Atesoramiento → USD 1.200 millones

Necesidades del Tesoro → USD 1.200 millones

Encontrar el equilibrio implica generar flujos de financiamiento o de inversiones que cubran esa diferencia de USD 1.300 millones.

Hasta el Tesoro de Estados Unidos ha puesto el foco en el resultado electoral de fines de octubre. Una elección de medio término se ha convertido en un driver que puede definir el sendero de los próximos dos años. En ese marco, se hace complejo pensar en un escenario único, ya que los fundamentos de uno y otro caso llevan a puntos de equilibrio completamente diferentes. Hoy resulta complejo también asignarles probabilidades a esos escenarios.

Escenario I



Para que se pueda dar este escenario, el resultado electoral tiene que ser lo suficientemente bueno y posiblemente se requiera que se de en el marco de una alianza de gobierno más integrada como para incrementar las probabilidades de que se puedan hacer reformas en la segunda parte del mandato. Se necesita empezar a ver que los fundamentos fiscales y la no emisión pueden perdurar en el tiempo.



Si mejoran esos fundamentos, el Tesoro podría empezar a ver un escenario más lógico para retornar a los mercados voluntarios de deuda, viabilizando el rolleo de la deuda hard dollar y una extensión de plazos de ellos vencimientos de la deuda en pesos.



Sin el Tesoro demandando divisas en el mercado, se puede pensar en un escenario más razonable para que el BCRA logre acumular reservas sin necesidad de llevar a un tipo de cambio real de equilibrio excesivamente alto. Se podría evitar un fuerte overshooting.

Escenario II



Si en cambio la continuidad política se pone en duda con el resultado electoral, el sendero económico hacia adelante puede ser más complejo.



El Tesoro difícilmente logre re-acceder al mercado de deuda, el apoyo de Estados Unidos puede ser más difuso y podemos estar ante un escenario que requiera una corrección cambiaria inicial, que licue deuda en pesos y ayude a encontrar más rápido una tasa de interés de equilibrio.



Si ese es el escenario, el punto de equilibrio en términos de tipo de cambio real es más alto, porque el Tesoro se convierte en un factor de demanda de divisas y el flujo de inversiones será significativamente menor.

Estrategia de Asset Allocation

Retornos por Activos	Var % 7 d		Var % 30 d		Var % YTD		Estrategia - Posicionamiento
	Arg\$	USD	Arg\$	USD	Arg\$	USD	
Remunerada ARS	0,59%	-9,0%	2,9%	-9,0%	25,4%	-3,6%	Underweight
Caución 7d (ARS)	0,42%	-9,2%	2,7%	-9,2%	24,6%	-4,2%	Underweight
TAMAR Privada	0,79%	-8,8%	4,2%	-7,9%	32,1%	1,6%	Neutral
ARS Lecap	0,16%	-9,4%	3,3%	-8,6%	19,9%	-7,8%	Overweight
Corta	0,08%	-9,5%	3,4%	-8,6%	28,2%	-1,4%	Overweight
Media	1,31%	-8,4%	4,3%	-7,8%	22,9%	-5,5%	Neutral
Larga	0,22%	-9,4%	3,9%	-8,1%	18,2%	-9,1%	Underweight
Duales TF-TAMAR	-4,07%	-13,2%	-4,6%	-15,7%	5,8%	-18,7%	Neutral
ARS Boncer	-4,65%	-13,8%	-2,5%	-13,8%	11,1%	-14,6%	Underweight
Corto	0,34%	-9,2%	3,4%	-8,6%	27,6%	-1,9%	Neutral
Medio	-5,97%	-14,9%	-2,1%	-13,4%	14,3%	-12,1%	Overweight
Largo	-5,75%	-14,8%	-5,0%	-16,0%	6,3%	-18,3%	Neutral
USD-L Bonares	5,41%	-4,7%	7,4%	-5,0%	42,9%	9,9%	Overweight
S&P Merval	2,3%	-7,5%	-8,5%	-19,0%	-28,6%	-45,1%	Neutral
USD BCRA Bopreal	9,5%	-0,9%	9,2%	-3,4%	32,0%	1,5%	Overweight
USD Bonares	0,5%	-9,1%	0,1%	-11,5%	7,8%	-17,1%	Neutral
Corto	1,6%	-8,1%	2,4%	-9,4%	16,0%	-10,8%	Neutral
Medio	-0,7%	-10,2%	-3,5%	-14,6%	1,4%	-22,0%	Neutral
Largo	0,7%	-8,9%	2,1%	-9,7%	3,5%	-20,4%	Neutral
USD Globales ARG	2,4%	-7,4%	2,9%	-9,0%	15,2%	-11,4%	Neutral
Corto	4,3%	-5,7%	6,4%	-5,9%	23,4%	-5,1%	Neutral
Medio	1,1%	-8,6%	-0,2%	-11,7%	11,3%	-14,4%	Neutral
Largo	1,9%	-7,8%	2,3%	-9,5%	11,1%	-14,6%	Neutral

MEGAQM

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN