

WEEKLY REPORT

Weekly

#98

14 de agosto, 2026

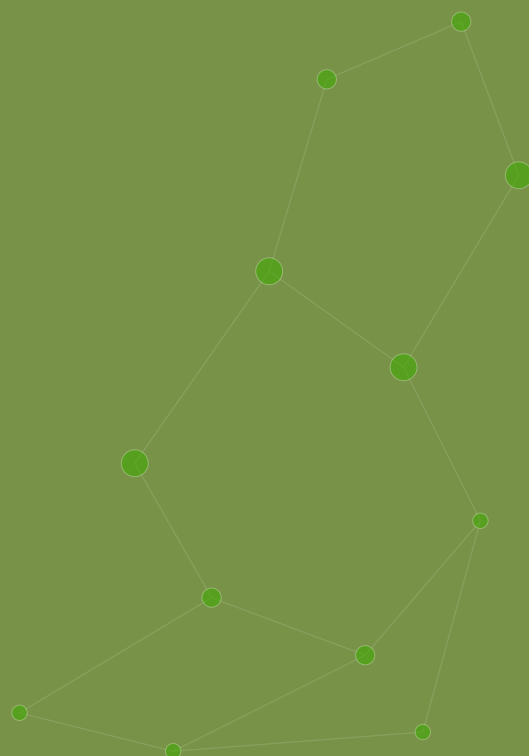
Diego Crochi

Martín Mattiazzi

Mateo Carrasco

Juan Ignacio Natale

✉ info@cip-trading.com



Dólar estable, inflación al alza

¿Qué objetivo persigue el BCRA al intervenir sobre el tipo de cambio y restringir la liquidez? A lo largo de este Weekly argumentamos que la respuesta se explica, en última instancia, por la inflación: lo que busca el Gobierno no es evitar la depreciación, sino acotar su volatilidad. Desde nuestra perspectiva, llegar a la elección con un nivel de tipo de cambio más depreciado mejoraría la posición del Gobierno para enfrentar una eventual dolarización de portafolios.



Ideas principales

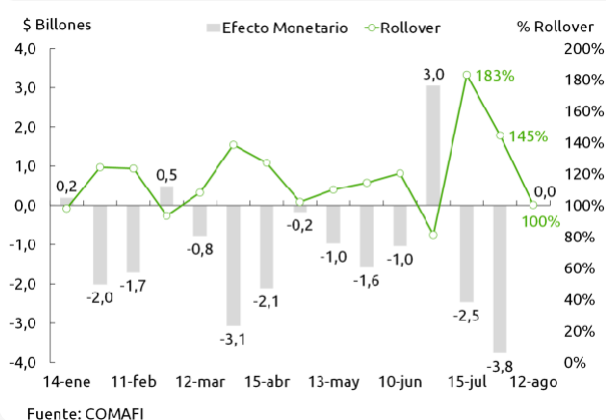
- » La combinación de intervención cambiaria, ventas de cobertura y menor inyección de pesos redujo la liquidez del sistema, elevó las tasas y reforzó el rol de la tasa de interés como desincentivo a la dolarización.
- » La flexibilización del crédito en dólares podría aportar oferta de divisas, aunque estimamos un impacto limitado en el corto plazo por la demanda acotada y la implementación gradual de los bancos.
- » La licitación sorprendió al alcanzar un rollover del 100% sin convalidar premios significativos, reforzando la percepción de que el Gobierno busca sostener condiciones monetarias más restrictivas y evitar una recomposición de la liquidez.
- » El ajuste de las curvas en pesos elevó los rendimientos del tramo largo a niveles atractivos, aunque la preferencia del mercado por acortar duration limita el potencial de compresión en el corto plazo; mantenemos la preferencia por Boncer 2027.

En las últimas semanas el tipo de cambio encontró cierta resistencia en los ARS 1.500/USD, debido a la presencia vendedora del BCRA en dicho precio. Sin embargo, estas operaciones de la autoridad monetaria no se reflejaron en las variaciones diarias de reservas por compraventa de divisas, por lo que suponemos que las mismas se habrían hecho con dólares comprados durante la misma rueda, probablemente a través de operaciones en bloque. El mercado rápidamente incorporó la presencia oficial en dicho precio y operó en consecuencia. Esto pone de manifiesto que, si bien el tipo de cambio flota entre las bandas, el Gobierno quiere acotar su volatilidad. Entendemos que esta intervención en un precio determinado será solo transitoria y el gobierno busca cierta estabilidad en el tipo de cambio real, tal como ocurrió en los últimos meses.

El costo de la intervención del BCRA en el mercado de cambios fue un menor ritmo de compras de divisas; lo cual se suma a las ventas de bonos dollar-linked con el fin de brindar cobertura y atemperar la demanda de divisas. La combinación de ambas políticas redundó en una esterilización neta de pesos. Esto llevó a que los pesos excedentes del sistema – captados mediante operaciones de pases con el BCRA (REPO)– cayeran de manera sistemática. Inicialmente suponíamos que esto era transitorio y que, con la licitación, el Tesoro devolvería pesos a la economía, restaurando una liquidez holgada. No obstante, en la última licitación el Gobierno logró un rollover completo de sus vencimientos, dejando inalterada la liquidez (ver Gráfico 1). Esto nos lleva a pensar que un nivel de liquidez más bajo es algo activamente buscado por la autoridad monetaria.

En un contexto de libre movilidad de capitales, el Banco Central tiene que elegir entre estabilizar el tipo de cambio nominal y hacer política monetaria autónoma: no puede elegir ambas al mismo tiempo. El BCRA actualmente no elige ninguno de manera continua, sino que alterna entre objetivos. Tratar de estabilizar de manera indefinida el tipo de cambio requeriría tasas crecientes, mientras que estabilizar la tasa en niveles del 20% implicaría inyectar pesos y alimentar la demanda de tipo de cambio. Es en este contexto que el BCRA busca una liquidez más acotada e incrementar su capacidad para ejercer cierta presión sobre la tasa, de forma que esta opere como un desincentivo a dolarizar.

Gráfico 1 | Licitaciones: Rollover y Efecto en Liquidez



Más allá de la tasa de interés, el Gobierno cuenta con otro instrumento para contener la depreciación del tipo de cambio: incentivar la oferta en dicho mercado.

Es en este contexto que leemos los anuncios realizados ayer por el Ministerio de Economía sobre la flexibilización en el otorgamiento de préstamos en moneda extranjera a no generadores de divisas. Esta medida implica una flexibilización respecto de las condiciones impuestas tras la salida de la convertibilidad con el objetivo de limitar el riesgo de descalce de monedas. Con la nueva medida, los bancos podrán prestar hasta el 15% de los depósitos a no generadores de divisas, manteniéndose la obligación de liquidar dichos préstamos en el mercado de cambios. Este último punto es el que consideramos explica la oportunidad de la medida. Según nuestras estimaciones, la capacidad prestable máxima de los bancos ronda los USD 7.000 millones (ver Gráfico 2), aunque consideramos que dicho límite sería inalcanzable en la práctica, dejando un margen prestable que, en el mejor de los casos, podría ascender a los USD 4.500 millones.

Por el lado de la demanda, los agentes tienden a comparar entre las tasas en moneda externa sumada a la devaluación esperada y la tasa en moneda local por financiamiento. Dado que el segundo semestre podría haber mayor presión cambiaria y que estos agentes enfrentarían una tasa más alta, es probable que la demanda sea acotada por estos instrumentos. Por el lado de la oferta, creemos que las entidades financieras comenzarán a ofrecer estos instrumentos de manera gradual. Por estos motivos entendemos que el alcance de la medida será limitado en el corto plazo.

Retomando la pregunta inicial sobre la motivación del gobierno, entendemos que la respuesta radica en la inflación. De hecho, esta semana conocimos el dato de julio: 2,1%, que aceleró frente al 1,9% de mayo y rompió una racha de tres meses consecutivos de desinflación. Al descomponer el índice por bienes y servicios, observamos que ambos componentes aceleraron: el primero respondió a la depreciación de la moneda, y el segundo, a factores estacionales (vacaciones de invierno). Vale tener en cuenta que esta dinámica de precios se dio en un contexto donde el precio de la carne y las naftas se mantuvieron prácticamente sin variaciones (ver Gráfico 3), pese a su elevada participación relativa dentro de la canasta de consumo.

Desde una lectura de corto plazo, luce difícil que el BCRA intente mantener el tipo de cambio en los niveles actuales: si lo hiciera vía tasa, habría un efecto negativo sobre la actividad económica y el crédito en moneda doméstica. Adicionalmente, como mencionamos previamente, consideramos que el margen del crédito en dólares en este contexto es acotado. Extendiendo el horizonte hacia el último trimestre y la elección del año

Gráfico 2 | Depósitos y Préstamos en USD

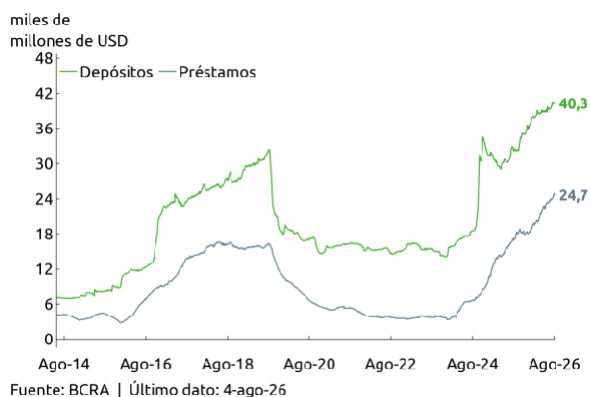


Gráfico 3 | Contribuciones al IPC

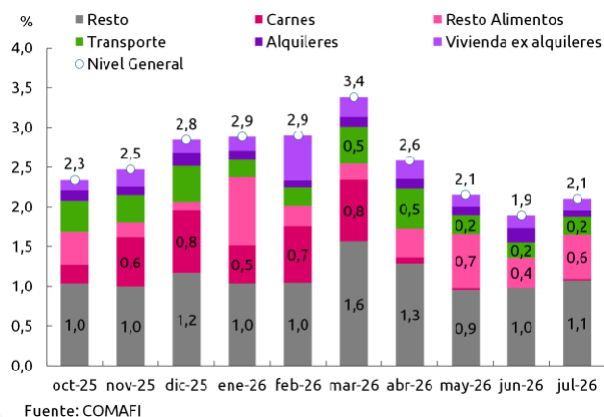
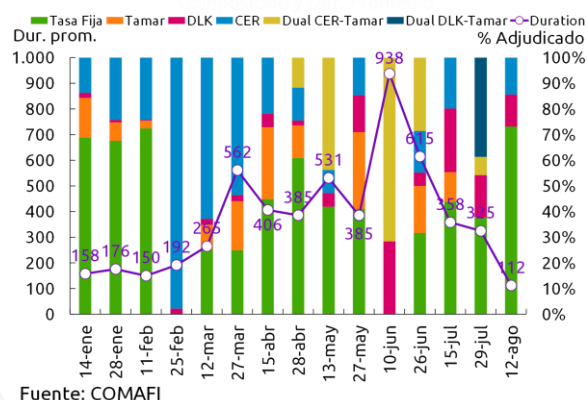


Gráfico 4 | Licitación: Composición y Duration Prom.



próximo, llegamos a una conclusión similar respecto a la conveniencia de permitir una suba del tipo de cambio. Llegar a 2027 con un FX más depreciado reduciría el esfuerzo que deberá hacer el BCRA para contener la presión de dolarización de portafolios. Resistir la depreciación de manera continua solo traslada el ajuste hacia adelante, con mayor riesgo de que sea abrupto. La gradualidad, en cambio, deja al Gobierno mejor parado de cara a la elección, aun a costa de convalidar algo más de inflación en el corto plazo.

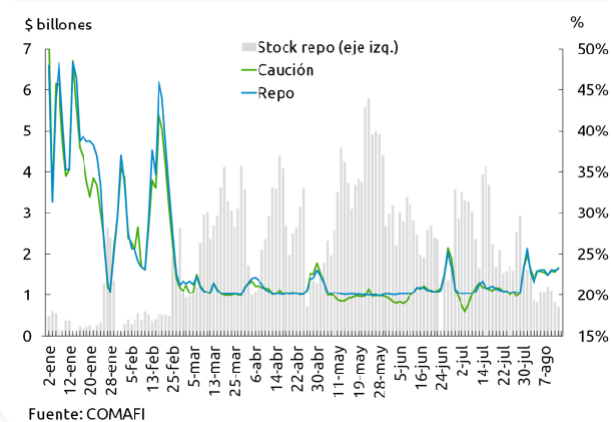
Estrategia: Tras varias semanas de restricciones en las condiciones monetarias, la atención del mercado se centró en la última licitación y en sus posibles efectos monetarios. La debilidad reciente de los títulos en moneda local, en especial del tramo post cambio de gobierno, obligó a Finanzas a pausar momentáneamente su objetivo principal de estirar la duration de su perfil de vencimientos. Por primera vez desde el pasado noviembre, el menú ofrecido sólo incluyó bonos que vencen en el mandato Milei: una Lecap a nov-26, una Lecer a ene-27 y dos Lelinks a sep-26 y oct-26.

Con vencimientos por apenas \$4,5 billones, el mercado esperaba un rollover inferior al 100%, que reabastezca de liquidez al sistema. Aunque lejos de la volatilidad de las últimas semanas, dos datos dan cuenta de la ajustada liquidez: las tasas overnight se estabilizaron en torno al 23% TNA (por encima del piso que fija el BCRA al 20%) y el stock de Repo contra BCRA descendió a \$0,7 billones el jueves (-\$0,4 B respecto al martes).

Sin embargo, el resultado de la licitación fue sorpresivo. No solo por haber alcanzado un rollover del 100% de los vencimientos sino porque dicho nivel de fue alcanzado sin otorgar premios relevantes e incluso dejando afuera ofertas por casi \$2 billones. Como era de esperarse, la Lecap a noviembre concentró 73% del total adjudicado, resultando en una subasta con duration promedio de 112 días, la menor desde las elecciones de medio término (ver Gráfico 4). Adicionalmente, se colocaron USD 380 MM VN en las dos Lelink ofrecidas, elevando la tenencia privada de instrumentos dólar-linked a USD 12.300 MM VN. No obstante, dicho monto colocado refleja una desaceleración en la tendencia de las últimas licitaciones y es el más bajo emitido de instrumentos DLK desde abril.

La próxima licitación de fin de agosto es la más desafiante de los próximos meses, con vencimientos por \$16,6 billones: \$6,6 B de la Lelink D31G6, \$7,1B de la Letam M31G6 y \$2,8B de la Lecap S31G6. Sin embargo, como es habitual, Finanzas ya anunció un canje de la Lelink para el próximo martes ofreciendo a cambio D30S6 y D30O6. Luce difícil creer que el gobierno reanudará rápidamente la emisión de títulos

Gráfico 5 | Stock de Repo y tasas overnight



Equity					Títulos en dólares						Tasa fija																																																																																			
	Precio	1D	5D	YTD		Precio	1D	5D	TIR	MD		Precio	1D	5D	Yto.	TNA	MD																																																																													
S&P Merval	3,001	0.0	-3.2	-1.7	AO27	102.4	0.0	0.1	4.3	1.14	S31G6	125.8	0.1	0.4	31/8/2026	22.3	0.0																																																																													
Merval (CCL)	1,894	0.0	-3.8	-6.2	AL29	54.5	0.1	-0.7	7.2	1.54	S1536	105.0	0.1	0.5	15/9/2026	24.1	0.1																																																																													
YPFD	7,815	0.6	-0.3	43.1	AL30	56.6	0.1	0.2	7.5	1.98	S3056	113.9	0.0	0.4	30/9/2026	24.9	0.1																																																																													
GALICIA	7,095	1.1	-3.8	-13.5	AO28	96.4	0.2	-0.3	8.2	1.99	TO26	103.5	0.1	0.6	19/10/2026	23.0	0.1																																																																													
MACRO	12,730	0.9	-6.5	-6.2	AO29	93.7	0.0	-0.6	8.3	2.79	S1606	101.0	0.1	0.7	16/10/2026	24.6	0.1																																																																													
BBVA	8,465	0.4	-7.3	-7.4	AN29	94.7	-0.6	-1.3	9.0	2.84	S3006	128.8	0.2	0.6	30/10/2026	24.0	0.2																																																																													
CEDEARS					AL35	77.5	-0.2	-1.3	9.8	5.28	S13N6	103.1	0.0	0.6	13/11/2026	25.5	0.2																																																																													
SPY	20,540	0.3	1.7	17.9	AE38	80.1	-0.2	-1.5	10.0	4.51	S30N6	120.7	0.1	0.5	30/11/2026	25.6	0.2																																																																													
QQQ	58,000	0.9	2.8	22.9	AL41	72.0	-0.9	-3.1	9.9	5.74	T15E7	144.7	0.1	0.3	15/1/2027	27.1	0.3																																																																													
DIA	42,540	-0.4	0.5	15.6	GD29	56.0	-0.2	0.5	5.4	1.57	T30A7	131.1	0.0	0.0	30/4/2027	28.2	0.5																																																																													
VIST	35,000	-0.1	0.5	43.1	GD30	58.2	-0.3	3.9	6.1	2.01	T31Y7	123.6	0.2	0.3	31/5/2027	28.5	0.6																																																																													
MELI	24,090	-0.7	0.8	-5.8	GD35	81.1	0.3	-0.9	8.9	5.34	T30J7	125.9	1.5	0.6	30/6/2027	27.4	0.7																																																																													
Precios BY MA					GD38	84.5	-0.2	-1.3	8.8	4.63	TY30P	111.0	-1.5	-1.9	30/5/2030	43.1	2.1																																																																													
Renta variable internacional					GD41	75.7	0.2	-0.8	9.0	5.88	TNA plazo restante. Precios BYMA DLK con Px en miles.																																																																																			
	Precio	1D	5D	YTD	GD46	69.6	0.8	-0.3	8.9	6.38	Tasa variable																																																																																			
	Precio	1D	5D	YTD	S&P 500	7,798	0.6	1.1	13.9	NASDAQ	26,803	0.8	1.7	15.3	DIJA	53,840	0.1	-0.1	12.0	MSCI WORLD	5,009	0.3	0.7	13.0	EURO Stoxx 50	6,545	0.2	0.7	13.0	NIKKEI	68,309	1.2	3.0	35.7	MSCI EM	66,645	0.3	2.5	21.8	Brasil BOVESPA	167.0	-0.3	-4.9	3.6	México BMV	64,839	-1.4	-2.3	0.8	VIX	14.65	0.7	-3.3	-2.0	* Dúales F(a)T amar y Letam con TIR proyectada según Esc. Base.																																							
	Precio	1D	5D	YTD	Tipo de cambio						CER																																																																																			
	Precio	1D	5D	30D	YTD	A3500	1,491.8	0.0	-0.3	0.4	2.2	CCL (AL30)	1583.6	-0.2	0.4	1.8	4.1	M EP (AL30)	1520.9	-0.3	0.0	0.9	2.7	Brecha	62	63	54	47	* Las variaciones son de la moneda por unidad de dólar.																																																																	
	Precio	1D	5D	30D	YTD	Monedas						Mercado de futuros ROFEX																																																																																		
	Precio	1D	5D	30D	YTD	DXY	100.0	0.0	0.0	-1.3	1.7	EUR	1.2	0.0	0.0	1.3	-1.9	GBP	1.3	-0.1	0.2	1.0	0.1	JPY	159.5	-0.1	-0.7	1.8	-1.8	CNH	67	0.0	0.0	0.6	3.4	MXN	17.0	0.1	1.0	2.8	5.7	BRL	5.19	-0.3	-1.6	-1.0	5.5	Estdedr, suba-apreciación y baja-depreciación.																																														
	Precio	1D	5D	30D	YTD	Contrato						Precio	1D	5D	TNA	Deval.	ago-26	1,505	-0.1	-0.8	17.0	0.8	sept-26	1,532	-0.1	-0.7	20.1	1.8	oct-26	1,560	0.0	-0.6	21.2	1.8	nov-26	1,591	-0.1	-0.5	22.1	2.0	dic-26	1,621	-0.1	-0.5	22.7	1.9	ene-27	1,652	-0.1	-0.5	23.1	1.9	feb-27	1,679	-0.2	-0.4	23.2	1.7	mar-27	1,712	-0.1	-0.5	23.4	2.0	abr-27	1,742	-0.2	-0.5	23.5	1.8	may-27	1,776	-0.1	-0.3	23.9	2.0	jun-27	1,810	-0.1	-0.2	24.2	1.9	jul-27	1,840	0.1	-0.2	24.3	1.7	Dollar-linked					
	Precio	1D	5D	YTD	COMMODITIES						Dólar-linked																																																																																			
	Precio	1D	5D	YTD	BRENT	87	-2.1	5.6	43.1	Oro	4,350.0	-1.3	2.5	0.2	Cobre	658	-0.5	-1.9	15.8	Soja	429.2	0.3	1.0	13.4	Maíz	177	-1.9	2.2	1.9	Trigo	240.0	0.1	3.5	28.8	D31G6	148,350.0	-0.1	-0.2	31/08/26	13.3	0.0	D3056	147,850.0	0.2	-0.2	30/09/26	7.4	0.1	D31M7	146,990.0	0.3	0.0	31/03/27	2.4	0.6	TZV27	148,000.0	-0.7	0.0	30/06/27	0.9	0.9	TM V28	136,640.0	-0.2	0.1	31/01/28	6.2	1.4	TZV28	126,260.0	0.0	-0.3	30/06/28	9.3	1.7	TZVD8	119,990.0	0.2	-0.2	15/12/28	9.8	2.1											
*Var. en bps (excepto Arg.) / Tasas int. en respect. moneda																																																																																														

CENTRO DE CONTACTO

Dirección:

Bloc Office Hub, Santa
María Business District, piso 7,
Ciudad de Panamá, Panamá

Teléfono:

+507 277-8628

Email:

info@cip-trading.com

Website:

www.cip-trading.com/

LinkedIn:

www.linkedin.com/cip-trading

Aviso legal

Este documento ha sido elaborado con fines exclusivamente informativos y educativos. Su contenido refleja análisis económicos y de mercado dirigidos a clientes institucionales calificados, sin constituir en ningún caso una oferta, recomendación, invitación o solicitud para la compra, venta o suscripción de valores, instrumentos financieros o decisiones de inversión.

La información contenida en este informe proviene de estimaciones propias, así como de fuentes externas consideradas confiables y de acceso público. No obstante, no se garantiza su exactitud, integridad ni actualidad. C.I.P Trading no asume responsabilidad alguna por decisiones tomadas en base a este documento ni por los resultados derivados del uso de su contenido.

Este informe no sustituye el asesoramiento profesional independiente que cada destinatario debe obtener conforme a sus necesidades, perfil de riesgo y objetivos financieros. La distribución de este documento puede estar sujeta a restricciones legales en ciertas jurisdicciones. Es responsabilidad del receptor asegurarse de cumplir con las normativas locales aplicables.