



MARZO 2026

Entre la guerra y la paz cambiaria

por
Equipo de
**Estrategia y Research
de Cohen Aliados
Financieros**

En marzo, los mercados estuvieron golpeados por la escalada del conflicto en Medio Oriente. El cierre del estrecho de Ormuz y la extensión del conflicto a la región, con la destrucción de importante infraestructura energética, presionaron sobre el precio del petróleo, que subió más de un 50% en el mes. En este marco, aumentó el riesgo de una estanflación global, lo cual se reflejó en el valor de los activos: el dólar se fortaleció, las tasas de interés subieron y las acciones y los activos de riesgo emergente tuvieron una marcada corrección. El contexto internacional que en los primeros dos meses del año venía jugando a favor de Argentina ahora se complicó –si bien le favorece el alza del precio del petróleo, la apreciación del dólar y el aumento del riesgo emergente la perjudican– y dependerá de cómo evolucione el conflicto. Por ahora, el escenario es de una gradual distensión, pero con el precio del petróleo mucho más alto que previo al conflicto, tasas de interés más elevadas y probablemente menor crecimiento.

Pese a este contexto de incertidumbre, los activos locales tuvieron un balance mensual positivo y la pax cambiaria continuó. Si bien los bonos soberanos cayeron y el riesgo país terminó por encima de los 600 pb, el resto de la curva en dólares tuvo un desempeño aceptable, en tanto que los bonos en moneda local subieron y el Merval registró un fuerte repunte. En el mercado cambiario, el tipo de cambio volvió a operar a la baja pese a que el BCRA aceleró el ritmo de compras y a que las tasas de interés retrocedieron y quedaron muy por debajo de la inflación. El punto débil es que la inflación volvió a subir y, si bien la actividad repuntó, sigue mostrando un sendero frágil y con un comportamiento sectorial muy heterogéneo que se refleja en un deterioro del mercado laboral, con caída del empleo, leve suba de la desocupación y pérdida del poder de compra de los salarios, lo que está desgastando la confianza. El gobierno mantiene el ancla fiscal, pero la caída persistente de la recaudación le suma desafíos.

HOUSE VIEW LOCAL

Con todo esto, nuestro escenario para Argentina sigue siendo constructivo, aunque las perspectivas para este año las ajustamos levemente a la baja. Si bien ingresamos en una etapa de mayor oferta de divisas que el BCRA deberá aprovechar para comprar más y acumular reservas, la pérdida de competitividad derivada de la mayor inflación y la caída del tipo de cambio en los últimos meses nos vuelve más selectivos y conservadores. En la curva en dólares, ante la perspectiva de que el riesgo país lateralice en torno a los 550/600 pb por la combinación de incertidumbre global y la negativa del gobierno de volver a los mercados financieros, nos inclinamos por bonos corporativos de alta calidad. En cuanto a los instrumentos en pesos, seguimos priorizando los ajustables por inflación y por tipo de cambio, en tanto que en acciones vemos buenos puntos de entrada en Vista, Pampa, Ternium, Aluar y BYMA.

COYUNTURA MACRO

Riesgo global. Luego de jugar a favor en los dos primeros meses del año, caracterizado por un repunte en el precio de las materias primas, debilidad del dólar y muy buena *performance* de los activos emergentes, con la escalada del conflicto en Medio Oriente a partir de los bombardeos a Irán el pasado 27 de febrero, el contexto global se volvió más incierto y negativo. Si bien el salto en el precio del petróleo es una buena noticia para nuestras exportaciones –el 15% de las ventas externas se explica por este rubro y el país tiene superávit energético–, estas ventajas se compensan con el fortalecimiento del dólar, el retroceso de los demás *commodities*, la caída de los bonos emergentes y los riesgos de estanflación global. El mercado sigue esperando que el conflicto reduzca la tensión y no se extienda demasiado tiempo, ya que, en caso contrario, el panorama para la economía global sería de estanflación, lo que probablemente derive en una mayor preferencia de los inversores por activos seguros y una menor demanda de activos emergentes.

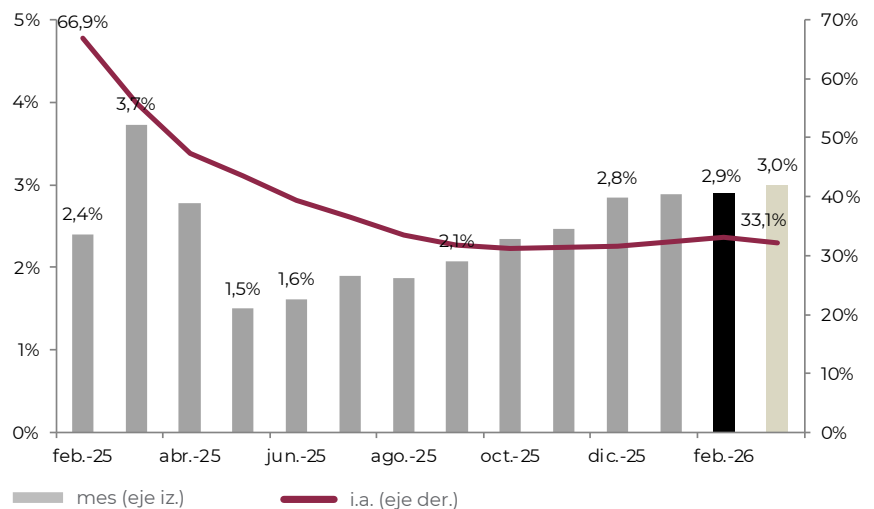
PRECIO DE MATERIAS PRIMAS Y TIPO DE CAMBIO MULTILATERAL



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Se aceleró la inflación. El IPC Nacional de febrero subió 2,9% m/m –novena suba consecutiva–, llevando la variación interanual a 33,1% i.a. La inflación núcleo se aceleró a 3,1% m/m, siendo la más alta desde mayo del año pasado, con un incremento de 0,5 p.p. frente a enero. Entre los componentes, los precios regulados crecieron 4,3% m/m, impulsados principalmente por un aumento del 12% en electricidad, mientras que combustibles (+1,6%) y transporte público (+3,6%) moderaron parcialmente la suba. Por su parte, los precios estacionales registraron una caída de 1,3% m/m. A nivel de divisiones, los mayores aumentos se observaron en vivienda y combustibles (+6,8%) y alimentos y bebidas (+3,3%), mientras que bebidas alcohólicas (+0,6%) y el rubro textil mostraron las menores subas. La persistencia de una inflación elevada podría acentuar la caída del tipo de cambio real, que ya viene deteriorándose desde principios de año.

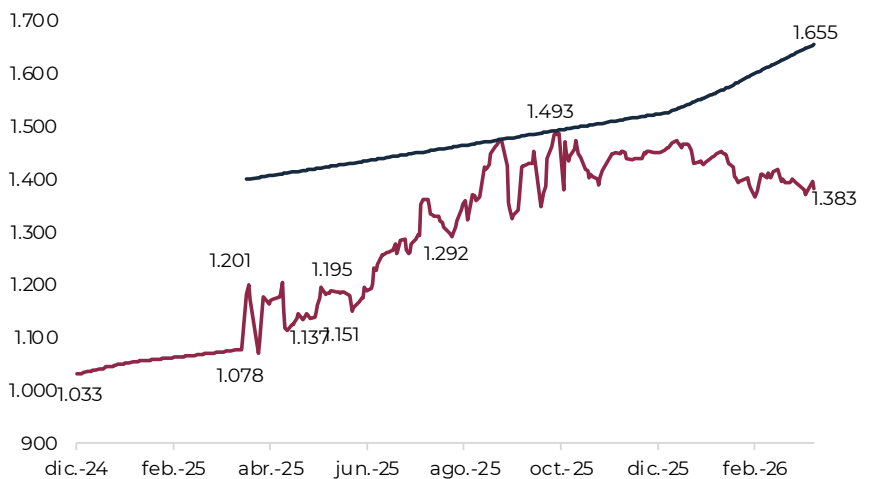
IPC NACIONAL



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Lejos del techo y cada vez más atrasado. El tipo de cambio oficial cayó 1,9% en el mes, acumulando en lo que va del año un retroceso de 5,3%, y cerró marzo cotizando en \$1.383, 20% por debajo del techo de la banda. Por su parte, los dólares financieros tuvieron un leve repunte: el MEP subió 0,3% m/m hasta \$1.426 y el CCL lo hizo 0,6% hasta \$1.464, acumulando en lo que va del año una baja de 3,4% y 3,6%, respectivamente. Con esta evolución del tipo de cambio nominal, del diferencial de inflación entre Argentina y sus socios comerciales y del leve repunte del dólar a nivel global, el ITCRM en marzo bajó 4%, acumulando desde diciembre de 2025 una pérdida de 9%, aunque aún está 7% por encima del nivel de marzo del año pasado gracias a la ganancia de 12% respecto al real brasileño, de 8% frente al euro y de 5% frente al yuan, mientras que contra el dólar estadounidense solo mejoró 1%.

TIPO DE CAMBIO A3500



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

El BCRA compra. Siguiendo el comportamiento de enero y febrero, el BCRA continuó comprando divisas en el mercado cambiario, sumando otros USD 1.666 M. El ritmo de compras se aceleró en las últimas ruedas: de USD 59 M promedio diario en las primeras trece ruedas, en las últimas siete subió a USD 128 M, en tanto que el resto de las operaciones pasaron de una demanda neta de USD 26 M por día a ser prácticamente neutral. Con la *performance* de marzo, en lo que va del año el BCRA acumuló compras netas por USD 4.381 M, casi el doble de lo adquirido en el mismo período de 2025, en un contexto en el que la liquidación del agro cayó de USD 6.200 M a USD 5.700 M. En este marco, el buen ritmo de compras del BCRA –clave para mejorar su posición de reservas internacionales– se sostiene por la mejora del saldo comercial de bienes sin agro y por el mayor ingreso de divisas por préstamos financieros, que más que compensan la demanda por activos externos y para pagos de servicios reales y rentas, que se mantienen elevados en un contexto en el que los flujos por inversión extranjera directa (IED) y por inversión de cartera siguen muy acotados. Así lo confirmó la publicación del Balance Cambiario de febrero difundido en la última semana: el saldo comercial liquidado del primer bimestre fue de casi USD 4.000 M, contra USD 1.300 M del mismo período del año pasado, mejora explicada por la caída de 20% i.a. en los pagos de importaciones –combinación de menores cantidades importadas asociadas al nivel de actividad y de USD 1.000 M de mayor financiamiento comercial–, mientras que la oferta de exportaciones subió 4,4% i.a. Por su parte, la cuenta de servicios reales y rentas marcó un déficit de USD 2.700 M, levemente superior al de los primeros dos meses de 2025, lo que permitió mejorar el saldo de la cuenta corriente –sin operaciones del sector público– a un excedente de USD 1.380 M, frente a un déficit de USD 1.100 M del mismo período de 2025. Esto último fue compensado en parte por el mayor déficit de la cuenta financiera, dado que los mayores ingresos por

préstamos e IED (USD 4.400 M, el doble que en los primeros dos meses del año pasado) fueron más que compensados por la demanda de activos externos, que en los dos meses de 2026 totalizó USD 4.860 M –recordemos que a esta altura del año pasado continuaba la restricción de compra de divisas para personas físicas–.

**MERCADO CAMBIARIO DIARIO
PROM 5 DÍAS**

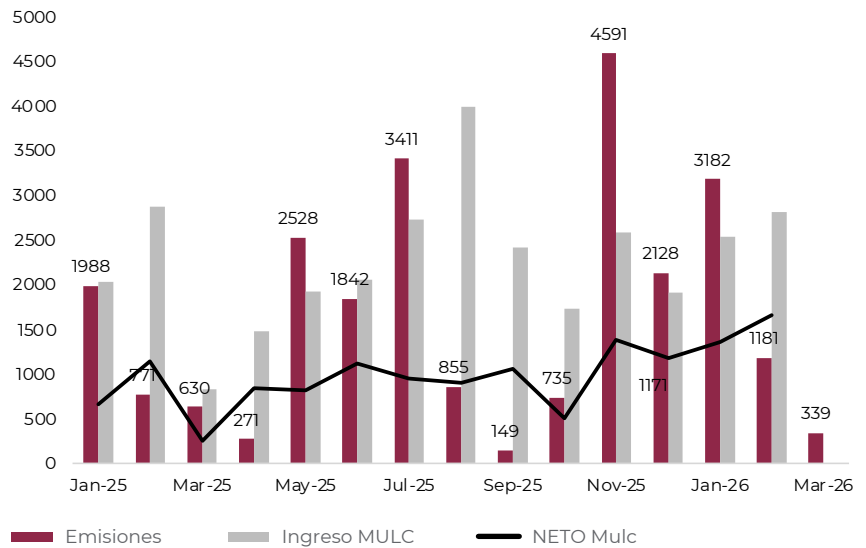


Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Menor ritmo de colocaciones en el exterior. Durante marzo, el ritmo de colocaciones corporativas se redujo notablemente frente a los meses previos, con USD 339 M colocados íntegramente bajo ley local, siendo el monto más bajo desde septiembre de 2025 y marcando una fuerte caída respecto a los USD 882 M de febrero y los USD 2.382 M de enero. Se destacaron las emisiones de Pampa Energía por USD 200 M y de Telecom por USD 81 M. En el acumulado del año, las colocaciones suman USD 3.604 M, impulsadas por el segmento internacional que aportó USD 2.015 M, mientras que en el mercado local sumaron USD 1.589 M. En cuanto a tasas, el promedio

ponderado en el mercado local continuó su tendencia descendente, pasando de 6,6% en febrero a 6,4% en marzo, con plazos que se mantienen acotados en torno a 2,8 años en promedio.

**EMISIONES DE DEUDA PRIVADA+ PCIAS
EN MILLONES DE USD**



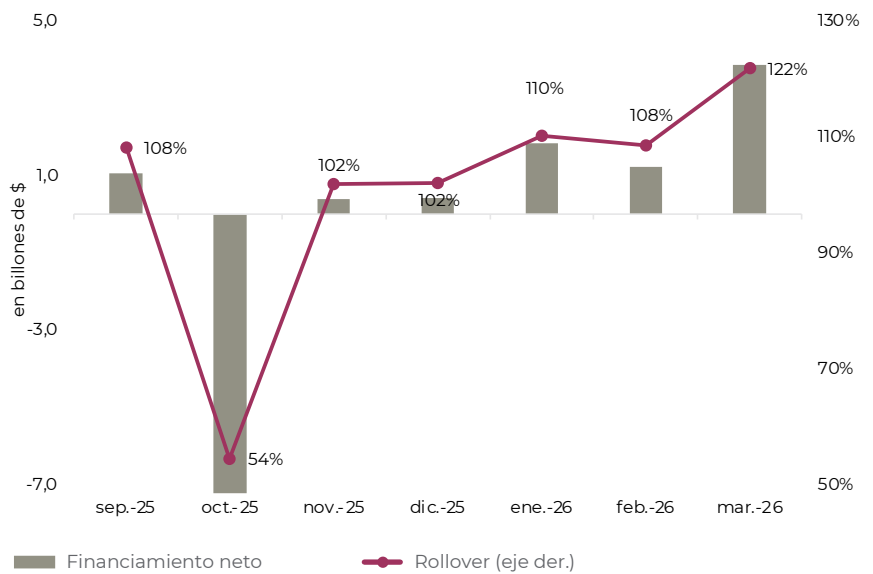
Fuente: elaboración propia en base a BCRA

El Tesoro emite deuda. En marzo, el Tesoro volvió a colocar más deuda de la que vencía, acumulando el mejor resultado del año en términos de financiamiento neto en pesos. En la primera licitación del mes –el 12 de marzo– refinanció el 108,1% de los vencimientos, absorbiendo \$0,78 billones del sistema, en tanto que en la segunda –el 27 de marzo–, con una demanda de \$12,53 billones sobre vencimientos de \$7,97 billones, el rollover alcanzó el 138,5% y el financiamiento neto sumó \$3,07 billones adicionales. Con esto, en marzo el Tesoro refinanció el 121,9% de los vencimientos en pesos –frente al 108,5% de febrero–, retirando así \$3,85 billones. Más allá del volumen, los dos aspectos más destacados del último mes fueron la extensión de plazo y la dinámica de tasas: el plazo promedio ponderado

HOUSE VIEW LOCAL

saltó a 413 días desde los 169 días de febrero, traccionado por la última licitación del mes, donde la demanda se volcó hacia instrumentos CER de 2027 y 2028, llevando el plazo promedio a 562 días; y la tasa promedio de licitación volvió a bajar –a 32% TNA desde el 33,5% de febrero y el 35,4% de enero–, convalidando rendimientos apenas por encima de la curva secundaria. En esa última licitación también se adjudicaron USD 247 M del AO27 y USD 184 M del AO28 (entre la primera y segunda vuelta), este último a una tasa de corte superior, de 8,86% TIR, dado que su vencimiento cae con posterioridad al fin del mandato presidencial actual, lo que el mercado valuó con una prima adicional, aunque en línea con el BOPREAL Serie 4–B de duration comparable. Con estas colocaciones, el AO27 acumula USD 747 M y el AO28 USD 184 M sobre un programa que apunta a captar hasta USD 2.000 M de cada instrumento.

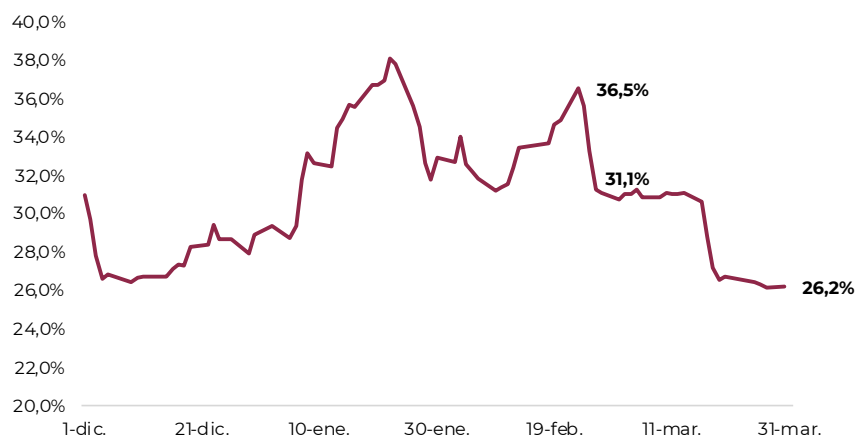
ROLLOVER Y FINANCIAMIENTO NETO MENSUAL



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía de la Nación

Tasas a la baja. La mayor liquidez en el sistema financiero, derivada de la contracción que viene mostrando el crédito en los últimos tres meses y de la estabilidad cambiaria, presionó a la baja las tasas de interés pese a la aceleración de la inflación. En este contexto, las tasas de caución operaron estables en torno al 20%, en tanto que la tasa de plazos fijos TAMAR cerró en 26,25% de TNA (2,2% de TEM), 5 pp por debajo del cierre de febrero. En la misma dirección operaron las tasas por adelantados, que cerraron el mes en 26% de TNA –vs. 31% en febrero–, en tanto que la tasa de préstamos personales aumentó de 67% a 69% de TNA.

TNA



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Riesgo país un escalón más arriba. En marzo, el riesgo país subió 50 pb hasta los 617 pb, acumulando en el año un incremento de 60 pb. En ese marco, el spread contra el EMBI Latam se amplió 18 pb durante el mes hasta 301 pb y acumula una ampliación de 56 pb en lo que va del año. Frente a los corporativos CCC, el spread pasó de -117 pb a -191 pb, una ampliación de 74 pb en el mes y de 77 pb en el año. Este comportamiento sugiere que el deterioro del riesgo país responde tanto a factores externos como internos. Por el lado externo, el contexto global de mayores tasas y expectativas inflacionarias castigó en general a

emergentes y activos CCC. Por el lado interno, el BCRA sostiene compras de divisas en el mercado oficial, pero estas no se traducen en acumulación de reservas, dado que, sin acceso al crédito, el Gobierno debe atender sus vencimientos en efectivo. A esto se suman una inflación que se resiste a ceder y una actividad económica más débil.

EMBI

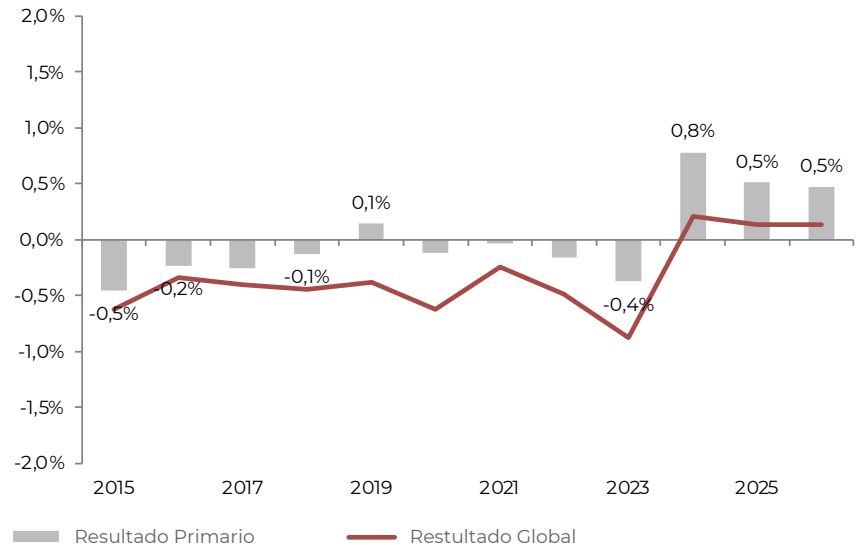


Fuente: elaboración propia en base Bloomberg

Sosteniendo el equilibrio fiscal. El gobierno nacional mantiene el ancla fiscal pese a la persistente caída de la recaudación. En febrero, el Sector Público Nacional registró un equilibrio financiero y un superávit primario de 0,1%. Los ingresos cayeron 9% i.a. real –caída explicada por el retroceso de 13% i.a. del IVA neto de reintegros y la baja de 40% i.a. de los derechos de exportación–, y el gasto primario mostró un desempeño similar –explicado por reducciones reales de 62% i.a. en programas sociales sin AUH, 8% en salarios, 2% en subsidios, caída de 47% en las transferencias a provincias, 19% en obra pública y 1% en jubilaciones con bonos, siendo la AUH la excepción con un alza de 11% i.a.–. Con este resultado, en los primeros dos meses del año el gobierno nacional acumuló un superávit primario de 0,4% del PBI, debido a que los ingresos cayeron 9% i.a. y el gasto primario 5% i.a. Sumando los

intereses, que en los primeros dos meses cayeron 10% i.a. real, el superávit financiero llegó a 0,1% del PBI.

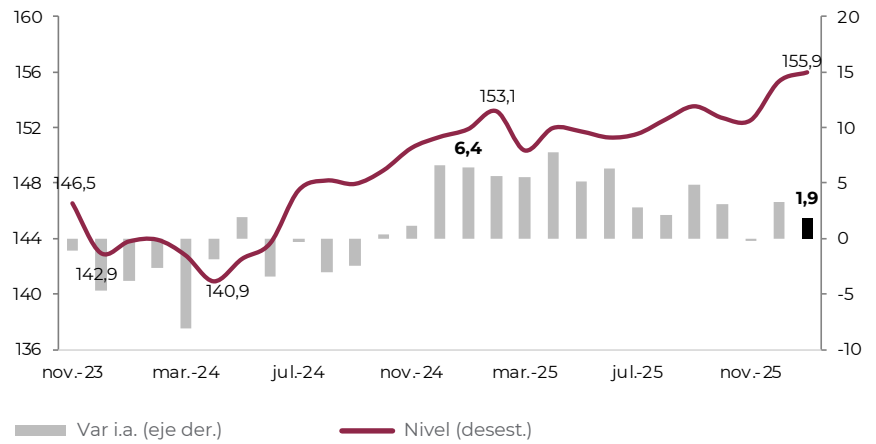
RESULTADO FISCAL SPN,
2 MESES DE C/AÑO, EN % PBI



Fuente: elaboración propia en base Ministerio de Economía

Actividad a dos velocidades. En enero, el EMAE subió 0,4% m/m y 1,9% i.a. El crecimiento del mes estuvo traccionado casi en su totalidad por sectores primarios: pesca (+50,0% i.a.), agricultura (+25,1% i.a.) y minería (+9,6% i.a.), que en conjunto aportaron 1,8 pp al alza interanual. Del lado negativo, comercio (-3,2% i.a.), electricidad, gas y agua (-3,0% i.a.), industria manufacturera (-2,6% i.a.) y administración pública (-1,6% i.a.) restaron 0,9 pp, dejando un resultado neto modesto. Esta performance es consistente con lo que la economía viene mostrando desde mediados del año pasado: un PBI que crece traccionado por el agro, la energía y la intermediación financiera, mientras que los sectores urbanos más intensivos en empleo permanecen estancados o en contracción.

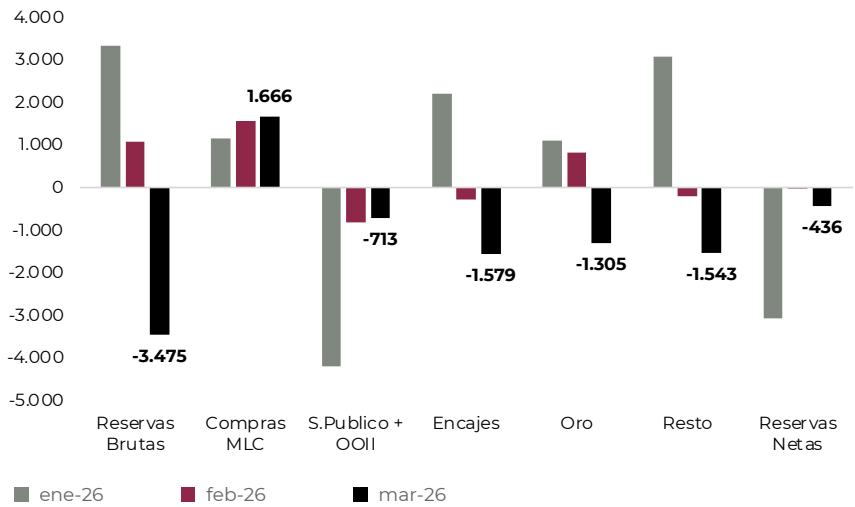
ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Las reservas no suben. A pesar de las compras de divisas que viene realizando el BCRA, el stock de reservas internacionales tuvo el peor mes del año al registrar una caída de USD 3.475 M, que llevó el stock bruto a USD 42.091 M. La caída del mes estuvo explicada por la baja del precio del oro, que implicó USD 1.300 M, la reducción de USD 1.300 M en encajes en moneda extranjera y los pagos netos de deuda del sector público y del BCRA por casi USD 3.000 M. Dado que la mayor parte de estas operaciones solo forma parte de las reservas brutas, las reservas netas cayeron en casi USD 900 M, por lo que el stock neto quedó en torno a los USD 20.000 M negativos. Con el resultado de marzo, el primer trimestre cerró con un aumento de USD 920 M en las reservas brutas, mientras que las netas acumulan una caída de USD 4.000 M, dado que las compras de divisas del BCRA fueron compensadas por los pagos netos de deuda del sector público y del propio BCRA.

VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES
EN MILLONES DE USD

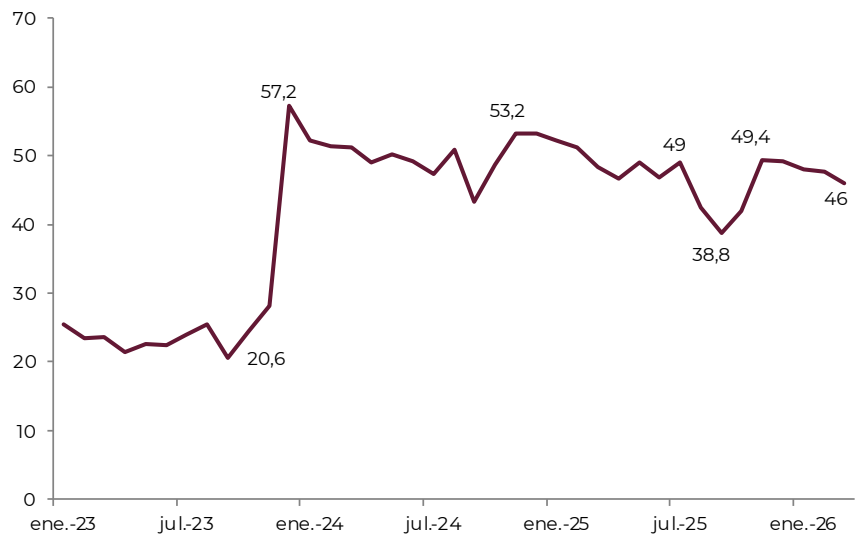


Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Deterioro del mercado laboral y de las expectativas. En el 4Q25, la tasa de actividad fue de 48,6%, la tasa de empleo cayó a 45,0%, 0,7 pp menos que en 4Q24, y la tasa de desocupación trepó a 7,5%, contra 6,4% del 4Q24 y 5,7% del 4Q23. Con esto, la cantidad de desocupados asciende a 1,7 M, alrededor de 400.000 más que al cierre de 2023. El total de ocupados se mantuvo respecto de dos años atrás gracias a que la pérdida de empleo asalariado formal –cayó en 257.000 puestos respecto al 4Q23 por la baja de 190.000 puestos privados y 70.000 en el sector público– y del empleo informal –unos 165.000 menos– fue absorbida por el cuentapropismo, que sumó 390.000 trabajadores. El panorama se complica aún más al considerar que en enero el índice de salarios medido por el INDEC registró una suba del 2,5% m/m –con el sector privado registrado subiendo 2,1% y el público 1,8%– frente a una inflación del 2,9% en el mismo período, por lo que acumuló el quinto mes consecutivo en que los ingresos formales quedan por debajo del IPC, lo que se traduce en una pérdida acumulada de poder

adquisitivo de alrededor del 3,3% en ese período y de casi 8% desde el inicio de la gestión actual. En este contexto, sumado a los ruidos políticos internos, el índice de Confianza del Consumidor (ICC) de la Universidad Di Tella cayó 5,3% m/m en marzo y quedó 4,7% por debajo del nivel de un año atrás.

**ÍNDICE DE CONFIANZA DEL GOBIERNO
UNIVERSIDAD DI TELLA**



Fuente: elaboración propia en base a Universidad Di Tella

MERCADO

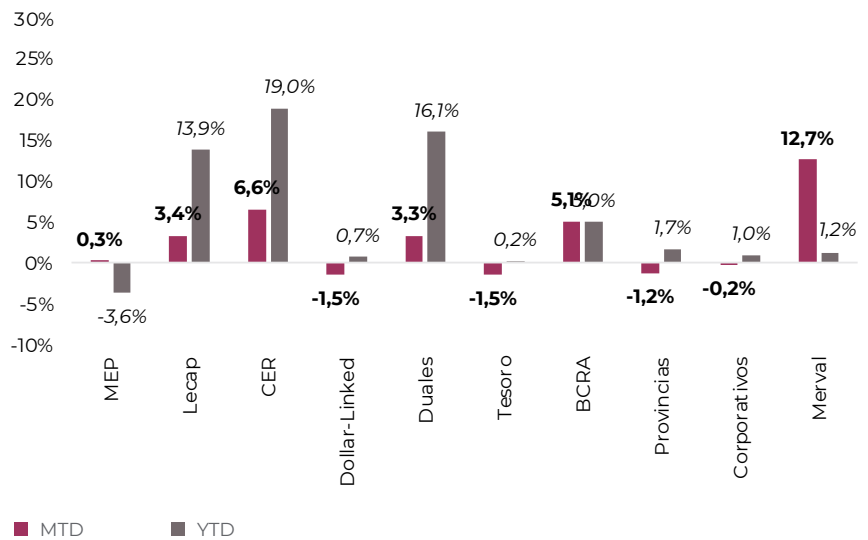
Durante marzo, los activos locales tuvieron un desempeño mixto en un contexto internacional adverso. Los bonos soberanos en dólares extendieron su racha negativa, mientras que la deuda del BCRA logró desacoplarse y mostrar un desempeño positivo. Para las curvas en pesos, fue un mes positivo, marcado por un contexto de tasas más bajas y rendimientos reales negativos en los tramos cortos. La mayor suba se observó en los bonos CER, tras las sorpresas inflacionarias de enero y febrero. Por su parte, las acciones revirtieron el mal arranque del año y el Merval se encuentra en terreno positivo en el año, impulsado por energía y utilities.

- * **Los bonos soberanos en dólares** acumularon una caída de 1,5% en marzo, extendiendo el retroceso de 1,9% registrado en febrero. Con este resultado, el índice de soberanos en el año sube 0,2%. El riesgo país cerró el mes en 617 pb, lo que implica un incremento de 44 pb respecto del cierre de febrero, y el *spread* con el EMBI Latam se amplió 18 pb hasta ubicarse en 301 pb. Sin embargo, Argentina mostró una resistencia relativa frente a los países comparables, que registraron una caída mensual promedio de 5,1%, superior a la local. Dentro de la curva soberana, los Globales cedieron 1,5% y los Bonares 1,0%. El tramo largo concentró las mayores pérdidas, con bajas de 3,6% en el GD41 y 2,2% en el AL35. La excepción fueron el AL30 y el AL29, que anotaron avances de 1,2% ambos, además del nuevo AO27, que acumula una suba de 1,0% desde su debut en el secundario. A estos precios, los títulos bajo legislación extranjera y local convergen en rendimientos similares en el tramo largo, en el rango de 9,8%–10,7%. En el tramo corto, en cambio, se observa una mayor dispersión: los Globales rinden entre 6,5% y 8,0%, mientras que los Bonares lo hacen entre 8,1% y 9,6%, reflejando una curva con pendiente más plana en legislación local. El peor desempeño relativo de los Globales se tradujo en una compresión del *spread* legislativo GD30/AL30, que pasó de 3,6% a 2,4%.
- * **La deuda del BCRA** se destacó como el segmento de mejor desempeño dentro de la renta fija en dólares. En marzo subió 5,1% y acumula una ganancia de 5,0% en lo que va del año. Sobresalieron el BOPREAL Serie 3, con un alza de 9,1%, y el BOPREAL Serie 1D, con un avance de 3,9%, mientras que el BOPREAL Serie 4A fue la excepción, con una caída de 1,1%. En términos de valuación, los rendimientos de los BOPREAL se ubican en un rango amplio, de -3,3% a 8,6%.

- * **Los subsoberanos** en marzo cayeron un 1,2%, aunque en el año acumulan una ganancia de 1,7%. Lo más destacado se vio en la caída de Buenos Aires 2037, que perdió un 4,7%. En tanto, durante marzo lograron destacarse los bonos de Entre Ríos 2028 y Jujuy 2027 con leves subas de 0,2%, mientras que el resto de la curva operó con caídas de entre 0,1% y 0,4%. Con esto, los rendimientos se encuentran entre 6,1% y 12,9%.
- * **La deuda corporativa** retrocedió 0,2% en el mes, mostrando mayor estabilidad que los soberanos en momentos adversos, por lo que acumula una suba de 1,0%. Bajo legislación local, se vieron caídas en el sector energético de 2,9% mensual para Vista 2030 y 1,6% para Pan American Energy 2029, compensadas parcialmente por el sector de construcción con subas de 2,1% para Cresud 2028 y 1,2% para IRSA 2029. En cuanto a los instrumentos bajo legislación extranjera, Telecom 2033 retrocedió 2,0%, mientras Pampa 2034 subió un 1,1%. En ley local, los rendimientos van desde 2,2% hasta 11,9%, mientras que en ley extranjera oscilan entre 6,7% y 8,5%.
- * **Las curvas en pesos** tuvieron un mes positivo, en un contexto en el que las tasas se mantuvieron en niveles bajos y las curvas ofreciendo rendimientos reales negativos en los tramos cortos. La caución a un día se mantuvo durante marzo en un nivel de 20,9% TNA, al tiempo que la Repo cerró en 20,3% TNA promedio, sin mostrar variaciones. Con las variaciones en las curvas, el mercado pasó a descontar una inflación promedio de 2,5% para los meses de marzo y abril, y de 29,6% acumulada en el año. En cuanto a tasas, el mercado descuenta una TAMAR en 24,8% para diciembre de 2026. Por el lado del tipo de cambio, el mercado pone en precios un dólar en un nivel de \$1.469,7 para junio, equivalente a una suba de 6,3%.

- * **Ganaron los CER.** La mejor *performance* de marzo fue para los bonos CER que avanzaron 6,9% y acumulan una ganancia de 14,6% en el año. Se observaron subas en todos los tramos, pero el principal impulso vino dado por el tramo 2027, que avanzó un 7,0%. Con esta suba, los CER cortos rinden en promedio CER -3,5%, en tanto que los largos rinden CER +4,8%. Le siguieron las Lecap que en promedio subieron 3,7% –impulsadas mayormente por el avance de 3,8% en el tramo medio–, acumulando en el año una ganancia de 9,7%. Así, en el tramo corto, la tasa fija rinde 2,1% TEM, y en el tramo medio y largo rinde 2,2% TEM, lo que compara contra un promedio de 2,5% TEM al cierre de febrero. Los bonos duales subieron 3,6% en marzo y acumulan una ganancia de 11,8% en el año –en su versión Tamar, los duales ofrecen un margen promedio de Tamar +1,8%–. La peor nota la volvió a tener la curva *dollar-linked* que nuevamente operó a la baja, anotando una caída de 1,2% en el mes, acumulando un retroceso de 3,0% desde fines del año pasado. De esta manera, los ajustables por tipo de cambio ofrecen un rendimiento de devaluación +3,2% promedio.
- * **El Merval** cerró marzo con una suba de 13,5% en pesos y 12,7% en dólares CCL, cerrando en USD 2.025. Con este resultado, en lo que va del año logra una ganancia medida en dólares CCL de 1,2%. La suba fue impulsada por los sectores de energía (30,7%) y *utilities* (12,9%), que juntas suman el 38% del índice y avanzaron gracias a la suba en el precio internacional del petróleo. En tanto, el sector de consumo no esencial fue el único en registrar una baja de 3,3%. Las acciones que más subieron en el mes fueron YPF (32,0%), VALO (28,3%) y COME (24,3%), y la que más perdió fue Mirgor (-6,7%). Las acciones que cotizan en Nueva York mostraron una suba promedio mensual de 8,5%, acumulando una

RETORNOS EN DÓLARES MTD Y YTD



ESTRATEGIA

Renta fija

* **Bonos soberanos en moneda extranjera.** La suba reciente del riesgo país responde a una combinación de factores externos, como la tensión en Medio Oriente y la suba de las tasas del Tesoro americano, con factores idiosincráticos, donde los interrogantes en torno al fortalecimiento de las reservas netas y el financiamiento de los vencimientos sigue sin despejarse. A esto se suma un proceso de desinflación que perdió impulso y una recuperación de la actividad que sigue siendo despareja entre sectores. En ese marco, lo más probable es que el riesgo país continúe lateralizando en el corto plazo. Dentro del segmento soberano, favorecemos el tramo corto de la curva, particularmente el AL30 (TIR 9,3%) por sobre el GD30 (TIR 7,9%): el spread legislativo de 3,2% entre ambos luce excesivo y ofrece potencial de compresión ante una eventual normalización, al tiempo que el bono amortiza el 40% del capital dentro de la gestión Milei. Para perfiles más conservadores, el

Bonar 2027 (AO27, 5% TIR) se presenta como una alternativa atractiva: paga un cupón del 6% anual de forma mensual y vence antes de la finalización del mandato de Milei, lo que le otorga un perfil de flujos predecible y un riesgo de duration acotado.

- * **Deuda BCRA.** Tras la compresión de spreads registrada en los últimos meses, los BOPREAL han perdido atractivo relativo frente a otras alternativas dentro del universo en dólares. Sus rendimientos actuales se asimilan a los de créditos corporativos bajo ley local de similar duration, que ofrecen tasas cercanas al 5% con un perfil de riesgo más acotado, y quedan por debajo de lo que hoy ofrecen las recientes emisiones de la curva soberana en moneda extranjera. No obstante, para aquellos inversores que busquen capitalizar el beneficio de cancelación impositiva que otorga el instrumento —que permite utilizarlo para el pago de obligaciones impositivas y aduaneras a valor técnico— seguimos recomendando el BOPREAL Serie 1-C (4,8% TIR), que habilita dicha cancelación a partir de abril 2027.
- * **Bonos subsoberanos.** Continuamos favoreciendo la deuda de provincias con bajos niveles de endeudamiento y una situación fiscal equilibrada, que permiten acceder a rendimientos atractivos con un perfil de riesgo más acotado que el soberano. Recomendamos Salta 2027 (SA24D, 8,6% TIR), Córdoba 2032 (CO32, 9,2% TIR), Mendoza 2029 (PMM29, 7,6% TIR), CABA 2033 (BDC33, 7,4% TIR), Santa Fe 2034 (SFD34, 8,8% TIR) y Río Negro 2028 (RND25, 8,5% TIR), que amortiza el 22,2% del capital en los próximos 12 meses, lo que contribuye a acotar el riesgo de duration y mejora su perfil de repago en el corto plazo. Estas provincias mantienen una relación deuda-ingreso menor al 30% y un resultado fiscal equilibrado.

- * **Bonos corporativos.** En un contexto en que el riesgo país probablemente continúe lateralizando en el corto plazo, el universo corporativo gana relevancia como alternativa para diversificar el posicionamiento en dólares. Estos instrumentos ofrecen menor volatilidad y una exposición más acotada al riesgo soberano, con cupones atractivos y fundamentos crediticios sólidos. Continuamos destacando los créditos de YPF, Pluspetrol y Loma Negra, con calificación AAA, y de Telecom Argentina, con calificación AA+. Dentro del universo bajo ley extranjera (precios ByMA Cable), vemos valor en YPF 2029 (YMCIO, 7,4% TIR), YPF 2031 (YMCXO, 7,6% TIR), Pluspetrol 2031 (PLC5O, 7,7% TIR) y Telecom 2033 (TLCPO, 8,6% TIR). En el universo bajo ley local (precios ByMA MEP), recomendamos Loma Negra 2027 (LOC5O, 4,7% TIR), Pampa Energía 2028 (MGCQO, 5,2% TIR), YPF 2028 (YMCZO, 5,9% TIR), Telecom 2028 (TLCOO, 5,6% TIR) y Vista Energy 2029 (VSCPO, 5,5% TIR).
- * **Deuda en pesos.** Con un proceso de desinflación que muestra resistencia a ceder, seguimos priorizando la cobertura a través de instrumentos CER y Duales. Frente a una inflación implícita de 2,7% m/m para los próximos dos meses y 2% m/m entre mayo y octubre, mantenemos el posicionamiento en el TZXD6 (CER +0%) y en el TZXD6 (CER -6,8%). En cuanto a los duales, sostenemos posición en el TTD26 (TAMAR +2,6%) y sumamos el TTS26 (TAMAR +1,9%): dado que la TAMAR se ubica actualmente en terreno negativo en términos reales, las tasas deberían mostrar una tendencia al alza, lo que se traduciría en una mayor tasa promedio devengada por estos instrumentos. Por último, si bien el tipo de cambio debería mantenerse relativamente estable en el corto plazo, la persistente caída del tipo de cambio real y sus implicancias sobre el frente externo nos llevan a mantener

exposición en instrumentos dollar-linked. En particular, el TZV26 (devaluación +0%) descuenta una devaluación directa del 6,3% hacia fines de junio, es decir, un tipo de cambio implícito en torno a \$1.470, lo que luce acotado frente a nuestras proyecciones.

Renta variable

El conflicto en Medio Oriente golpeó a la renta variable global que en marzo presentó caídas generalizadas ante los temores de que un escenario de estanflación –combinación de mayor inflación y estancamiento o caída del nivel de actividad–. Sin embargo, el Merval consiguió diferenciarse de dicho contexto dado el peso del sector energético dentro del Índice –más de una tercera parte–, cerrando en los USD 2.025, mostrando una suba del 12,7% en el mes que le permitió pasar en el año a terreno positivo, acumulando un alza de 1,2%. Si bien no hay indicios que lo peor en cuanto a precios de activos de riesgo haya quedado atrás, consideramos que el mercado local nos brinda opciones para obtener retornos muy interesantes siendo selectivos. Volvemos a destacar las oportunidades que presenta VIST y PAMP en lo energético, BYMA en el sector financiero, TXAR en materiales y vemos un precio de entrada muy conveniente en ALUA dado el impacto que está generando la guerra en el mercado mundial del aluminio.

- * **VISTA.** Mencionábamos que como mínimo el target price para la compañía debería ser USD 73,8 por ADR considerando un ratio de EV/EBITDA '27 de 4x a un precio de realización del Brent en dicho año de USD 70. Claramente dicho target quedó desactualizado producto de la guerra. La curva de futuros del precio del Brent para 2027 cerró operando a USD 80,5 por barril promedio para todo el año, y sabiendo que una suba de USD 10

del precio de realización de petróleo genera un aumento del EBITDA de USD 300 M año, el EBITDA '27 de VIST sería de USD 3.095 M determinando un precio objetivo de USD 85 por ADR de mantener el ratio mencionado. Sin embargo lo vemos como un objetivo de mínima dada las posibilidades que se le abren a la compañía dentro de la crisis actual.

- * **ALUAR.** Está dando una nueva oportunidad de compra dada la fuerte caída registrada en la plaza durante los últimos tres años (pasó de un máximo de market cap de USD 3,7 b con rumores de dolarización de la economía a los actuales USD 1,5b con un stock de deuda neta que ascendió de USD 359 M a los actuales USD 509 M), y la suba en los precios del aluminio dado los problemas que poseen las productoras en Medio Oriente que concentran el 9% de la oferta mundial del commodity. En este sentido el precio de la tonelada de aluminio primario con alto grado de pureza (mayor a 99,3% utilizando energías renovables para su producción) en Europa actualmente es de U\$S 3.861 por tonelada versus U\$S 3.330 por tonelada a comienzos de año mientras que en Estados Unidos contemplando los aranceles del 50% fijados por Trump pasaron de USD 4.785 por tonelada a los actuales USD 5.792 por tonelada. ALUAR está por inaugurar la ampliación de su parque eólico de 336 MW (que demandó una inversión de USD 470 M) para llevar a 582 MW de generación eólica, que se sumarían a los 550 MW de capacidad de su controlada Hidroeléctrica Futaleufú y los 755 MW térmicos entre ciclo combinados y centrales a gas. La competitividad de ALUAR está centrada en costos de energía muy bajos (U\$S 32/34 x MW/hora vs. U\$S 62/66 x MW/hora de China) siendo necesaria 15,2 MW/hora para obtener una tonelada de aluminio, entre otros insumos. Sin duda que los cortes de producción en Medio Oriente con posibles paradas totales de planta, más el aumento del costo de generación energética por la

tensión en el mercado de GNL y petróleo nos llevan a pensar que los actuales precios se sostendrán por un largo tiempo. En este contexto vemos un escenario de precio promedio de venta aluminio entre primario y elaborados de USD 4.700/4.300 por tonelada con EBITDA anual que oscile entre los USD 630 /485 M lo que implicaría que ALUAR cotice a ratios de EV/EBITDA forward de 3,2x / 4,1x.

- * **Pampa.** El hedge producción del petróleo a USD 66 x barril Brent generó en 4Q25 ganancias por USD 15 M por futuros vencidos y ganancias por mark to market futuros venc 2026 por USD 45 M registradas como resultados integrales. Al 1Q26 este hedge generaría pérdidas por USD 20 M y poco más de USD 80 M por el mark to market de los futuros no vencidos. No obstante hay que recordar que las pérdidas serán compensadas con mayores resultados en la línea operativa. Esto se da en pleno rump up de operaciones en Rincón de Aranda. En la licitación de los 14 M de m3 de ampliación del gasoducto Perito Moreno PAMP ha obtenido 3,3 M m3/día que le permitirá autoabastecer el gas consumido por su CT Genelba de 1.250 MW. Las ganancias generadas por la integración vertical serían de U\$S 100 M año (50% por CTLLL y 50% por CTGenelba). Si bien estos m3 serán eliminados de aquellos que tiene asignados PAMP por Plan Gas, la estacionalidad de los despachos le permitirán a PAMP tener sinergias en la producción. PAMP estaría por anunciar un project finance para instalar una planta de Urea en Bahía Blanca, donde actualmente posee la central térmica Piedra Buena. Sería un proyecto RIGI de USD 2.000 M financiado entre organismos multilaterales, mercado de capitales y sistema bancario.

Los datos utilizados en el presente informe tienen fecha de cierre 1° de abril de 2026.

HOUSE VIEW LOCAL

El presente informe es publicado por Cohen S.A y ha sido preparado por el Departamento de Estrategia de Cohen S.A. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de inversión de Cohen S.A para la compra o venta de valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión ni una oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que Cohen S.A considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen S.A no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. Cohen S.A no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas están sujetas a las variaciones intrínsecas y extrínsecas de los mercados.