



SEPTIEMBRE 2026

HOUSE VIEW GLOBAL

El precio del silencio

PERSPECTIVAS.COHEN.COM.AR

por

SERGIO GONZÁLEZ

CFA Head de la Oficina
de Inversiones

••perspectivas

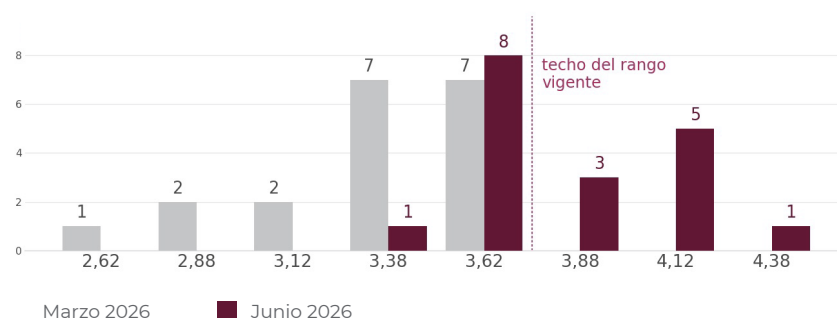
El 28 de agosto, en Jackson Hole, el presidente de la Reserva Federal pidió un banco central más silencioso y asumió la responsabilidad por 65 meses de inflación por encima de la meta. No comunicó una decisión: anunció que dejaría de anticiparlas. Eso desplazó la pregunta que el mercado se hacía en julio: ¿cuándo empiezan los recortes?

El precio de ese silencio se puede medir. De los 57 pb que subió el rendimiento del bono a diez años en lo que va de 2026, 51 pb corresponden a la tasa real; la implícita se movió apenas 6 pb. No es un problema de expectativas; es prima de riesgo. El crédito lo confirma en un solo tramo: el grado de inversión se movió 1 pb en el año y el alto rendimiento comprimió 18 pb, mientras que las emisiones CCC y de menor calidad se ampliaron 157 pb. No hay estrés en los índices; hay dispersión.

En paralelo, el riesgo del cómputo de inteligencia artificial cambió de manos. Nvidia comprometió respaldo crediticio por hasta USD 105.000 millones para un campus de OpenAI y firmó acuerdos con seis gestoras para movilizar más de USD 500.000 millones de terceros.

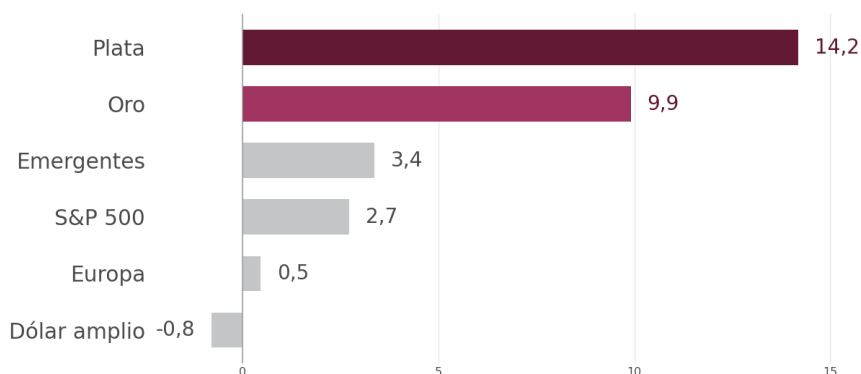
No esperábamos un aumento de tasas en septiembre. Las últimas declaraciones del presidente de la Reserva Federal nos obligan a revisar nuestra estimación: ahora esperamos una suba de 25 pb el 16 de septiembre. Preferimos los plazos cortos y el rendimiento corriente antes que la duración.

PUNTOS DEL FOMC PARA FIN DE 2026 CANTIDAD DE PARTICIPANTES POR NIVEL DE TASA



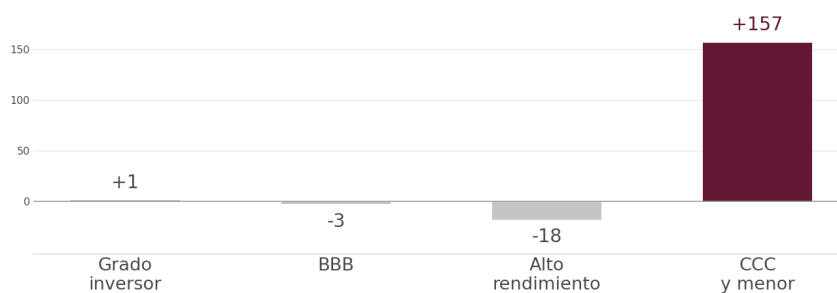
Fuente: Elaboración propia en base a la Reserva Federal, proyecciones del 18 de marzo y del 17 de junio de 2026.

RETORNOS DE AGOSTO DE 2026 EN PORCENTAJES



Fuente: Elaboración propia en base a MSCI, S&P Dow Jones Indices, STOXX y Reserva Federal.

DIFERENCIALES DE CRÉDITO EN 2026 VARIACIÓN EN PUNTOS BASE, DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2025 AL 31 DE AGOSTO DE 2026



Fuente: Elaboración propia en base a FRED, series ICE BofA.

La Fed sin guía

El hecho del mes no fue un dato: fue una decisión sobre cómo se comunica la política monetaria.

Desde junio, el comunicado del FOMC no contiene ninguna cláusula de guía prospectiva. Desapareció la frase que prometía evaluar los datos entrantes y la disposición a ajustar la política y, en su lugar, quedó un compromiso de una línea: el Comité garantizará la estabilidad de precios. En Jackson Hole, tres días antes de nuestro

cierre, Warsh completó el argumento y fijó el estándar para no actuar: confiar en que la inflación subyacente se mueve hacia el objetivo con claridad y a una velocidad suficiente. Citó un deflactor del consumo del 3,7% a doce meses y del 4,1% anualizado a seis meses, con el 54% de los componentes por encima del 3%, frente a una referencia prepandemia del 32%.

La tasa no se movió en ninguna de las cinco reuniones de 2026 y permanece en el rango de 3,50% a 3,75% desde diciembre de 2025. Lo que cambió es hacia qué lado empuja el disenso: en enero, dos miembros querían bajarla; en julio, tres presidentes regionales querían subirla. Las proyecciones de junio elevaron la mediana de la tasa para 2026 del 3,4% al 3,8% y la de inflación del 2,7% al 3,6%, sin deteriorar las medianas de producto ni de desocupación. La mitad del Comité ubica hoy la tasa por encima del rango vigente.

Sin guía, cada reunión vuelve a ser un evento con precio propio.

EL DISENSO CAMBIÓ DE LADO VOTACIÓN DEL FOMC EN 2026

REUNIÓN	VOTACIÓN	SENTIDO DEL DISENSO
28-ene	10 a 2	Bajar 25 pb
18-mar	11 a 1	Bajar 25 pb
29-abr	8 a 4	Bajar y redaccion
17-jun	12 a 0	Sin disidencias
29-jul	9 a 3	Subir 25 pb

Fuente: Pb, puntos base. Elaboración propia en base a los comunicados del FOMC.

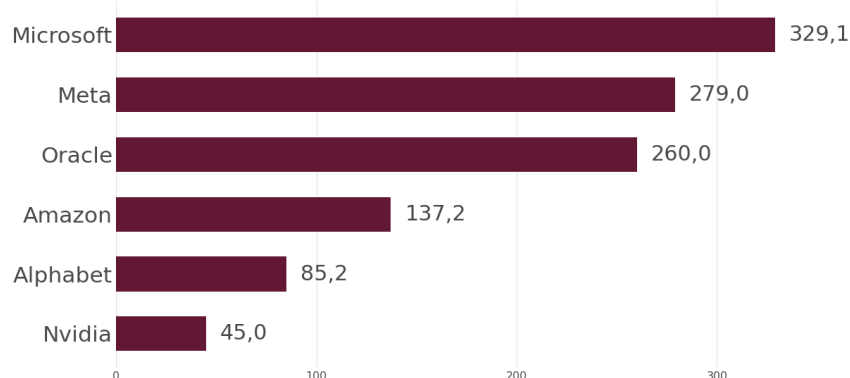
El riesgo se mueve

El mes pasado mostramos que la inversión en inteligencia artificial dejó de financiarse con caja propia. En agosto quedó claro hacia dónde se trasladó el riesgo.

Hubo tres hechos en la misma quincena. El 10 de agosto, Nvidia firmó memorandos con seis gestoras para constituir vehículos de financiamiento de infraestructura de cómputo y movilizar más de USD 500.000 millones de capital de terceros, sujeto a la firma de contratos definitivos. El 17 de agosto, reveló ante la SEC un respaldo crediticio de hasta USD 105.000 millones vinculado al campus de 4,25 gigavatios que SB Energy construye en Ohio para una afiliada de OpenAI: garantías de valor residual sobre una parte de los pagos de arrendamiento y energía, con contratos de 20 años por fase y la primera de ellas disponible en el ejercicio 2029. El respaldo figura en la nota de compromisos, fuera de balance y sin pasivos devengados. Un trimestre antes, la exposición máxima de Nvidia por garantías análogas era de USD 3.500 millones.

El tercer hecho es de forma y, por eso, importa más. Los compromisos de arrendamiento firmados y aún no iniciados de seis compañías suman cerca de USD 1,1 billones. Microsoft pasó de USD 92.700 millones a USD 329.100 millones en un ejercicio, un monto equivalente a 2,8 veces su gasto de capital anual. Ninguna desagrega ese importe entre arrendamientos operativos y financieros.

Cuando el chip funciona como colateral, la obsolescencia deja de ser un problema contable para el comprador y se convierte en un riesgo crediticio para un tercero.

ARRENDAMIENTOS FIRMADOS NO INICIADOS
EN MILES DE MILLONES DE USD

Fuente: Última presentación disponible al 31 de agosto de 2026. Nvidia incluye arrendamientos propios y tomados para terceros. Elaboración propia en base a la SEC.

Precios y empleo

El diagnóstico macro es incómodo porque las dos mediciones de inflación que observa la Reserva Federal muestran señales diferentes.

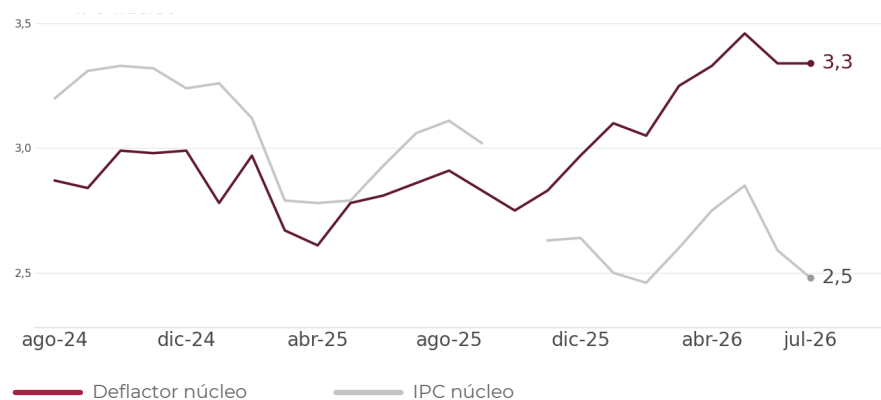
El IPC núcleo de julio se ubicó en 2,5% interanual. El deflactor del consumo núcleo avanzó a 3,3% y el general, 3,7%. La relación histórica entre ambos está invertida, con el deflactor 0,86 puntos por encima del IPC núcleo, y desde enero se mueven en direcciones opuestas. La diferencia responde a las ponderaciones, no al fenómeno, pero el mandato se mide con el deflactor. Los precios al productor agregan presión en la cadena: la demanda final núcleo corre a 4,2% interanual, 1,7 puntos por encima del IPC núcleo. La energía explica buena parte del resto, con un alza de 14,7% interanual y la nafta en 24,6%, aunque el salto ocurrió entre marzo y mayo y hoy forma parte de la base de comparación.

El empleo, según los datos vigentes a nuestro cierre, se mostraba frágil: julio registró una caída de 23.000 nóminas y las revisiones de mayo y junio restaron 103.000 puestos. La desocupación bajó a 4,1% por una menor participación, que cedió 0,7 puntos desde enero. La tasa de

renuncias, en 2,0%, y la de despidos, en 1,1%, describen un mercado congelado en ambos flujos, no uno que se quiebra. Aclaración necesaria: la publicación del 4 de septiembre, posterior al cierre, revisó el dato de julio a una creación de 21.000 puestos y mostró un aumento de 162.000 en agosto.

El producto creció 1,5% anualizado en el segundo trimestre, pero las ventas finales reales a compradores privados internos avanzaron 4,2%. El motor interno crece a más del doble que el agregado.

IPC NÚCLEO Y DEFLACTOR DEL CONSUMO VARIACIÓN INTERANUAL, EN PORCENTAJE



Las tasas

Si la Reserva Federal va a subir la tasa, cabría esperar que la curva se moviera desde el tramo corto. Eso fue lo que ocurrió, y la manera en que lo hizo es el dato del mes.

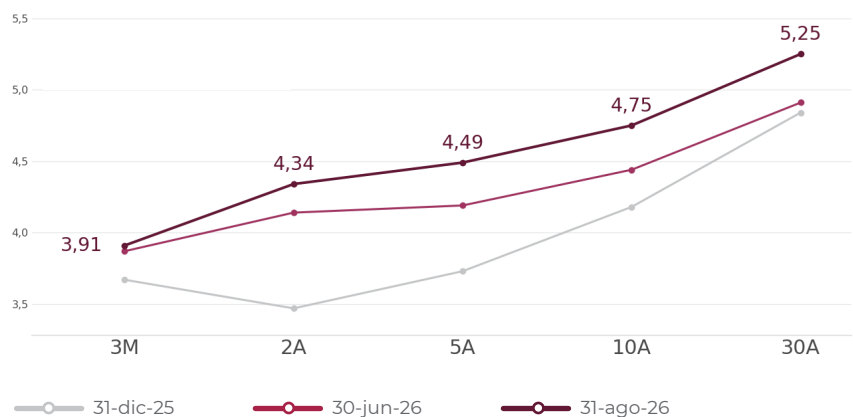
En agosto, el bono a dos años subió 6 pb, hasta 4,34%; el de diez años se mantuvo en 4,75%; y el de treinta cedió 2 pb, hasta 5,25%. La curva se aplanó desde el tramo corto: el diferencial entre los bonos a dos y diez años se comprimió desde 47 pb en julio hasta 41 pb. Tomando

todo el año, la foto es distinta: el bono a dos años acumula un alza de 87 pb; el de diez, de 57 pb; y el de treinta, de 41 pb.

La composición de esos 57 pb es lo que hay que observar. El rendimiento real del bono a diez años pasó de 1,93% a 2,44%, un alza de 51 pb. La inflación implícita a diez años pasó de 2,25% a 2,31%, apenas 6 pb. El mercado de bonos indexados no repriceó la inflación: repriceó la tasa real y la prima por plazo. Es exactamente lo que cabría esperar cuando desaparece la señal que anclaba el tramo corto.

Del otro lado está la oferta. El Tesoro acumula un déficit de USD 1,80 billones en los primeros diez meses del ejercicio fiscal, ya por encima del total registrado en el anterior, con intereses netos de USD 963.000 millones que explican el 38% del aumento del gasto. La tasa media del stock subió a 3,490% y acumula siete meses de alza. En el trimestre cerrado en junio, el 78% del financiamiento neto se cubrió mediante títulos con cupón, no con letras.

CURVA DE RENDIMIENTOS DEL TESORO EN PORCENTAJE, POR PLAZO



Fuente: Curva par diaria. Elaboración propia en base al Tesoro de EE. UU.

Perspectivas

Corresponde empezar por la reconciliación. En agosto estimamos que el bono a diez años se movería entre 4,75% y 5,00% y que el de treinta se sostendría por encima de 5,25%: cerraron el mes en 4,75% y 5,25%, respectivamente, en el piso de los rangos previstos. Pero dijimos que la Reserva Federal no subiría la tasa en septiembre, y ese supuesto quedó invalidado dos veces: primero, con Jackson Hole y, después, con el informe de empleo del 4 de septiembre. El error no estuvo en los datos, sino en el ancla: basamos la decisión en el empleo cuando el criterio declarado es la inflación subyacente. Lo corregimos.

Nuestro escenario base es que el FOMC subirá la tasa 25 pb el 16 de septiembre, llevando el rango a 3,75%-4,00%, y que cerrará 2026 sin superar el 4,00%-4,25%. Bajo ese supuesto, vemos el rendimiento del bono a diez años entre 4,60% y 4,90% para diciembre.

Seguimos cuatro riesgos, cada uno con su propio disparador. Segunda suba: un deflactor núcleo de agosto igual o superior a 3,3% el 30 de septiembre. Riesgo energético: una interrupción verificada del estrecho de Ormuz que lleve el Brent por encima de USD 105, con la reserva estratégica ya en 286,6 millones de barriles. Crédito: el CCC por encima de 1.200 pb, con el alto rendimiento por debajo de 300 pb. Oferta: un aumento del tamaño de las subastas de cupones durante el refinanciamiento de noviembre.

En cartera, esto se traduce en capturar el rendimiento del tramo corto y no pagar por duración, ni en bonos soberanos ni en crédito.

POSICIONAMIENTO SUGERIDO
VISIÓN A SEIS MESES

CLASE DE ACTIVO	VISIÓN	FUNDAMENTO
Soberano corto	Sobreponderar	La suba ya está en el precio
Soberano largo	Subponderar	Oferta de cupones y prima real
Crédito grado inv.	Subponderar	Duraciones largas en el índice
Crédito alto rend.	Neutral	Buen rendimiento para capturar
Acciones EE. UU.	Neutral	Utilidad con revalorizaciones
Acciones resto	Sobreponderar	Emergentes con dólar más débil
Oro	Sobreponderar	Cobertura sin ancla monetaria

Único cambio contra agosto: crédito de alto rendimiento pasa de neutral a subponderar. Elaboración propia.

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.