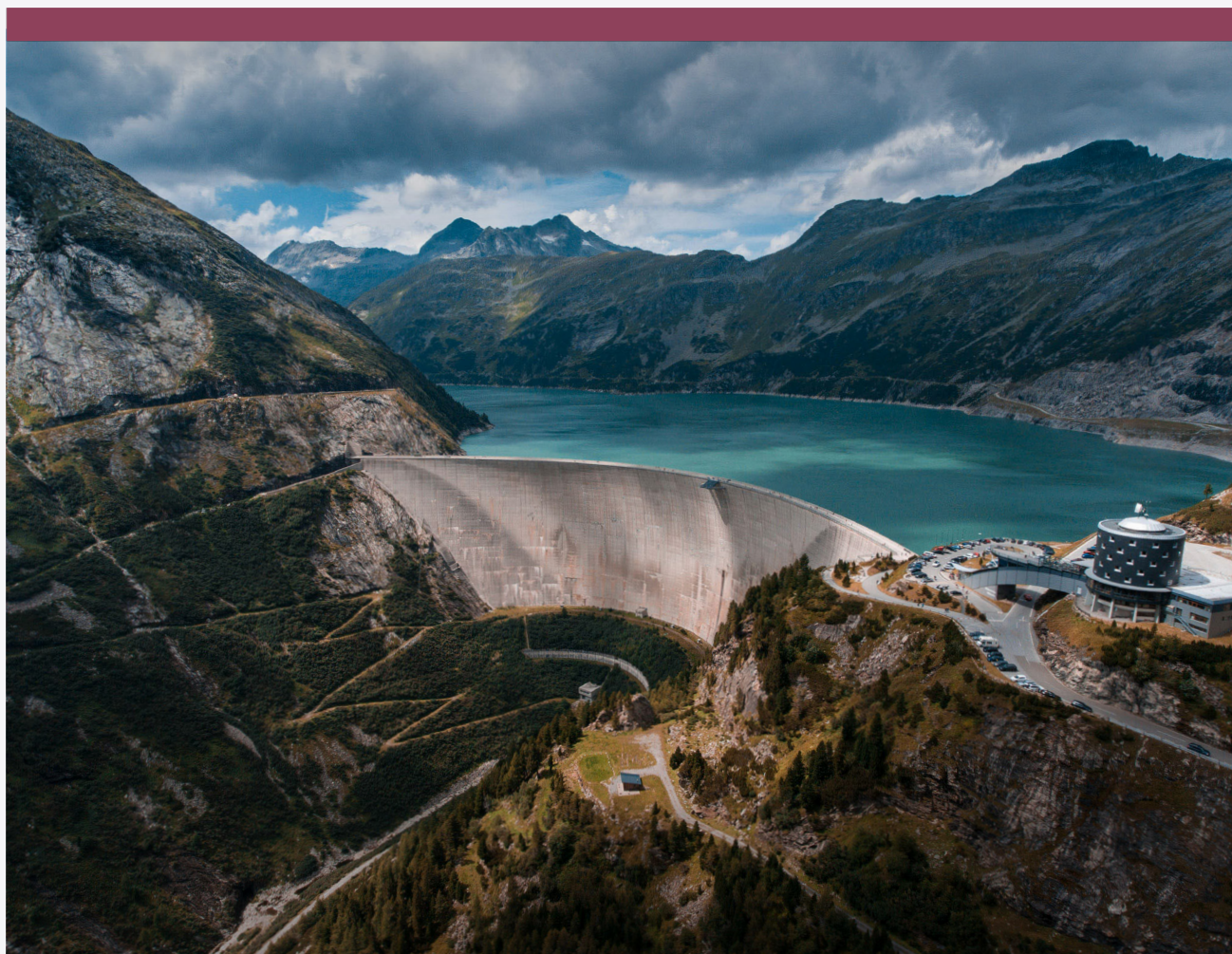




SEPTIEMBRE 2026

La estabilidad cambiaría como prioridad

por

**Oficina de Inversiones
y equipo de Research
de Cohen Aliados
Financieros**

El gobierno está privilegiando la estabilidad del tipo de cambio y está dispuesto a pagar por ella con tasa de interés, con menor acumulación de reservas y con oferta de instrumentos indexados al dólar. Ese orden de prioridades define dónde está el rendimiento hoy y dónde están los riesgos.

01. Contexto internacional

Tres precios condicionan la ventana de financiamiento y el apetito por riesgo argentino: la tasa larga de los Estados Unidos, el petróleo y la renta variable global. Los repasamos brevemente, con un semáforo que resume cómo juega cada uno para los activos locales.

VARIABLE	LECTURA	SEÑAL
Tasa larga en los Estados Unidos	Sube la tasa base contra la que se mide todo el crédito argentino en dólares.	● Luz roja
Petróleo	Presiona el índice de precios, pero aporta divisas por el lado energético.	● Luz amarilla
Renta variable global	Apetito por riesgo intacto, con Argentina como activo de beta mayor a uno.	● Luz verde

Tasas largas en los Estados Unidos

El bono del Tesoro americano a 30 años cerró en 5,23% el 24 de agosto y se mantiene en la zona alta de los últimos diez años. Hay dos lecturas posibles, y no son excluyentes: el deterioro de las cuentas fiscales y de la institucionalidad presupuestaria norteamericana, y la demanda de fondeo que está generando la inversión en inteligencia artificial y en la infraestructura asociada. Por una vía o por la otra, el tramo largo se está poniendo más pesado.

Para Argentina el mecanismo es directo. El rendimiento de un soberano en dólares es la tasa base más el *spread* de riesgo país. Si la base sube, hace falta una compresión de *spread* muy agresiva para que la tasa de endeudamiento no aumente. Es la variable internacional que hoy juega más en contra, y por eso le asignamos luz roja.

TASA DEL BONO DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS A 30 AÑOS, CIERRE MENSUAL



Fuente: LSEG (US30YT=RR). Cierres desde enero de 2016. Último dato: 24 de agosto de 2026.

Petróleo y renta variable global

El WTI de primer vencimiento cotiza en 85,0 dólares por barril, después de un primer semestre de volatilidad marcada, con subas y bajas pronunciadas encadenadas. El efecto sobre Argentina es ambiguo, y de ahí la luz amarilla. Del lado negativo, el crudo entra al índice de precios y el eje del programa es desinflar rápido: cuanto más alto el barril, más difícil. Del lado positivo, Argentina se volvió exportadora neta de energía y un precio más alto significa más divisas por factor precio. En el margen, agrega ruido el esquema de precios internos.

El S&P 500 cerró en 7.674 puntos, en máximos. La inteligencia artificial sigue traccionando y los resultados corporativos del sector acompañaron, con Nvidia a la cabeza. Traemos esta variable, porque Argentina es un activo de beta mayor a uno: el desarrollo de inversiones y la colocación de deuda son mucho más simples con un índice global en máximos que con un mercado en una corrección de 15% o 20%. Le asignamos luz verde.

PETRÓLEO WTI Y RENTA VARIABLE GLOBAL



Fuente: LSEG. WTI (CLC1) desde enero de 2025; S&P 500 (.SPX) desde diciembre de 2019. Cierres mensuales.

02. Plano local

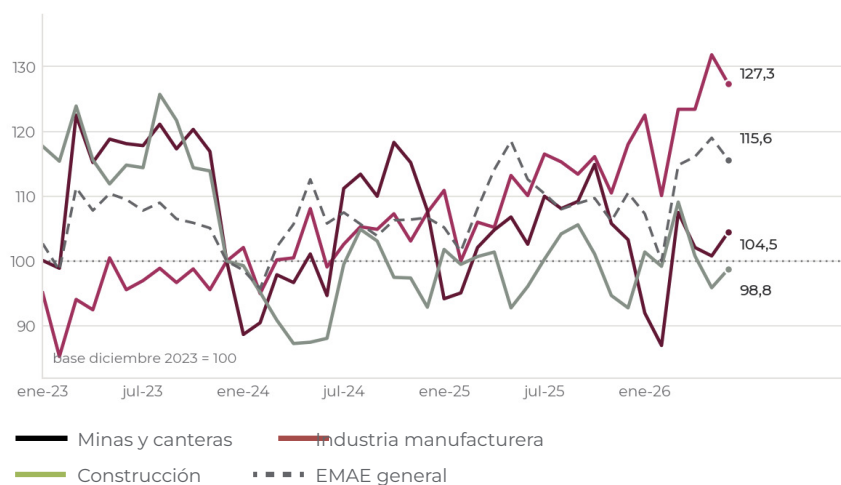
Seguimos cinco frentes mes a mes: el nivel de actividad, la confianza en el gobierno, las cuentas del Tesoro, las reservas y el tipo de cambio. Los dos primeros explican por qué el mercado empezó a poner luces amarillas sobre la continuidad de las políticas. Los tres siguientes son las anclas del programa.

Nivel de actividad: la composición importa más que el nivel

El EMAE de junio se ubica en 115,6 puntos contra la base de diciembre de 2023. El agregado recuperó, pero la apertura por sector muestra una dispersión que explica buena parte del debate de mercado.

Minas y canteras, donde pesan Vaca Muerta y la infraestructura de ductos, opera 27 puntos por encima del punto de partida. La industria manufacturera apenas 4 puntos arriba, con meses de caída pronunciada. La construcción sigue por debajo de donde arrancó: hay meses de suba y meses de baja, y falta obra pública que traccione. Queda por ver cuánto aportan los anuncios recientes, entre ellos los plazos fijos del FGS (Fondo de Garantía de Sustentabilidad) y las licitaciones de rutas.

NIVEL DE ACTIVIDAD POR SECTOR, BASE DICIEMBRE 2023 = 100



Fuente: INDEC, EMAE serie original. Series reexpresadas en base diciembre de 2023 = 100. Último dato: junio de 2026.

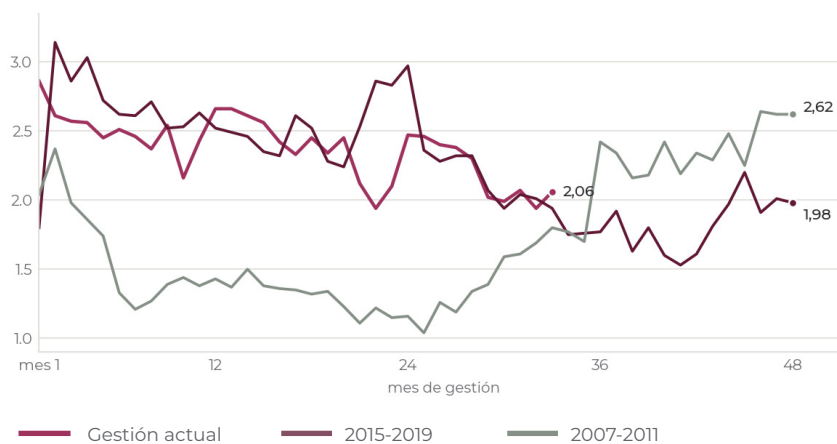
Confianza en el gobierno: un ejercicio de comparación

El Índice de Confianza en el Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella se lee habitualmente como un anticipo del desempeño electoral. Para ponerlo en perspectiva lo comparamos por mes de gestión, no por fecha calendario, contra las dos únicas presidencias de este siglo que intentaron la reelección.

La gestión 2007-2011 llegó al tercer año con el índice deteriorado y recuperó en el tramo final: consiguió la reelección. La gestión 2015-2019 sostuvo registros altos durante los dos primeros años, empezó a deteriorarse alrededor del mes 30 y no volvió a niveles compatibles con una reelección: no la consiguió.

En el último registro disponible la gestión actual marca 2,06, por encima del nivel que exhibía la gestión 2015-2019 en el mismo punto del ciclo, aunque lejos de su propio arranque. La lectura relevante no es el nivel de hoy sino la pendiente del tramo final: falta mucho y el patrón puede darse vuelta. Es una de las luces amarillas que el mercado está mirando.

ÍNDICE DE CONFIANZA EN EL GOBIERNO, COMPARADO POR MES DE GESTIÓN



Fuente: Índice de Confianza en el Gobierno, Universidad Torcuato Di Tella.
Eje horizontal: mes de gestión.

Las tres anclas del programa

El programa económico se sostiene sobre tres anclas: la fiscal, la cambiaria y la monetaria. Ninguna se modificó en el año y el grado de determinación es alto. Lo que cambió es el peso relativo entre ellas.

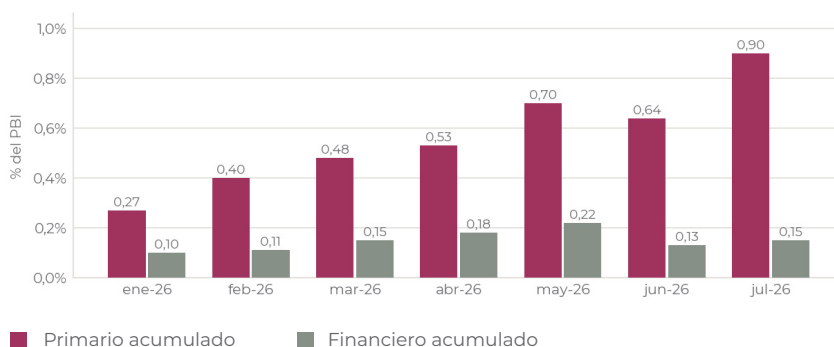
Ancla fiscal

El resultado primario acumulado llega a 0,90% del PBI en julio y el financiero a 0,15%, con siete meses consecutivos en terreno positivo. El dato es más relevante de lo que sugiere su tamaño: se consiguió con rebajas de impuestos y con una recuperación desapareja de la actividad. En junio el acumulado tuvo una caída puntual y en julio volvió a crecer con fuerza. Queda por delante diciembre, que es el mes más desafiante del año.

Corresponde una precisión técnica: parte de los intereses se capitalizan, de modo que el resultado financiero admite un análisis más fino. Aun así, la palanca fiscal está firme y es la que sostiene la capacidad de pago sin emisión monetaria. Es también el principal motor

de la compresión de riesgo país observada durante buena parte del año, y la razón por la cual el programa puede permitirse usar la tasa de interés como herramienta cambiaria sin que su sostenibilidad quede en discusión.

RESULTADO DEL TESORO, ACUMULADO DEL AÑO EN PORCENTAJE DEL PBI



Fuente: Secretaría de Hacienda. Acumulado del año en porcentaje del PBI.
Último dato: julio de 2026.

Ancla cambiaria: reservas, compras y precio

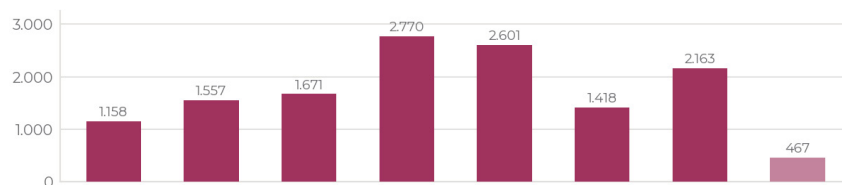
Las reservas brutas alcanzaron USD 50.655 millones en el mes, el máximo del año, con datos al día 24 de agosto. Sobre esa cifra pesan tanto las compras acumuladas como la cotización del oro, que aportó en el mes.

La otra cara es el ritmo de compras. Después del pico estacional de abril y mayo, y de un repunte en julio, agosto muestra USD 467 millones, el registro más bajo del año. No se trata de falta de oferta: el Banco Central está eligiendo comprar menos y dejar que la demanda privada se abastezca en el mercado. Es la primera de las herramientas puestas al servicio de la estabilidad cambiaria.

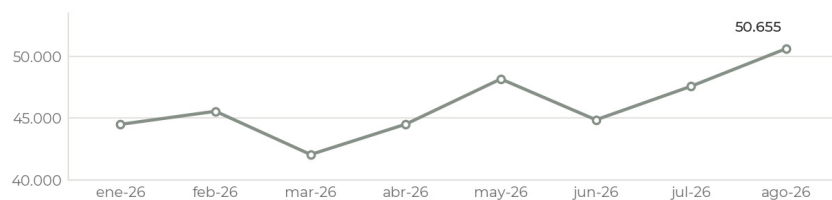
Miramos la dinámica hacia adelante como positiva más allá del dato puntual de agosto: entra una nueva estacionalidad de cosecha y el gobierno anunció que continuará comprando divisas para prepararse para 2027, un año que consideramos desafiante en el frente cambiario.

Esa preparación es, precisamente, la razón por la que este año se privilegia el precio.

COMPRAS NETAS DEL BCRA EN EL MULC, MILLONES DE DÓLARES



RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS, MILLONES DE DÓLARES



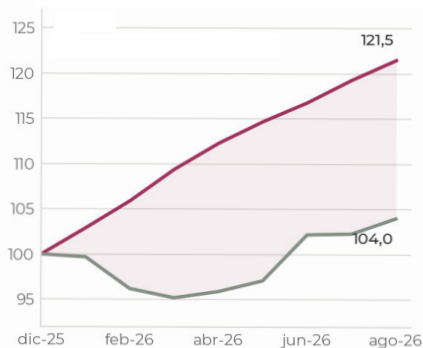
Fuente: BCRA, series estadísticas. En millones de dólares. Agosto de 2026 con datos al día 24, en tono claro.

El resultado sobre el precio es una apreciación real. El tipo de cambio oficial acumula 4,0% de suba en el año contra una inflación de 21,5%: en torno a 14% de apreciación real, con parte de arrastre de un 2025 en el que el tipo de cambio había corrido por encima de los precios. En el margen, la brecha se cierra. Agosto muestra una devaluación de 1,62% contra una inflación estimada de 1,80%, después de que en junio el que el movimiento fuera inverso, con 5,32% de devaluación.

El objetivo declarado es que un tipo de cambio más estable permita que la inflación ceda más rápido, que las tasas nominales bajen en consecuencia y que el crédito se dinamice. Por ahora, la inflación cede, pero más lentamente de lo que el plan requiere, con un componente de servicios que baja con dificultad. El dato de inflación es el indicador por el cual el propio programa se juzga.

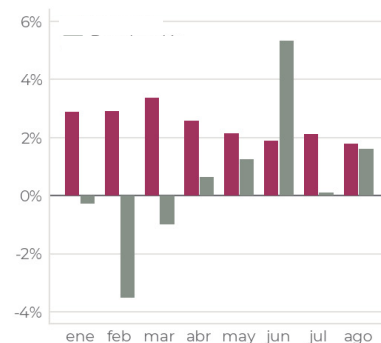
TIPO DE CAMBIO OFICIAL E INFLACIÓN

ACUMULADO 2026, DIC-25=100



— IPC
— Tipo de cambio oficial

VARIACIÓN MENSUAL 2026



■ Inflación
■ Devaluación

Fuente: BCRA e INDEC. Agosto de 2026 con datos al día 24; inflación mensual de agosto estimada.

Ancla monetaria: la tasa de interés

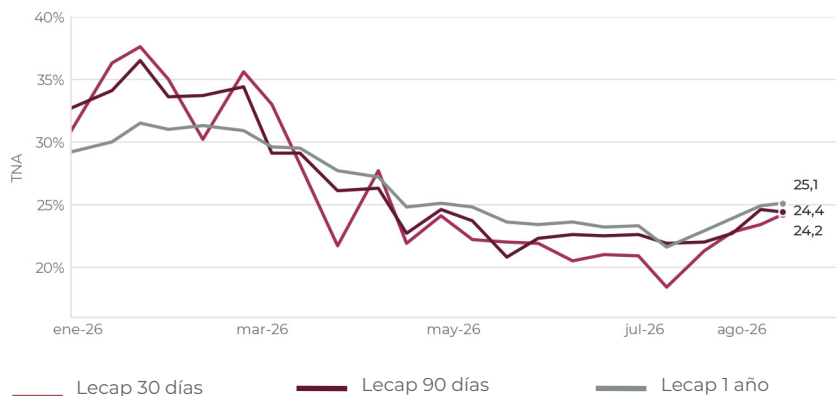
Preferimos leer el ancla monetaria por la tasa de interés antes que por la cantidad de dinero. La cantidad de pesos merece un tratamiento propio; la tasa es la variable que el inversor enfrenta todos los meses cuando decide dónde colocarse o a qué costo tomar crédito.

La curva de Lecap venía comprimiendo desde diciembre, cuando operaba entre 29% y 33% según el tramo. Esa baja se detuvo en julio y desde entonces las tasas volvieron a subir: el tramo de 30 días cerró en 24,2%, el de 90 días en 24,4% y el de un año en 25,1%. La curva quedó prácticamente plana, con pendiente levemente positiva, lo que es consistente con expectativas de tasa estable.

La secuencia no es casual. El Banco Central dejó de comprar dólares al ritmo previo y la tasa en pesos subió para sostener el atractivo relativo de permanecer en moneda local frente a la alternativa de comprar divisa. La tasa es la tercera herramienta de la estabilidad cambiaria y tiene un costo, que paga el Tesoro cuando amortiza. Es un costo

afrontable precisamente por el superávit fiscal, algo poco habitual en la historia argentina reciente.

CURVA DE PESOS A TASA FIJA, EVOLUCIÓN DE TASAS NOMINALES ANUALES



Fuente: elaboración propia Cohen. Tasas nominales anuales. Último dato: 14 de agosto de 2026.

Sobre tasas reales, el movimiento es doble: las nominales subieron y la inflación bajó. La curva CER quedó positiva y con pendiente: 7,3% real a un año, 9,5% a dos años y 9,3% a tres. El tramo medio es el que mejor paga por asumir *duration*. En los plazos de dos y tres años ya se está incorporando el precio de un gobierno cuyas políticas todavía no conocemos, y la tasa de un año opera además como herramienta para moderar la volatilidad cambiaria.

TASAS REALES DE LA CURVA CER



Fuente: elaboración propia Cohen. Tasas reales anuales. Último dato: 21 de agosto de 2026.

03. Posicionamiento en renta fija

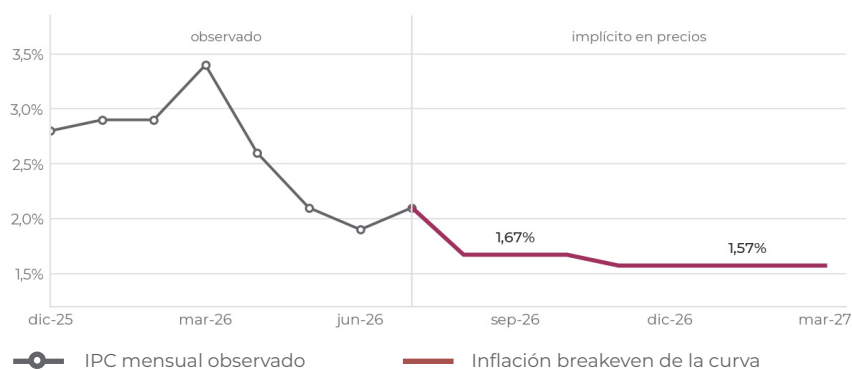
El posicionamiento se resuelve en dos decisiones sucesivas: indexación contra tasa fija, y pesos contra cobertura cambiaria. Las dos se responden comparando lo que el mercado tiene puesto en precios contra lo que esperamos.

CER contra tasa fija: la inflación breakeven

La curva descuenta una inflación mensual de 1,67% para agosto, septiembre y octubre, y de 1,57% desde noviembre en adelante, contra 2,10% observado en julio. El mercado ya tiene puesta en precio una desaceleración.

Nuestra estimación se ubica por encima de esos valores, en torno al 2% mensual, debido a tres razones: la presión del precio del crudo, la resistencia del componente de servicios, y el hecho de que la expectativa de mercado tiende a ser algo más complaciente que el dato que finalmente se publica. Si esa lectura es correcta, corresponde inclinarse por instrumentos ajustables por inflación. Un inversor que espera una inflación por debajo del *breakeven* debería elegir tasa fija.

INFLACIÓN MENSUAL OBSERVADA E INFLACIÓN BREAKEVEN DE LA CURVA



Fuente: elaboración propia Cohen e INDEC. Breakeven calculado al 14 de agosto de 2026.

Pesos contra cobertura: la devaluación breakeven

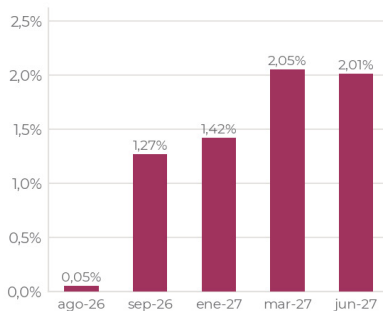
Es el debate más discutido internamente. Otra de las herramientas del gobierno para privilegiar la estabilidad cambiaria es la oferta de instrumentos que ajustan por tipo de cambio: el Banco Central y el Tesoro son muy activos en licitaciones y canjes, y convalidan tasas de cobertura atractivas para que el inversor no dolarice cartera comprando divisa en el mercado.

Comparando cada par de Lecap contra *dollar-linked*, la devaluación mensual implícita es de 0,05% para agosto, 1,27% para septiembre, 1,42% hasta enero de 2027 y en torno al 2% para marzo y junio de 2027. En tipo de cambio, los puntos de indiferencia son \$1.535 a septiembre, \$1.615 a fin de enero, \$1.750 a marzo y \$1.852 a junio de 2027.

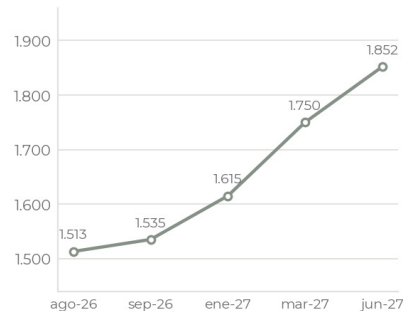
La lectura práctica es sencilla. Si la devaluación de septiembre supera 1,3%, conviene el *dollar-linked* por sobre la Lecap comparable, y lo mismo hasta enero si el ritmo se ubica por encima de 1,4%. Para 2027 el umbral sube al 2%, un nivel que el gobierno debería poder cumplir si el programa es exitoso y la inflación se consolida en registros que empiecen con uno. Por la liquidez de los instrumentos, no empujamos el tramo largo de la curva *dollar-linked*.

DEVALUACIÓN BREAKEVEN Y TIPO DE CAMBIO IMPLÍCITO, LECAP CONTRA DOLLAR-LINKED

DEVALUACIÓN BREAKEVEN MENSUAL



TIPO DE CAMBIO BREAKEVEN IMPLÍCITO



Fuente: elaboración propia Cohen. Pares D31G6-S31G6, D30S6-S30S6, D15E7-T15E7, D31M7-T30A7 y TZV27-T30J7.

Visión por clase de activo

CLASE DE ACTIVO	INSTRUMENTOS	REDUCIR EXPOSICIÓN	MANTENER	AUMENTAR EXPOSICIÓN
Tasa fija	T30A7	●		
CER	TZXM7		●	
Duales	TXMJ9 -TMVE8		●	
Dollar linked	D30S6			●
Hard dollar	AO27 -BPOD7			●

El color señala la recomendación de exposición sobre la cartera en pesos y en dólares al cierre de agosto de 2026.

Estamos más volcados a *dollar-linked* y a *hard dollar* de corto plazo, con la guardia en alto. El mensaje central es ver las elecciones desde afuera, al menos por ahora: buscamos más certidumbre sobre la continuidad de las políticas, y para eso falta que se defina el escenario electoral, empezando por si habrá primarias y siguiendo por las alianzas.

- * **Dollar-linked:** preferimos el tramo más corto, de 30 a 45 días, donde el gobierno está pagando un premio. D30S6 es el instrumento que estamos bajando a los portafolios.
- * **Hard dollar:** para quien busca dólares con acreditación en MEP, AO27 y BPOD7. AO27 rinde algo más y tiene cupones mensuales.
- * **CER:** TZXM7 es nuestra preferencia dentro de la curva. Es la clase de activo que mejor refleja la visión de inflación por encima del breakeven.
- * **Duales:** TXMJ9, dual CER, y TMVE8, dual TAMAR con ajuste por tipo de cambio.
- * **Tasa fija:** es la clase de activo que estamos reduciendo. Para quien decida mantener exposición, T30A7 es el instrumento con mejor perfil de rendimiento esperado dentro de la curva.

Riesgos a monitorear

- * Que el tramo largo americano siga tensionándose. Sin compresión adicional de riesgo país, el costo de fondeo en dólares sube incluso con fundamentos locales estables.
- * Que la inflación ceda más rápido de lo que estimamos. Es el riesgo directo sobre nuestra propia visión: convalidaría el *breakeven* y dejaría a la tasa fija mejor posicionada que la indexación.
- * Que la composición del crecimiento no rote hacia sectores intensivos en empleo formal, con impacto sobre la confianza y sobre la percepción de continuidad.
- * Que el ritmo de compras del Banco Central se mantenga bajo más tiempo del previsto y la acumulación de reservas quede por detrás de lo que 2027 requiere.
- * Que diciembre, el mes fiscalmente más desafiante, comprometa el resultado acumulado del año.
- * Las definiciones electorales pendientes, empezando por la existencia de primarias y la conformación de alianzas.

04. Posicionamiento en renta variable

El índice Merval en dólares se encuentra cotizando en niveles de USD 1903 con un riesgo país de 504 en un mercado apático más allá de los buenos balances registrados al 2Q26. Señales de esta apatía lo manifiesta la caída en el volumen operado en acciones en BYMA (-39% en julio de 2026 vs. junio de 2026 y -16% vs. julio de 2025) y la contracción de acciones del ETF ARGTE del -30% vs. el stock existente al 1S25.

Si bien nos mantenemos cautelosos hasta que el escenario electoral no se vea más claro, cabe mencionar que el sector bancario comienza a mostrar atractivo por rentabilidad registrada (ROE 2Q26 anualizado

tanto para GGAL, BBAR y BMA de 2 dígitos), incobrabilidad estabilizándose y valuaciones cercanas al patrimonio neto. En este sentido se destacan tanto BMA como BBAR que en valores de USD 6,65 (USD 66,5 x ADR) y USD 4,75 (USD 14,25 x ADR), respectivamente, estarían cotizando a 1x su valor libro, siendo un buen punto de entrada para ambas especies.

Seguimos viendo oportunidad en VIST y PAMP en el sector energético, ALUA y TXAR en materias primas y BYMA como empresa ligada al sector financiero.

De las mencionadas solo falta presentar ALUAR sus resultados al 2Q26 ya que cierra ejercicio al 30 de junio. Dado el impacto de la crisis en Medio Oriente en el precio del aluminio primario ALUA debería registrar al 2Q26 un EBITDA de USD 150mill que compara contra los USD 269,7mill obtenidos en los últimos cuatro trimestres del 1Q26. A estos precios (USD 0,53 por acción) el valor empresa (USD 1.975mill que es la suma entre capitalización bursátil, USD 1.492mill, y deuda neta, USD-483mill) dividido por los 460.000 TN de capacidad de producción anual de aluminio daría un precio de USD 4.293 por TN de capacidad. Actualmente el precio internacional del aluminio primario es de USD 3.300 por TB en LME y el premio por calidad en Europa es de USD 485 TN. Nunca la relación entre el Valor Empresa de ALUAR por TN de capacidad de producción estuvo tan cerca del precio internacional al que vende la TN de aluminio con este grado de pureza.

TXAR se encamina a tener un año con Utilidades netas cercanas a USD 500mill cuando la empresa vale solo USD 1.244mill neteando su caja. Nuevos aranceles fijados en México a la importación de acero laminado proveniente de China y Vietnam deberían favorecer las utilidades del 28,7% de tenencia en TX México que han llegado a ser de USD 741mill en 2021 y deberían volver a un piso de USD 300mill año.

HOUSE VIEW LOCAL

PAMP ha presentado un excelente 2Q26 a pesar del *hedge* de petróleo sin el cual el precio promedio de venta del barril hubiera sido USD 91 y no los USD 58,8 registrados. Ese hedge generó menor facturación por USD 64mill y seguramente implicará un aumento de capital de trabajo dado el aumento del precio del Brent durante 3Q26. Los motores de crecimiento como Southern Energy (6mill m3/día ~ USD 150mill EBITDA anual), Fertilizar Pampa (Ebitda anual USD 650 mill + USD 90mill por vta de gas, Rincón de Aranda (EBITDA anual USD 600mill trabajando a 45.000 BOED y USD 70 precio del Brent), integración vertical generación (EBITDA USD 50/75mill año Genelba y otras) marcan un potencial de duplicar el EBITDA actual de USD 1.300mill en 4 años.

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.