

Los trade-offs de un Brent alto

11 de septiembre de 2026

El escenario internacional se tornó nuevamente desafiante: el precio del crudo volvió a ubicarse por encima de los USD 100 por barril reavivando presiones inflacionarias en todo el globo. La tasa de 10 años del Tesoro de EE. UU. alcanzó niveles que no se observaban desde 2023 (~4,95%); lo que presionó en los activos de riesgo.

Como ocurrió hacia marzo y abril, cuando se desató inicialmente el conflicto en Medio Oriente, en Argentina vuelve a plantearse un trade-off. Por un lado, los altos precios del crudo redundan en una mayor balanza energética y, además, permiten una aceleración de las inversiones en Vaca Muerta sin incrementar significativamente el apalancamiento de las compañías. Por el otro (ver sección de Renta Variable) vuelve a ponerse de manifiesto que de persistir esta alza, los combustibles refinados quedan atrasados. Es un trade-off que consideramos es deseable que se resuelva a favor de un crudo más bajo.

En el contexto de un frente externo que se ha vuelto más hostil; es para destacar -nuevamente- la solidez del programa económico. La disciplina fiscal y el orden monetario le permiten a la Argentina sortear este nuevo recrudecimiento del conflicto en condiciones de fortaleza. Situación que en el pasado hubiera producido efectos fuertemente negativos.

Economía

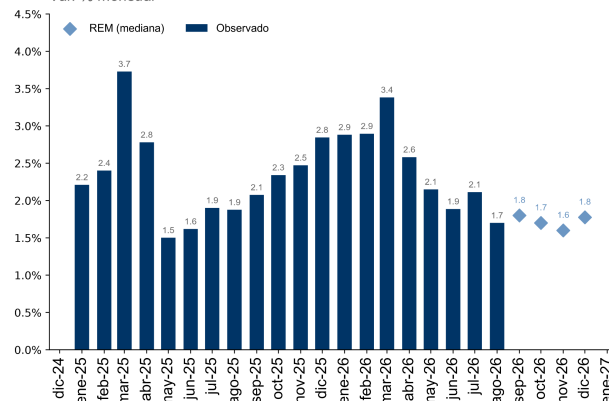
La consolidación macroeconómica sumó nuevos argumentos esta semana: la inflación volvió a perforar el 2%, el FX y las tasas mantienen una baja volatilidad y el flujo de divisas esperado para los próximos meses continúa siendo elevado.

El IPC de agosto subió 1,7% m/m, marcando una significativa desaceleración frente al 2,1% de julio y la menor variación desde jun-25. La baja estuvo explicada por los Estacionales, que pasaron de subir 4,5% en julio –impulsados por las vacaciones

de invierno– a registrar una caída de -0,9% en agosto. En tanto, la Núcleo repitió el 1,8% m/m visto en julio y los Regulados marcaron 2,2% m/m, frente al 2,1% del mes anterior.

IPC Nivel General

Var. % mensual

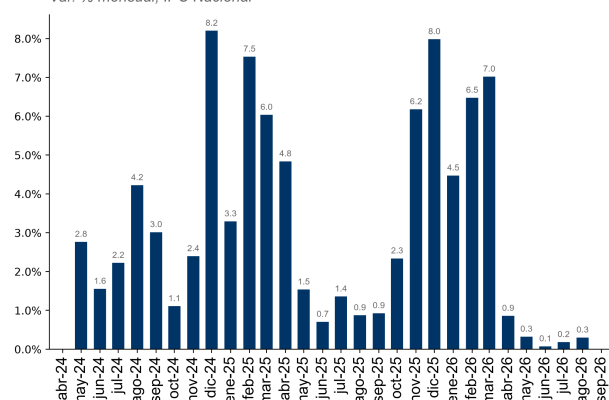


Fuente: IEB Research en base a INDEC y REM-BCRA

Tanto el REM como la inflación breakeven descuentan un IPC en torno al 1,7% durante los próximos meses. Sucede que, si bien la macro está seteada con sesgo desinflacionario (una política fiscal muy contractiva, liquidez ajustada, apertura económica y un FX de baja volatilidad), las proyecciones se mantienen cautas por ciertos factores. Por un lado, el 15% de la canasta está indexado (transporte público, tarifas de luz, gas y agua, obras sociales y prepagas y alquileres).

Carnes y derivados

Var. % mensual, IPC Nacional



Fuente: IEB en base a INDEC

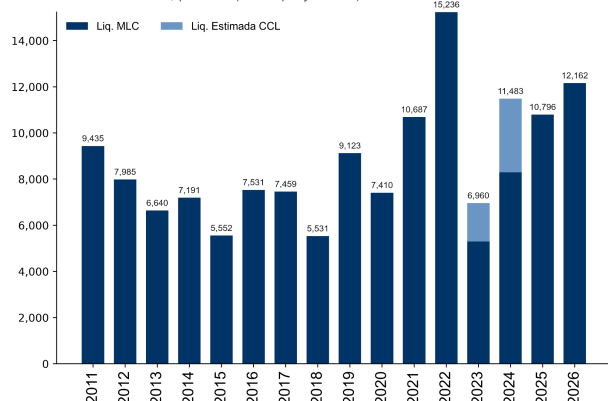
Por el otro, la dinámica de algunos componentes relevantes será menos favorable en los próximos meses: la indumentaria suele acelerar en

septiembre y octubre por el cambio de temporada y la carne entre noviembre y marzo (promedió 6% m/m entre nov-25 y mar-26).

Como mencionamos en el informe anterior, empieza a tomar forma el importante flujo de divisas que se espera hacia adelante. La presentación del BCRA en el IAEF muestra un monto remanente de liquidación por ONs de USD 4.400 MM, al que se suman nuevas colocaciones como Tecpetrol, YPF y San Juan (ver sección Renta Fija). Por su parte, la Bolsa de Comercio de Rosario proyecta un flujo de divisas del agro al MLC de USD 12.160 MM entre sep-dic. Con esta abultada oferta, cuesta imaginar un FX con demasiada volatilidad en el corto plazo.

Liquidación de divisas del agro entre sep-dic

En USD millones, por año (2026: proyectado)

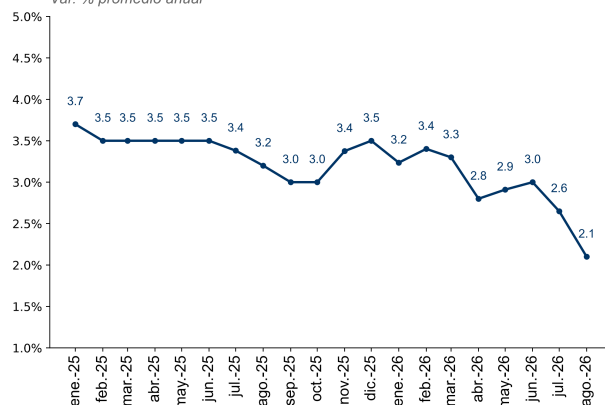


Fuente: IEB Research en base a BCR (Bolsa de Comercio de Rosario)

Esta estabilidad macro contrasta con un nivel de actividad marcadamente heterogéneo: mientras los sectores exportadores (agro, minería y energía) se expanden sin pausa, los rubros orientados al mercado interno continúan rezagados. En julio, la Industria y la Construcción cayeron 5,0% y 4,6% m/m, respectivamente, y se encuentran 9% y 24% por debajo de nov-23. Los indicadores adelantados de agosto tampoco muestran un cambio de dinámica, con caídas en el Índice Construya y en los despachos de cemento –que fueron los más bajos para un agosto desde 2006–. En este contexto, el REM recortó su proyección de crecimiento a 2,1% para 2026, frente al 3,5% que proyectaba en diciembre.

REM - Proyección PBI 2026

Var. % promedio anual

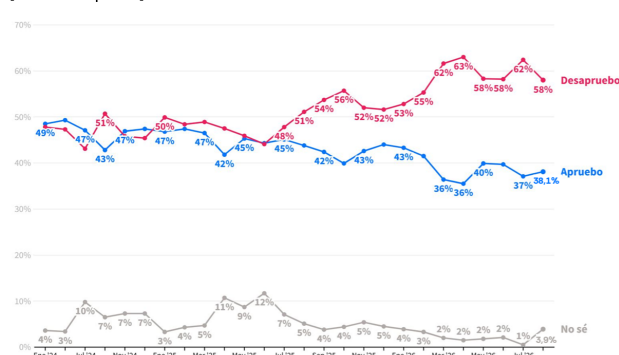


Fuente: IEB Research en base a BCRA (REM)

En el plano político, agosto dejó una evolución favorable para el Gobierno. Al rebote del ICG-UTDT, que se ubicó en 41 puntos y superó los registros de Macri y Alberto Fernández en el mismo momento de sus mandatos, se sumó una mejora en la aprobación de Milei en la encuesta de Atlas Intel. La desaprobación bajó del 62% al 58%.

Aprobación del presidente Milei

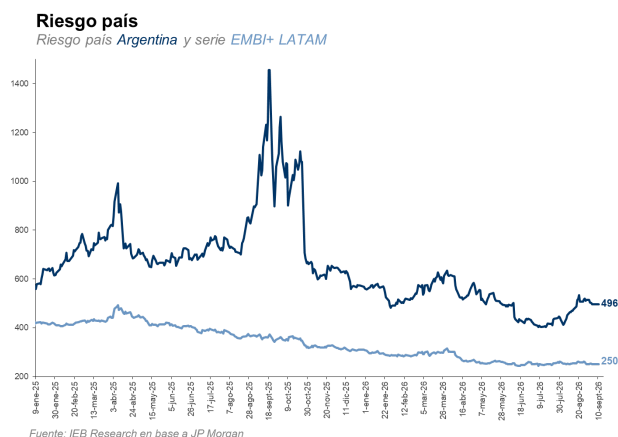
[serie temporal]



Fuente: IEB Research en base a AtlasIntel

Renta fija en dólares

Los rendimientos de los bonos del Tesoro Estadounidense tocaron máximos ayer, y los bonos a 10 años pasaron de rendir 4,6% hace dos semanas a 4,95% al cierre de ayer, subiendo con fuerza, tras conocerse el dato del índice de precios al productor (PPI) de agosto durante la mañana del jueves +5,4% interanual (vs. 4,8% previo y expectativas de 5,3%) y +0,4% mensual– a lo que se sumó una corrección al alza de la lectura previa. En este marco, los soberanos y globales cayeron muy en línea con el resto del mundo, y el riesgo país cerró la rueda de ayer en 496 puntos básicos.



Los Globales cayeron 0,5% en la semana y los Bonares, 0,7%. Los bonos emergentes de latinoamérica cayeron 0,5%. En detalle, el bono más corto de la curva ley local (AO27) rinde 3,8%; la parte media de la curva se ubica en torno al 9,0%; y el extremo largo en dos dígitos (el AL35, referencia en esa parte de la curva, rinde 10,5%). En cuanto a los bonos de ley extranjera, los más cortos rinden cerca de 6,0% (GD30 6,4% TEA) y el tramo largo se ubica en torno al 9,4%.

Para la licitación del Tesoro de hoy, Finanzas optó por no ofrecer el Bonar 2029 al igual que la licitación pasada. Con el bono rindiendo 9,7% TNA en el mercado secundario, se decidió nuevamente no convalidar esos niveles de tasa en el mercado primario.

En cuanto al mercado corporativo, YPF logró una colocación de deuda récord: USD 1.200 MM (la colocación más grande para una empresa argentina en 11 años), con un plazo de 9 años a una tasa de 7,85% (300 bps por encima del riesgo EE. UU. al mismo plazo). De ese monto USD 1.000 MM se utilizarán para realizar un “tender offer” de obligaciones que vencen en 2027 (YCAMO) y 2029 (YMCIO). Esta emisión tuvo demanda por USD 2.200 MM, casi dos veces el monto emitido.

Además, el martes Tecpetrol amplió su emisión a USD 430 MM, por encima de los USD 300 MM que preveían. El bono de la petrolera vence en 7 años y rinde 7,25%. De este modo, las emisiones de septiembre ya más que duplican las de agosto.

Resta la colocación de San Juan del bono por hasta USD 600 MM para financiar obras de infraestructuras vinculadas a necesidades que

genera el boom de la minería en la provincia. El repago se garantizará con recursos de la coparticipación federal y tendría un período de gracia mínimo de dos años. La emisión está prevista para los próximos días.

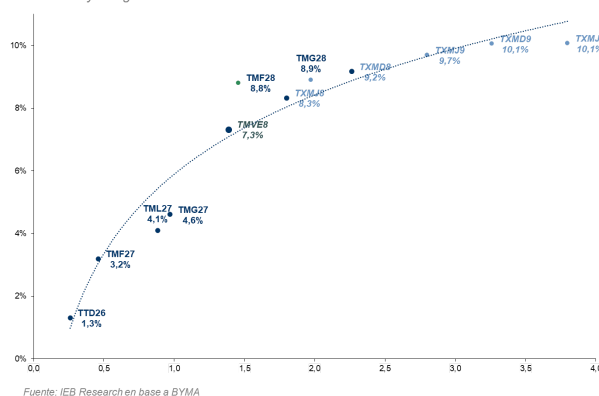
Renta fija en pesos

El día de hoy tenemos la licitación del Tesoro Nacional, que afronta vencimientos por ARS 8,1 BB. El menú consiste en una LECAP al 13 de noviembre, una letra CER a enero 2027, un TAMAR a febrero y otro a julio 2027 y 4 títulos dólar linked: a octubre y noviembre de 2026 y marzo y junio 2027. Para la licitación, esperamos un rollover cercano al 100%, sin grandes premios respecto al mercado secundario, con un tesoro que ofrece un menú que indica la negativa a convalidar las tasas exigidas en el tramo largo de las curvas.

El contexto es de calma en el frente de los pesos, donde la tasa de caución promedió 20%, piso que marca el central en la rueda REPO. En cuanto a las curvas, en la semana devengaron sin lograr grandes compresiones.

Curva TAMAR y duales

Duration y margen s/TAMAR



Puntualmente, se destacó nuevamente el desempeño de los duales CER/TAMAR, que subieron 0,8% en promedio en la semana y acumulan una suba de 1,5% en lo que va de septiembre. Estos instrumentos venían muy ofrecidos durante julio y agosto, principalmente por su abundancia en el mercado.

La tasa fija sube en la semana 0,5% y rinde 22,5% TNA promedio (1,9% TEM) en la parte corta, la parte media de la curva rinde 24% TNA y el tramo largo (a

2T 2027) rinde 28% TNA (2,15% TEM). De este modo, las curvas de tasa fija muestran una tasa real muy positiva ex-ante teniendo en cuenta el dato de inflación de ayer, y que el mercado descuenta una inflación de 1,6% en promedio para los próximos 9 meses

Los bonos CER, por su parte, subieron 0,4% en la semana y 1,5% en lo que va de septiembre. De este modo, la curva CER presenta rendimientos reales de 4,5% promedio para 2026; 6,0% anual para 2027 y 9,0% desde 2028. La inflación breakeven (la inflación de indiferencia entre invertir en el activo de tasa fija y aquel con ajuste CER) descuenta una inflación promedio de 1,6% mensual para septiembre y octubre, y de 1,7% desde noviembre hasta mayo 2027.

En cuanto a posicionamiento en pesos, para manejo de liquidez de corto plazo nos posicionamos en tasa fija corta (60-80 días) y en bonos con ajuste TAMAR (TTD26, TMF27) no sólo porque devengan una tasa atractiva y otorgan el beneficio de la cobertura en casos de suba de tasas.

Para un horizonte algo más largo, **mantenemos preferencia por el bono dual TMVE8**, que vence en enero de 2028 y ajusta según el mayor entre dólar A3500 y tasa TAMAR. **Al cierre de ayer, operaba en dólar +6%/TAMAR +7,3%; un margen atractivo para mantener posicionamiento y devengar tasa con el seguro de tipo de cambio.**

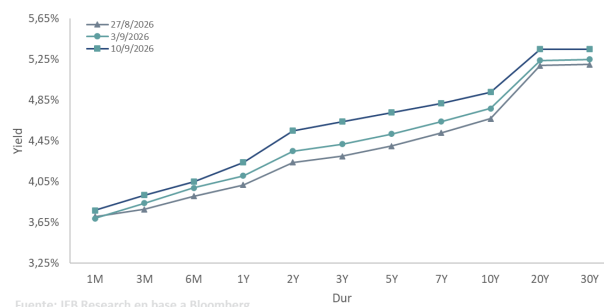
Renta Variable

Los principales índices de renta variable de Estados Unidos continuaron mostrando una dinámica negativa durante la semana. El PPI de agosto previamente mencionado y las mayores expectativas de inflación elevaron aún más las probabilidades de una suba de 25 bps en la tasa de referencia la semana próxima.

En consecuencia, los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se incrementaron, con la *yield* del bono a 10 años alcanzando 4,95% (máximo desde 2023) y el *Dollar Index* (DXY) recuperando terreno luego de una caída cercana al 1% durante la última semana, repercutiendo de forma negativa

sobre las expectativas de ganancias de las compañías.

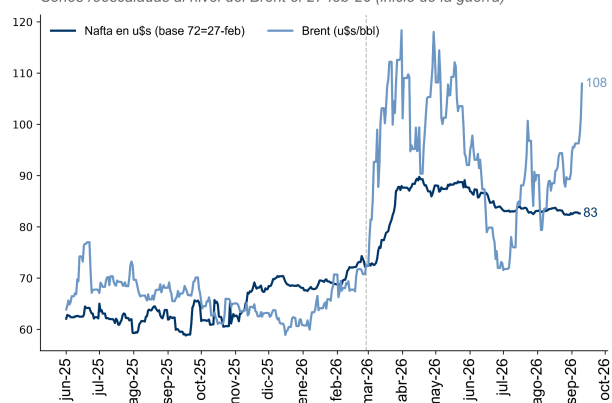
Curva de Rendimientos del Tesoro de EE.UU.



Explica gran parte del efecto anteriormente mencionado; un nuevo episodio de escalamiento en el conflicto en Medio Oriente. El Brent vuelve a cotizar por encima de los USD 100 por barril lo que propicia un entorno menos amigable para el equity en general. No obstante, la evolución de las acciones argentinas del sector Oil & Gas continúa siendo muy buena.

Nafta Súper YPF vs Brent

Serie reescaladas al nivel del Brent el 27-feb-26 (inicio de la guerra)

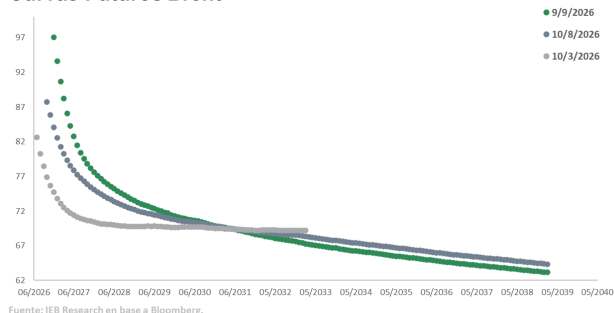


Dada la persistencia de los elevados precios del crudo, consideramos que no falta mucho para que vuelva a ser objeto de debate la necesidad de incrementar el precio de los combustibles. Cuando analizamos la evolución de la nafta versus la evolución del Brent vemos claramente que de continuar la dinámica será necesario un ajuste.

Finalmente, la curva de futuros del Brent muestra nuevamente a un mercado que espera valores del crudo sostenidos por más tiempo. **De esta manera, continuamos con una ponderación alta del**

sector dentro de nuestra cartera de acciones argentinas.

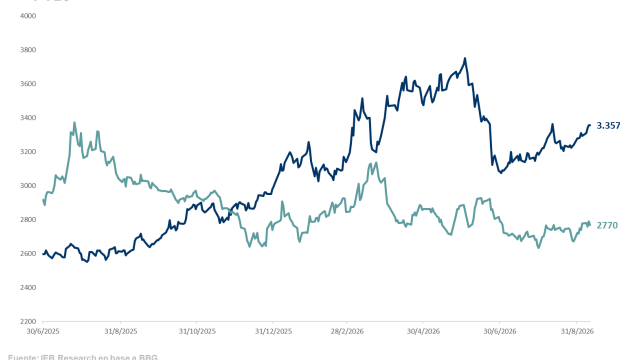
Curvas Futuros Brent



El tráfico limitado por Ormuz no sólo impulsó los resultados de las empresas pertenecientes al sector Oil & Gas, sino también tuvo repercusión en empresas como Aluar (ALUA), la cual presentó su resultado anual a principios de esta semana.

En líneas generales, los resultados fueron muy positivos, generando una expansión en ingresos y rentabilidad. Por el lado de los márgenes se puede ver una clara mejora, para el ejercicio 2025 el margen bruto y de EBITDA de la empresa rondaban el 15%, mientras que en 2026 el margen bruto alcanzó 25% y el de EBITDA 20%.

Precio Aluminio vs. Alumina
FY26



Esta dinámica se dio principalmente por la irregularidad en Ormuz, canal por donde pasa el 10% del aluminio comercializado mundialmente. El impactó en el precio del mismo mientras que el de su principal materia prima se mantuvo estable, incrementó considerablemente el spread impulsando la rentabilidad del negocio de la compañía.

A esto se le suma un aumento de la capacidad de producción de la empresa gracias a un ciclo de

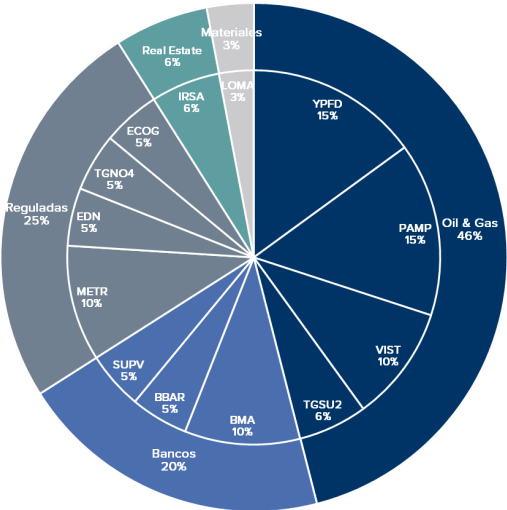
inversión iniciado en 2025. Estos dos factores contribuyeron simultáneamente a lograr un aumento de 40% en sus ventas.

Otro factor clave a remarcar es como mejoró la posición de caja y el perfil de deuda. Tras haber tomado deuda en 2025 para financiar esta expansión, el ratio Deuda Neta / EBITDA se encontraba en 3,14x, para este ejercicio este ratio se redujo a 0,92x. A su vez, el FCF de la empresa pasó de una pérdida de ARS 122.954 MM a una ganancia de ARS 308.118 MM.

Adicionalmente, lo que le permitió a la empresa mantener una producción del 100% de su capacidad pese a contar con una menor demanda interna fue el hecho de que, actualmente, el 90% de las ventas se destinaron al exterior, logrando un *hedge* frente a la situación actual del nivel de actividad en el país.

Finalmente, en materia de estrategia, mantenemos nuestra cartera con un fuerte componente defensivo, principalmente ligado al sector **Oil & Gas (46%)** donde continuamos viendo drivers positivos a raíz del fuerte desarrollo de Vaca Muerta, acompañado por el antes mencionado incremento en el precio del Brent que vuelve a impulsar las expectativas sobre los precios realizados de las compañías para el trimestre en curso.

Por otro lado, mantenemos un 25% en el sector regulado, seguido del sector bancario donde mantenemos una menor ponderación (20%). Mientras que, el 9% restante los distribuimos en un 6% a Irsa Inv. y Rep. (IRSA) ante las expectativas de reactivación del mercado inmobiliario tras las medidas adoptadas por el equipo económico durante las últimas semanas, y un 3% a Loma Negra (LOMA) a la luz del inicio de obras privadas en relación a los 9.000 kilómetros de rutas nacionales licitadas por el gobierno en el último año, lo que estimamos junto a la reactivación del mercado inmobiliario y de desarrollos permitirá recomponer los despachos de cemento durante el último trimestre, previo a la menor demanda estacional de fin de año.



GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista Sr. - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

ANA ALBÍN

Analista Sr. - Renta Fija

aalbin@grupoieb.com.ar

FRANCISCO FERNANDEZ AMATO

Analista Sr. - Macro

ffernandez@grupoieb.com.ar

IGNACIO HERNANDEZ MORAN

Analista Jr. - Equity

ihmoran@grupoieb.com.ar

Colaboración:

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.