

¿Se terminó la restricción externa?

2 de octubre de 2026

El contexto internacional continúa siendo adverso para los mercados emergentes. Las tasa de 10 años del Tesoro de EE. UU. opera por encima del 5,2% y el dólar continúa su apreciación.

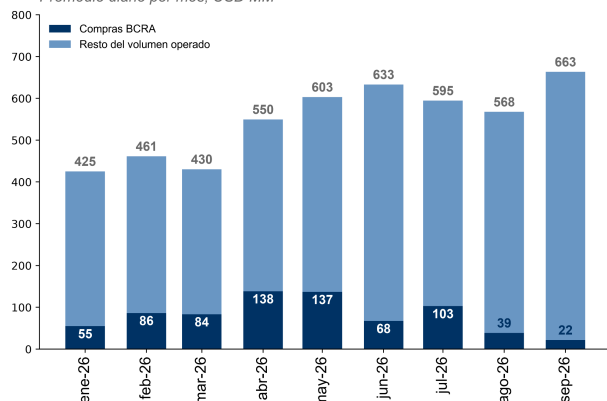
Shocks externos de esta magnitud normalmente han tenido un impacto muy negativo en Argentina. No obstante, con un ancla fiscal muy robusta y un flujo de dólares sostenido, el impacto se acota al riesgo país y valuación de los activos. No deja de ser una novedad para la Argentina: ¿se terminó la restricción externa?

Economía

Septiembre cerró como el mes con mayor volumen operado en el MULC (USD 663 MM promedio diario). Los datos de CIARA confirman que la oferta estuvo empujada por el agro, que liquidó USD 3.228 MM –la mayor cifra del año–. Sin embargo, el BCRA se llevó solo USD 473 MM (de los cuales USD 160 MM corresponden al último día del mes).

Participación del BCRA en el MULC

Promedio diario por mes, USD MM



Fuente: IEB Research en base a BCRA y A3 Mercados

¿De dónde surgió el resto de la demanda? En un contexto internacional desafiante y con una demanda de dinero que no repunta, es razonable pensar en una aceleración de la dolarización de carteras. A esto se habría sumado un cambio de cobertura desde bonos DL hacia spot.

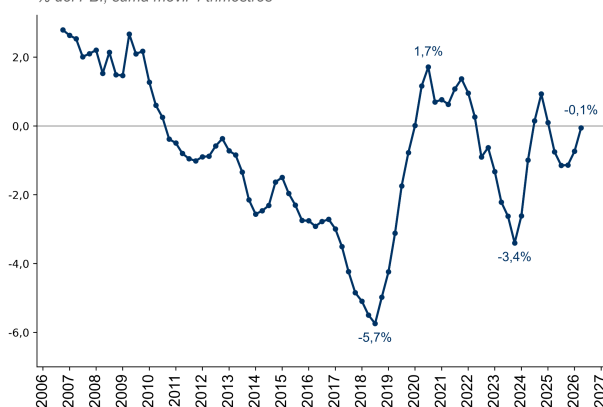
Más allá de esta dinámica, en las últimas ruedas volvimos a ver un BCRA activo en el MULC y un

FX estable: en las últimas 3 ruedas compró USD 323 MM. Nuestro escenario base es que las compras se sostengan en el último trimestre, dado el flujo de divisas que viene –liquidación pendiente del agro por USD 9.000 MM y liquidación de ONs y subsoberanos– y la necesidad de dar driver al mercado.

En esta línea, los datos de balanza de pagos publicados esta semana por INDEC fueron sumamente positivos. La cuenta corriente pasó de un déficit de USD 2.452 MM en el 2T.25 a un superávit de USD 2.214 MM en el 2T.26. Detrás de la mejora está el saldo de bienes, que alcanzó USD 9.293 MM, impulsado por el crecimiento de las exportaciones (+31% i.a.).

Cuenta corriente

% del PBI, suma móvil 4 trimestres



Fuente: IEB Research en base a INDEC y BCRA

Esta realidad aleja el fantasma de la restricción externa y de los ciclos de stop and go (Canitrot, 1975). Un modelo simplificado permite dimensionar el cambio: según la ley de Thirlwall, el ritmo al que una economía puede crecer sin desequilibrios externos equivale al crecimiento de las exportaciones dividido por la elasticidad ingreso de las importaciones.

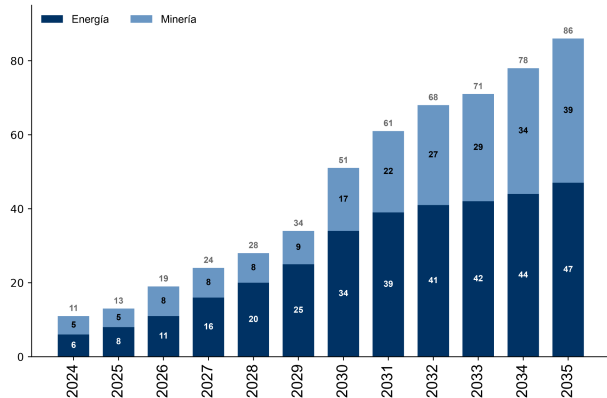
Aplicado a la Argentina, con exportaciones estancadas desde 2011, el margen para crecer era prácticamente nulo.

En cambio, si se cumplen las proyecciones del MECON sobre exportaciones de energía y minería (ver siguiente gráfico), calculamos que las exportaciones totales crecerían en torno al

8% anual de forma sostenida. Suponiendo una elasticidad de 2 –es decir, que las importaciones crecen al doble que el PBI–, el crecimiento de largo plazo compatible con el equilibrio externo sería ahora de 4% anual.

Balanza Comercial de Energía y Minería

miles de USD MM



Fuente: IEB Research en base a proyecciones del Ministerio de Economía

Ahora bien, ¿cómo ocurre esto con un tipo de cambio real bajo en términos históricos? En primer lugar, la causalidad parece ir al revés: el boom exportador es el que aprecia el tipo de cambio real.

En segundo lugar, en agro, energía y minería el precio está dado por los mercados internacionales. La apreciación podrá reducir márgenes, pero mientras el precio cubra el costo se sigue produciendo, y como el mercado interno ya está abastecido, cada tonelada o barril adicional se exporta. Esto es, las exportaciones primarias son poco elásticas al tipo de cambio real.

TCRM a pesos de hoy

Tipo de cambio real multilateral, base 1-oct-26 = 1.523



Fuente: IEB Research en base a BCRA

En tercer lugar, estos sectores recibieron incentivos que estimularon su producción, sin

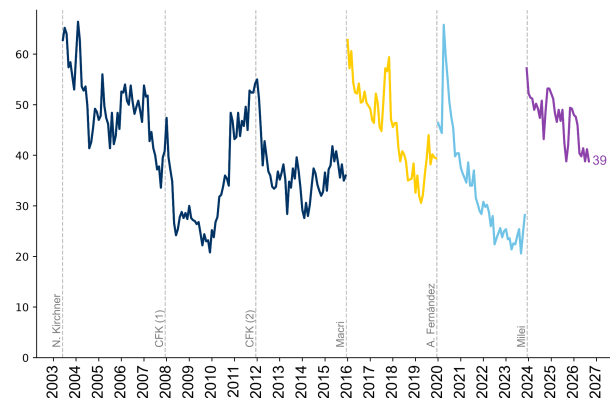
necesidad de recurrir a la política cambiaria. En el agro, se redujeron las retenciones y los aranceles sobre fertilizantes y herbicidas, al mismo tiempo que se flexibilizó la importación de maquinaria agrícola usada. En esta línea, en la campaña 25/26 se alcanzó un récord histórico de 39,9 millones de hectáreas sembradas. En energía, el desarrollo de Vaca Muerta, la previsibilidad que aporta el RIGI y la puesta en marcha del oleoducto VMOS llevarían la producción de petróleo del país a superar el millón de barriles diarios en 2027.

En resumen, y más allá del ruido de corto plazo, Argentina está ampliando su capacidad de generar dólares, una noticia que podría cambiar el potencial de crecimiento del país.

Retomando la coyuntura, el Índice de Confianza en el Gobierno (ICG-UTDT) cayó -5,9% m/m en septiembre, tras subir 6,4% en agosto y retroceder -6,5% en julio. La volatilidad viene dada por el rango etario 18-29 años, que registró variaciones m/m de -23%, +66% y -18% en julio, agosto y septiembre, respectivamente. El propio informe advierte que este rango etario posee menor precisión estadística.

Índice de Confianza en el Gobierno por gestión

Índice original dividido 5

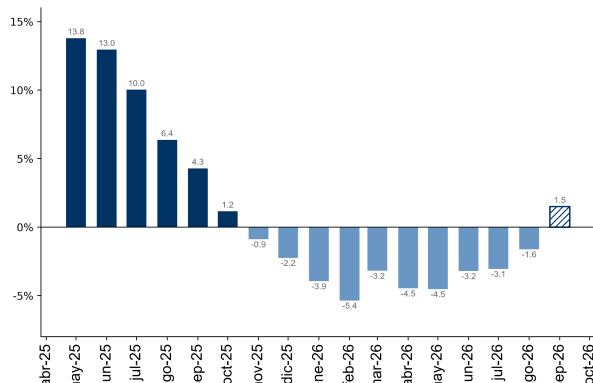


IEB Research en base a UTDT

Nuestra lectura es que la confianza se deterioró entre enero y mayo de 2026, cuando también cayó el salario real. Desde entonces, ambas variables se estabilizaron, con el ICG rondando el 39%. Si bien se trata del nivel más bajo de la gestión actual, continúa siendo competitivo; se ubica por encima de los registrados a misma altura de los mandatos de Macri (35%) y Alberto (25%).

Recaudación de Seguridad Social

Aportes + contribuciones. Var. % i.a. real



Fuente: IEB en base a ARCA e INDEC. Sep-26 con IPC est. (1,9% m/m).

En materia fiscal, el ancla se mantiene firme. La recaudación de septiembre creció 3,7% i.a. y descontamos un nuevo superávit. **Se destacaron los tributos vinculados a la actividad:** el IVA DGI subió 1,6% i.a., la Seguridad Social 1,5% i.a. –primera suba en diez meses– y el Impuesto al Cheque se estabilizó tras caer 10% i.a. en los dos meses previos. En este último caso también influyó la RG 1166/26 de la CNV, que desde mediados de septiembre puso fin al depósito de cheques en cuentas de ALyCs, una operatoria que quedaba fuera del alcance del tributo.

Renta fija en dólares

La semana no fue buena para la renta fija global en general y la argentina en particular. La tasa de los bonos estadounidenses a diez años pasó de 4,9% el 23 de septiembre a 5,25% al cierre de ayer, provocando un gran sell off de bonos en el mundo.

Riesgo país

Riesgo país Argentina y serie EMBI+ LATAM



Fuente: IEB Research en base a JP Morgan

Los bonos emergentes latinoamericanos cayeron 1,45% en la semana y acumularon bajas de 2,9% en septiembre. Así, en lo que va del año

muestran una caída de 2,35% en promedio. En este contexto, la renta fija local tuvo una de las peores semanas del año. El riesgo país cerró ayer en 636 puntos básicos, el mayor registro desde principios de diciembre del año pasado.

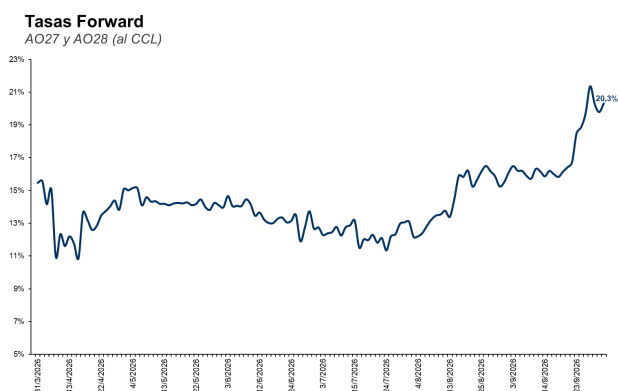
Más allá de la suba internacional, notamos que los bonos argentinos fueron más vendidos que el resto de emergentes. A nuestro parecer, inciden tres principales cuestiones.

- I. **La elasticidad por la menor calificación de crédito que el promedio ponderado del EMBI+LATAM.** La mayor elasticidad propia de un crédito con calificación inferior al promedio ponderado del EMBI+ LatAm: los spreads tienden a moverse en proporción a su nivel, por lo que un mismo shock se traduciría en una ampliación mayor, para un emisor que parte de un riesgo país 636 bps que para uno que lo hace desde 180 bps.
- II. **Cuestiones técnicas como la liquidez.** El inversor, luego del shock de suba de tasa tan vertiginosa, no vende lo que prefiere, vende lo que puede. En este contexto, el mercado argentino es muy líquido y altamente operado, con un outstanding elevado en comparación a pares con calificación similar.
- III. **Factores políticos.** El acercamiento al período electoral, en conjunto con datos que profundizaban la incertidumbre sobre la posibilidad de continuación del programa económico actual.

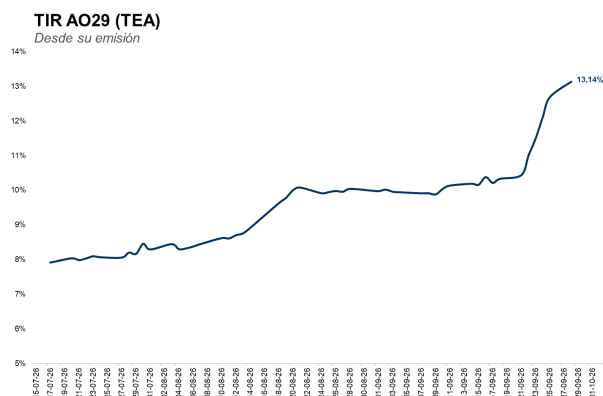
Los Globales acumularon caídas de 5,0% en promedio en septiembre y los Bonares recortaron 3,7%. En el día de ayer, cayeron 0,8% y 1,3% respectivamente. Así, en el acumulado del 2026, los Bonares muestran caídas de 2,1% en promedio y los Globales se mantienen 0,9% por debajo del cierre de 2025.

El GD35 rinde 11,2% al dólar MEP y 12,15% al CCL, el mayor rendimiento desde la previa de las elecciones legislativas 2025. El AO27 rinde 4,8% (9,1% en dólar cable) la parte media de la curva se ubica en torno al 13,0% (14,5% al CCL) y el tramo largo en 12,5% promedio (13,2% al CCL).

En este marco, las tasas forward subieron con fuerza, sobre todo dentro del universo hard dólar. La tasa forward (1y1y) nos indica la tasa implícita exigida hoy para dentro de un año, para el período de un año. Construyendo la tasa con el AO27 y AO28 (que vencen en octubre de 2027 y 2028), vemos cómo se ubica en la zona del 20%; cuando en el año promediaba el 13%.



Desde la emisión del AO29 a mediados de julio, el bono no pudo volver a los niveles de emisión, pasando de rendir 9,2% al 14,9% del cierre de ayer.



En cuanto a los bonos de ley extranjera, los más cortos rinden cerca de 7,0% (GD30 7,1% TEA) y el tramo largo se ubica por encima del 11,0%

En el futuro inmediato, la dinámica de las tasas globales será determinante para la deuda argentina. Un escenario de compresión de tasas a niveles algo más bajos es hoy el principal driver para una mejora de la deuda argentina.

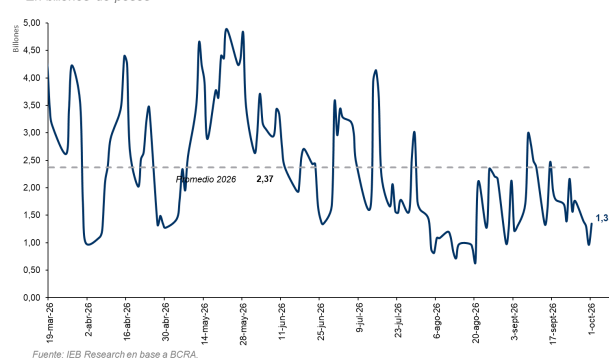
Renta fija en pesos

La semana fue para los bonos con ajuste CER y los duales CER/TAMAR. En primer lugar, porque eran los más castigados en las semanas previas. En segundo lugar, por mayores expectativas de inflación derivadas de aumentos en combustibles (y expectativas sobre próximos aumentos por el desacople entre el precio internacional y local); en servicios públicos y relevamientos de alta frecuencia de alimentos y bebidas que muestran cierta aceleración.

En esta línea, los bonos con ajuste CER subieron 0,8% en promedio en la semana, con las mayores subas concentradas en los activos del primer semestre de 2027. La inflación breakeven, (nivel de nominalidad de indiferencia entre invertir en el activo de tasa fija y aquel con ajuste CER) descuenta una inflación promedio de 2,12% para septiembre y octubre, y de 1,85% en adelante. Hace sólo una semana, estos dos registros eran de 1,9% para septiembre y octubre y de 1,7% en adelante. Los duales CER/TAMAR subieron también 0,7% en promedio en la semana, volviendo a los niveles previos al sell off de la semana pasada.

Esta compresión de los bonos en pesos es contraintuitiva con la situación de liquidez: vista en la semana. La tasa de caución, que venía promediando 20%; se ubicó en 23,2% en la semana y la rueda REPO llegó a perforar el billón de pesos operados (el miércoles se negociaron 0,96 billones de pesos) para ubicarse ayer en ARS 1,35 BB.

Otros pasivos remunerados BCRA
En billones de pesos



A nuestro entender, el mercado interpretó la menor liquidez como transitoria. Lo más probable es que respondiera a la necesidad de los bancos de

integrar encajes sobre el cierre de mes, presión que se normalizará con el correr de las ruedas. Por eso no se observó un desarme de posiciones aún con el fondeo más caro. El regreso de la caución a niveles previos confirmaría esta lectura.

Por su parte, la tasa fija sube 0,5%, comprimiendo en el margen. De este modo, la tasa fija rinde 22,3% en la parte más corta, 24,0% promedio en la parte media y 28,1% desde abril 2027 en adelante. La parte más larga de la curva se muestra algo más pesada debido al reacomodamiento en las expectativas de inflación que mencionamos al inicio de la sección.

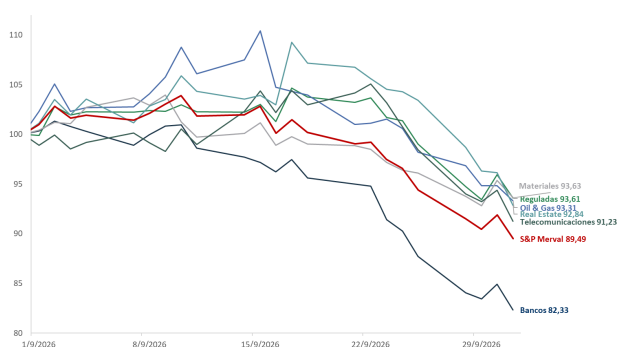
Estrategias en pesos. Para cash management o manejo de liquidez de corto, nos posicionamos en bonos con ajuste CER. Allí, el elegido es el TZXM7 (CER +3,8%) y TZXY7 (CER +4,5%) que toman la inflación hasta enero y marzo respectivamente.

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 +5,2%/TAMAR +7,1%; un margen atractivo para devengar tasa (la pata TAMAR es la vigente en este momento) con el seguro de tipo de cambio. **También vemos valor** en el dual CER/TAMAR TXMD8 (TAMAR +9,0%)

Renta Variable

Tras una semana particularmente volátil para la renta variable global, el S&P Merval acumula una caída semanal de -5,7% y cierra el mes con un rendimiento de -8,1%.

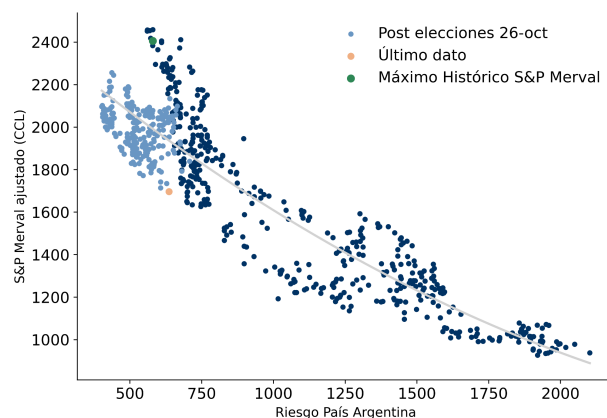
Retornos por Sector vs. S&P Merval
Ajustados a CCL



Fuente: IEB Research en base a LSEG

Con varios días de caídas consecutivas y el índice local en dólares ya a niveles pre-elecciones de medio término, surge la duda: ¿puede esto ser un punto de entrada atractivo para el equity argentino?

Riesgo País vs. S&P Merval Ajustado (CCL)



Fuente: IEB Research en base a LSEG.

Si analizamos la correlación con respecto a la deuda soberana, se puede observar cierto desarbitraje. A estos niveles de riesgo país, el índice se encontraba en máximos históricos y hoy se encuentra cotizando en su mínimo del año. La principal diferencia está en el contexto en el que se alcanzaron ambos valores independientemente del riesgo país. Actualmente, el equity local se encuentra golpeado por dos frentes, el internacional y el local.

A nivel internacional, un nivel de tasa elevado y un dólar más fuerte impactan principalmente en los activos de mayor riesgo, por lo que los mercados emergentes, y sobre todo Latam, sufren este impacto con mayor violencia.

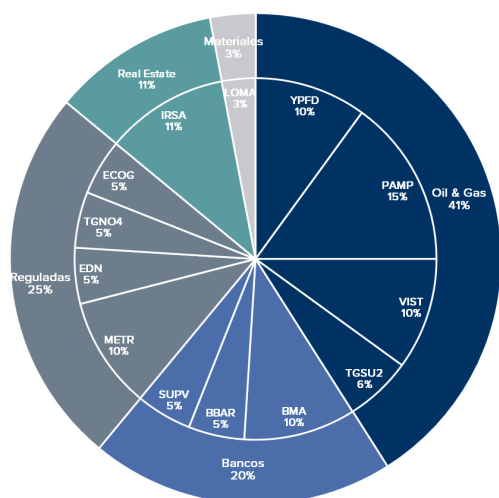
A nivel local, nos encontramos cada vez más cerca de las elecciones presidenciales, y si bien aún falta más de un año, el panorama acerca de las mismas se encuentra afectado por indicadores que no vienen siendo favorables (ICG y actividad).

Ahora bien, ¿hay oportunidad? Para el mediano plazo, vemos cierta recuperación ante una mejora de cualquiera de los dos frentes. En materia local, esto podría ser alguna medida que pueda tener repercusión en el nivel de actividad; sin embargo mantenemos esto como un escenario dentro de las posibilidades al no haber ningún

indicio de que esto vaya a pasar aún. En cuanto al mercado internacional, nos posicionamos un poco más constructivos atribuyéndole una mayor probabilidad a una posible compresión en la tasa de 10 años y/o algún avance de un acuerdo entre Irán y Estados Unidos.

Como mencionamos en el semanal anterior, para capturar el mayor potencial upside de este repricing de los activos, recomendamos posicionarnos en el sector bancario. El mismo cerró septiembre con una corrección del 14,8% en dólares y si le sumamos la caída de ayer, tenemos a su P/BV apenas por encima de 1x.

Finalmente, en materia de estrategia, la cartera permanece sin cambios. Continuamos priorizando la defensividad mediante una alta exposición del sector de Oil & Gas. Si bien en el último tiempo el castigo fue hacia el equity en general, el alto precio del crudo le permite un mayor grado de resiliencia a las compañías de este sector.



Siguiendo en línea con el componente defensivo de la cartera, atribuimos un 11% de la cartera a IRSA. Tras los sólidos resultados presentados, junto con la consolidación y monetización de sus proyectos, creemos que es una empresa con un futuro prometedor.

Por otro lado, atribuimos un alto componente de la cartera al sector bancario. Como expresamos anteriormente, es el sector con mayor sensibilidad a cambios en el riesgo y, al esperar

cambios en el nivel del mismo en el mediano plazo, atribuimos un 20% de la cartera al sector.

Por último, otorgamos un 25% al sector regulado; y un 3% a Loma Negra (LOMA). La cartera quedaría compuesta de la siguiente manera:

CEDEARs

A pesar de las adversidades que atravesaron los activos en septiembre, el S&P 500 retrocedió 0,45% durante el mes, mientras que el Nasdaq 100 se mantuvo en máximos históricos ganando un 3,23% durante el mismo periodo, dejando en evidencia una clara divergencia entre el desempeño de las compañías ligadas a inteligencia artificial (IA) y el resto de compañías que componen a los principales índices estadounidenses.

Sin dudas, la continuidad del ciclo de inversiones en relación a la IA y su impacto sobre la productividad de las compañías continúa justificando las valuaciones actuales del sector tecnológico a pesar de un contexto de tasas desfavorable para la renta variable. Un claro ejemplo de ello fueron los resultados presentados por **Micron Technologies (MU)** al cierre del miércoles, los cuales, a pesar de la adversidad en torno a la geopolítica y macroeconomía internacional, dejaron en evidencia un nuevo récord para la compañía. En materia de ingresos, los mismos alcanzaron los USD 54.229 MM durante el trimestre, con un margen bruto en torno al 87% y una ganancia por acción de USD 33,42, mientras que los ingresos para el año fiscal 2026 más que triplicaron los del año previo, alcanzando los USD 103.188 MM.

No obstante, lo más relevante y esperado por los analistas fue el guidance de la compañía para 2027. Para el 1Q27 estiman ingresos por USD 61.500 MM, un margen bruto de 86,25% y una ganancia por acción en torno a los USD 38,15. Así mismo, consideran que dicho margen será el menor de todo 2027, previendo un crecimiento récord de ingresos a pesar de una moderación de los precios.

En cuanto a la demanda, MU mantiene la producción de 2027 ya acordada, a pesar de una

fuerte suba de precios interanual, al mismo tiempo que continúa avanzando con HBM4 y trabaja con NVIDIA en una siguiente versión (HBM4E). En materia de contratos, firmó 26 acuerdos take-or-pay, que estiman representarán un 35% de los ingresos hasta 2030.

Por su parte, los precios promedios de DRAM se incrementaron un 17%, mientras que los de NAND lo hicieron en un 30%, impulsando los ingresos de los segmentos en un 27% y 42% respectivamente. En línea con ello, estiman que la demanda continuará superando a la oferta durante 2027 y 2028 a pesar de los planes de expansión de la compañía.

Adicionalmente, al cierre de ayer tuvimos los resultados correspondientes al primer trimestre fiscal 2027 de **Nike (NKE)**, para los cuales la compañía informó ingresos por USD 11.210 MM, reduciéndose un 4% en relación al año previo, mientras que el beneficio por acción se situó en los USD 0,48.

No obstante, la rentabilidad de la compañía mostró una recuperación, con el margen bruto incrementándose hasta un 42,8% a pesar de un mal desempeño en Greater China (-22% a/a), Converse (-28% a/a) y en canales digitales (-13% a/a).

Hacia adelante, el management continúa viendo una desaceleración de las ventas, incluso por debajo de las expectativas de los analistas, lo que terminó por impactar negativamente sobre la acción luego del cierre de mercado.

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.