

Repasando el programa financiero

9 de octubre de 2026

El programa financiero del Tesoro prevé un financiamiento local restante de USD 800 MM para 2026 y USD 5.000 MM para 2027, pero las tasas internacionales elevadas y el riesgo político preelectoral encarecieron la colocación de deuda en dólares en el mercado local. ¿Hay fuentes alternativas? Creemos que sí. A continuación, repasamos el programa y evaluamos la viabilidad de cada alternativa.

El programa presentado en julio estima necesidades del Tesoro por USD 24.900 MM para 2027: USD 15.700 MM de capital y USD 9.200 MM de intereses. Estos compromisos se cubrirían con un amplio abanico de fuentes, entre las que destaca la colocación de Bonares por USD 5.000 MM, la compra de dólares al BCRA por USD 4.900 MM y un buffer de USD 3.700 MM remanente de 2026.

Programa financiero en divisas	2026	2027
<i>En miles de millones de USD</i>		
Necesidades	19,2	24,9
Globales y bonares	9,3	12,5
Organismos internacionales	8,9	12,4
Resto	4,7	4,9
FMI	4,2	7,5
Capitalización del BCRA	1,0	-
Fuentes de financiamiento	22,9	24,9
Saldo año anterior	0,0	3,7
Compra USD a BCRA	6,7	4,9
Rollover intra SP	0,8	1,8
Prestamos garantizados por OI	4,0	-
Desembolso FMI	1,9	1,7
OI (excl. FMI)	2,8	4,2
Emisiones locales	6,0	5,0
Emisiones internacionales	-	-
Privatizaciones	0,0	1,5
Otros	0,8	2,0
Neto (Fuentes - necesidades)	3,7	0,0

Sin embargo, el financiamiento previsto enfrenta algunas dificultades. Finanzas no ofrece el AO29 desde mediados de agosto para no convalidar tasas de dos dígitos, pese a que restaría colocar unos USD 800 MM este año (el bono se colocó a 8,3% en julio y a 8,7% en su última licitación, mientras que hoy rinde cerca de 12% al MEP). **Más complicado aún luce colocar USD 5.000 MM el año próximo, con las elecciones cada vez más cerca.**

Vemos al menos dos vías para sustituir este bache. La primera alternativa sería que el BCRA

aumente sus compras de dólares para vendérselos al Tesoro.

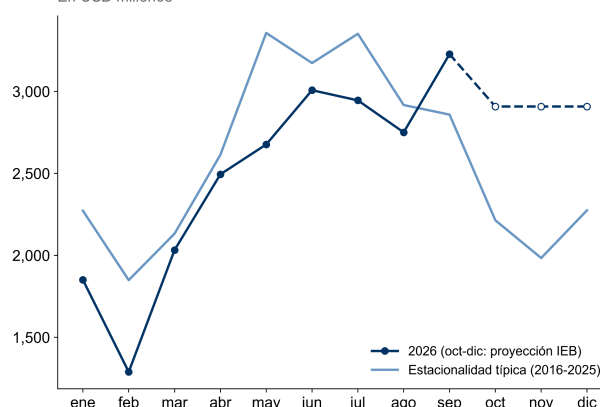
En números: sí, además de las compras ya previstas, el Tesoro cubriera con dólares del BCRA el bache de Bonares de 2026 y 2027, debería comprarle en total unos USD 10.700 MM: USD 4.900 MM del programa inicial, USD 800 MM del AO29 restante y USD 5.000 MM de Bonares pautados en 2027.

En lo que va del año, el BCRA compró USD 14.700 MM y le vendió al Tesoro USD 6.900 MM, la última vez en julio. Es decir, compró unos USD 7.800 MM más de lo que le vendió al Tesoro. Si ese excedente pudiera destinarse íntegramente al Tesoro, faltarían USD 2.900 MM para cubrir los USD 10.700 MM. Sin embargo, no todos esos dólares están necesariamente a disposición del Tesoro. El BCRA también necesita munición para atravesar el año electoral, cumplir con las metas acordadas con el FMI y afrontar sus propios vencimientos, como los Bopreal de 2027.

A favor de esta estrategia, esperamos una oferta de divisas significativa en los próximos meses: a un elevado remanente de liquidación del agro –lo estimamos en USD 9.000 MM para el 4T– se suman USD 4.600 MM de ONs y subsoberanos pendientes de liquidación –según la última presentación del BCRA– y la puesta en marcha de VMOS a principios de 2027. **Esa oferta debería permitirle al BCRA sostener un buen ritmo de compras.**

Liquidación de divisas 2026 vs. estacionalidad típica

En USD millones

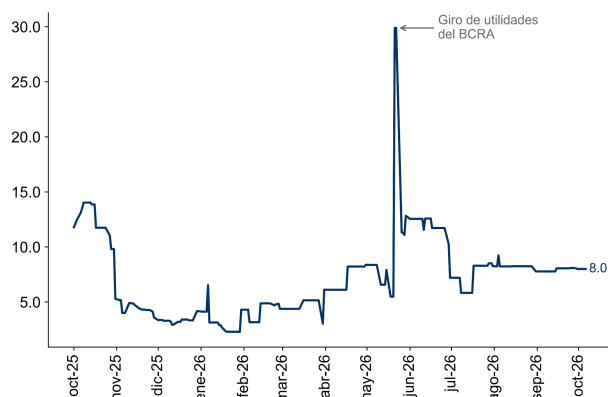


Fuente: IEB Research en base a CIARA-CEC

Del lado de los pesos, el Tesoro cuenta con unos \$8 BB depositados en el BCRA, suficientes para los USD 4.900 MM previstos en el programa, pero no para los USD 10.700 MM que necesitaría comprar bajo este escenario. Para obtener los pesos restantes, debería elevar el nivel de rollover de las licitaciones de la deuda en pesos (a menos que el BCRA vuelva a girar utilidades en 2027, como ocurrió este año). En la práctica, el Tesoro reemplazaría deuda en dólares (Bonares) por deuda en pesos. Los pesos que emite el BCRA al comprar divisas serían esterilizados por el Tesoro vía licitaciones. Por eso, la clave será la tasa a la que pueda colocar esa deuda, sobre todo a medida que se acerquen las elecciones y avance la dolarización de carteras.

Depósitos en pesos del Tesoro en el BCRA

En billones de ARS



Fuente: IEB Research en base a BCRA

La segunda vía sería buscar financiamiento de bancos internacionales con garantía de OOII. De los USD 4.000 MM previstos por este canal para 2026 ya ingresaron USD 3.200 MM: USD 2.000 MM con garantía del Banco Mundial y USD 1.200 MM con garantía parcial del BID, a tasas muy por debajo de lo que hoy rinde el AO29. **El programa para 2027 no lo contempla, pero tampoco lo descarta. Replicar los USD 4.000 MM de este año cubriría el 80% de los USD 5.000 MM de Bonares.**

Renta fija en dólares

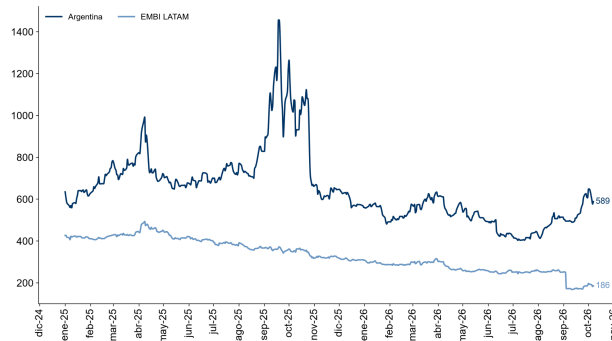
Luego del triunfo de Bolsonaro en la primera vuelta de las elecciones de Brasil y los activos tuvieron un gran rebote luego de semanas de franco descenso. Así como la elección del país vecino ayudó a los activos argentinos, el contexto global no lo hizo. La tasa del bono estadounidense a 10 años subió en la

semana y se mantiene en niveles elevados acercándose al 5,3%.

De este modo, el riesgo país pasó de 655 puntos básicos al cierre del viernes pasado a 588 bps al cierre de ayer, una compresión de casi 70 puntos.

Riesgo país

Riesgo país Argentina y EMBI LATAM, en puntos básicos



Fuente: IEB Research en base a JP Morgan

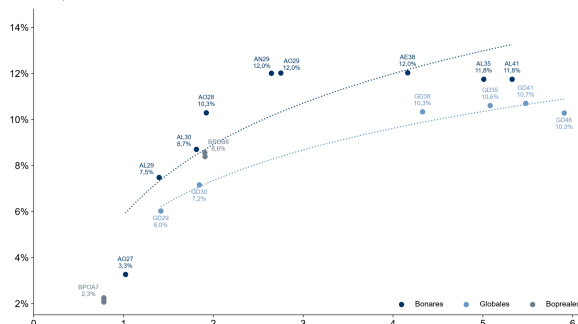
Los bonos emergentes latinoamericanos subieron 0,5% en la semana y en lo que va del año muestran una caída de 1,9% en promedio. La renta fija local tuvo la mejor semana en tres meses. Los Globales acumularon subas de 2,7% en promedio y los Bonares de 2,87%.

En el día de ayer, subieron 0,2% en promedio tanto Bonares como Globales. Así, en el acumulado del 2026, los Bonares salieron del terreno negativo y muestran subas de 0,8%; y la suba de lo que va del año para los Globales asciende a 1,9%.

El GD35 rinde 10,6% al dólar MEP (rendía 11,2% hace una semana) y 11.5% al CCL. El GD30 rinde 7,2% al dólar MEP y 9,8% al CCL. En la curva con legislación local, el AO27 rinde 3,3% (8,1% al CCL), la parte media de la curva se ubica en torno al 12,0% y el tramo largo en 11,8% promedio (12,6% al CCL).

Curva soberana hard dollar - MEP

TIR a precio MEP vs. duration modificada



Fuente: IEB Research en base a BYMA

En adelante, cualquier tipo de compresión en las tasas de interés globales sería auspicioso para que la deuda en dólares vuelva a niveles de hace un par de meses, y la dinámica de tasas globales, así como buenos datos en la actividad económica se muestran como los principales drivers que puede tener la deuda argentina.

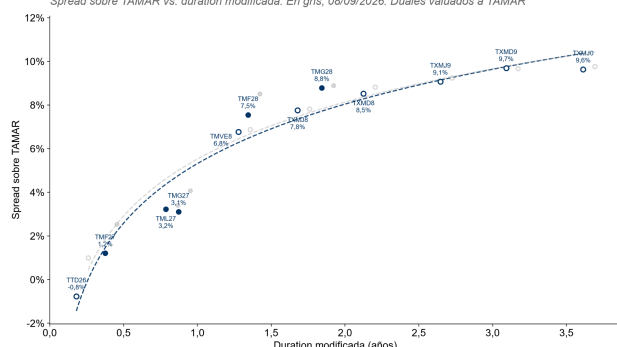
Para la licitación que será anunciada en el día de hoy, no esperamos un menú que incluya el AO29, teniendo en cuenta que es el tramo de la curva HD más rezagado, y que el Tesoro viene omitiendo ya que considera caro financiarse a esas tasas. El AO29 rinde 12,0% al dólar MEP y 13,8% al CCL; bien por encima del momento de la emisión del bono, cuando rendía 8,1% al dólar MEP.

Renta fija en pesos

En la semana las curvas en dólares siguieron comprimiendo. Nuevamente, los ganadores fueron los duales CER/TAMAR. En promedio, subieron 1,6% y se mantuvieron muy compradores, a excepción de la rueda de ayer, donde la cautela alrededor de la posibilidad de que el Tesoro los ofrezca en la próxima licitación les puso un techo. De este modo, toda la curva dual valuada a tamar se mantiene por debajo del 10%.

Curva TAMAR soberana

Spread sobre TAMAR vs. duration modificada. En gris, 08/09/2026. Duales valuados a TAMAR

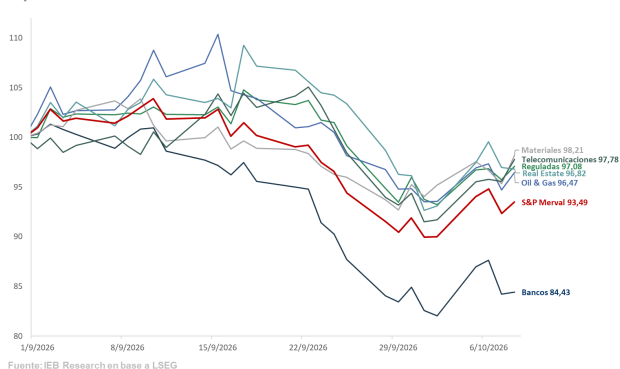


de ayer, operaba en dólar +4,5%/TAMAR +6,7%; un margen atractivo para devengar tasa (la pata TAMAR es la vigente en este momento) con el seguro de tipo de cambio.

Renta variable argentina

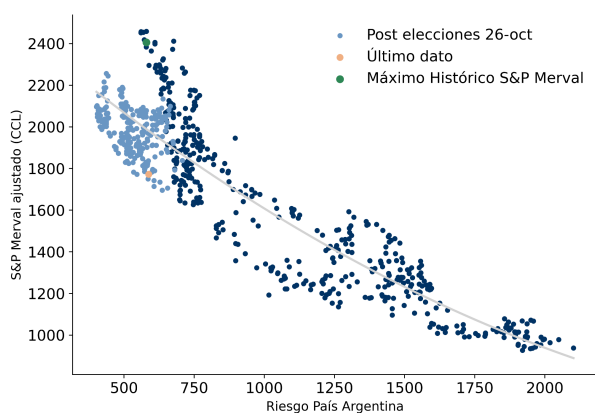
Acompañado por el rally de las acciones brasileñas, el S&P Merval comienza a mostrar signos de recuperación y acumula una variación semanal de 3,86% en dólares.

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



Igualmente, este pequeño rally no alcanzó para recuperar la corrección que sufrió el índice a lo largo de las últimas semanas. Si bien vemos una corrección generalizada de activos riesgosos por el contexto internacional adverso, la mayor parte de la caída se la lleva el sector bancario dada la mayor sensibilidad que presenta frente a cambios en el nivel de riesgo.

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



Así mismo, el resto de las acciones argentinas no estuvieron exentas, ya que el aumento en el nivel de riesgo país exacerbó la caída para la renta

variable argentina, la cual, ya venía castigada. De esta manera, el S&P Merval, vuelve a mostrarse en niveles de subvaluación con respecto a la deuda soberana.

En contextos de alto nivel de incertidumbre, es razonable ver esta dinámica de renta variable subvaluada con respecto al nivel de riesgo local. Recientemente, lo observamos en el mes previo a las elecciones de medio término del año pasado, con lo cual, sabiendo que este contexto puede extenderse en el tiempo, ¿vemos oportunidad en equity argentino?

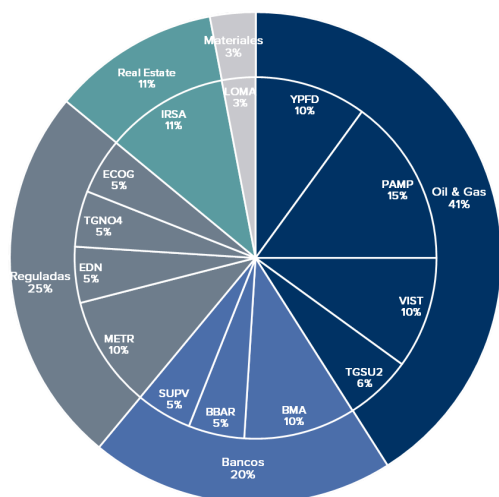
Durante las elecciones de octubre de 2025, el *re-pricing* de la renta variable argentina vino por un cambio fundamental en el nivel de riesgo local, lo cual se tradujo en una fuerte compresión del riesgo país. Actualmente, como detallamos en el semanal anterior, estimamos que podríamos ver nuevamente un cambio en las expectativas locales a medida que se reduzca la incertidumbre.

En cuanto al contexto internacional, nos encontramos aún a la espera de una resolución del conflicto en Medio Oriente que ayude a reducir el precio del crudo y, como consecuencia, las tasas de los bonos de Estados Unidos. En este aspecto, hubo cierto alivio tras las licitaciones del Tesoro de EEUU, las cuales dejaron a la tasa del bono a 10 años en torno a 5,2X al cierre de ayer. Aunque no haya una certeza de cuándo se puede alcanzar un acuerdo, nuestra expectativa es que el conflicto no se extenderá más allá de las elecciones de medio término en EE.UU.

A diferencia de lo que comentamos en el semanal anterior, si podría haber algún driver en el frente local en el mediano plazo. En julio, se observó una actividad muy golpeada con una variación mensual de -2,9%, que llevó a bancos internacionales a anticipar una recesión técnica. No obstante, los datos del INDEC ya mostraron un rebote, con la Industria creciendo 1,9% m/m y la Construcción 0,4%, por lo que estimamos que el índice de actividad debería mostrar esta dinámica también. Inclusive, los indicadores anticipados de septiembre demostraron crecimiento con los despachos de cemento subiendo 18% m/m, y 4.5%

a/a. Un repunte de la actividad podría traer aparejado un rally del índice de acciones local.

En materia de estrategia, la cartera permanece sin cambios. Priorizamos la defensividad ante el panorama de alta incertidumbre por el momento, con la mayor exposición de la cartera a Oil & Gas.



Siguiendo en línea con el componente defensivo de la cartera, atribuimos un 11% de la cartera a IRSA. El cual representa al sector de Real Estate, que, junto con Oil & Gas, fueron los que mejor supieron conservar su valor durante la corrección de este último tiempo.

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 de manera de capturar ese upside.

Por último, otorgamos un 25% al sector regulado; y un 3% a Loma Negra (LOMA). Esta última, tras el buen dato de despachos de cemento acumuló un rendimiento semanal de 9,28%.

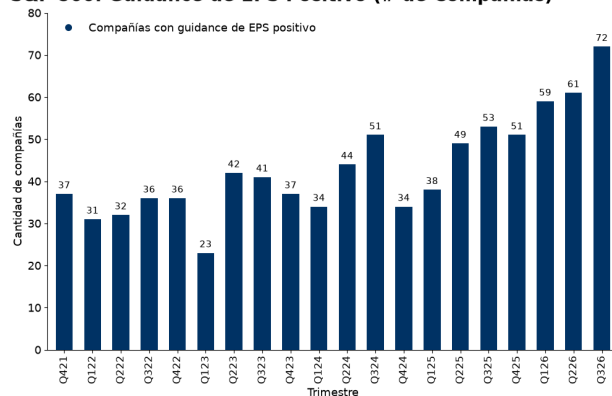
Renta variable internacional

En medio de la continua suba en las tasas de los bonos del Tesoro estadounidense es que llega la temporada de resultados correspondiente al tercer trimestre de 2026 para las compañías que

componen el S&P 500, con expectativas de un crecimiento interanual en torno al 29,5%, frente a una estimación del 26,7% a principios del trimestre. Mientras que para los ingresos se estima un incremento del 12,3%, con un margen neto rondando el 15%.

No obstante, si bien uno podría argumentar que la narrativa en relación a inteligencia artificial (IA) está llevando a los analistas a asumir ganancias difíciles de cumplir por las compañías, lo cierto es que en este caso, las estimaciones provienen tanto de las compañías como de los analistas. De hecho, de las 116 compañías que emitieron guidance para el trimestre, 72 de ellas fueron positivas, superando significativamente el promedio de 42 compañías durante los últimos cinco años.

S&P 500: Guidance de EPS Positivo (# de Compañías)



Fuente: IEB Research en base a FactSet.

Así mismo, las estimaciones de ganancias continuaron incrementándose 1,4% en relación a las estimaciones de finales del 2T26, cuando normalmente estas se solían reducir durante el trimestre entre un 2% y 4,2% en promedio, dependiendo si observamos los últimos cinco o veinte años. Lo que nos lleva al segundo trimestre consecutivo con revisiones al alza en las estimaciones de ganancias a pesar de estar transitando un contexto macroeconómico y geo-político más complejo.

Ahora bien, no todos los sectores se vieron favorecidos, ya que gran parte está concentrado en el sector energético, de tecnología y servicios de comunicación.

Particularmente, el sector energía se vio favorecido por un incremento que se sostuvo a lo largo del último trimestre, lo que elevó las expectativas de

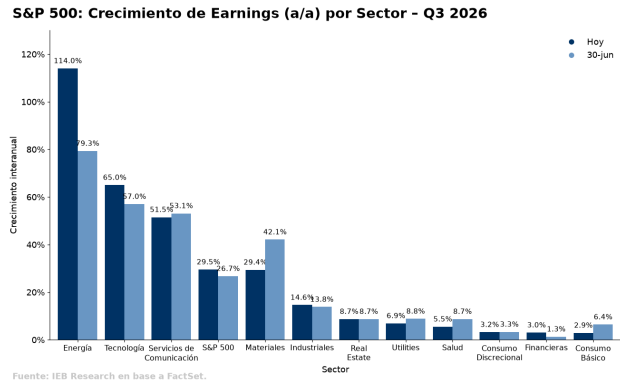
ganancias un 18% adicional, esperando actualmente un incremento del 114% interanual en ganancias.

El sector tecnológico, por su parte, experimentó un incremento del 3,5% de las ganancias desde finales del 2T26 motivado por el impulso en relación a la IA, y particularmente semiconductores, donde se espera que el crecimiento en ganancias alcance el 130% interanual, dejando un 24% de crecimiento para el resto del sector. Mientras que para servicios de comunicación, el crecimiento esperado asciende al 51% interanual, impulsado principalmente por Meta Platforms (META), ya que sin ella el crecimiento esperado del sector se ubica en torno al 12% interanual.

No obstante, las dudas se trasladan al año siguiente, ya que si bien para todo 2026 se espera un crecimiento de las ganancias del 32% para el S&P 500, para 2027 esta cifra se ubica cerca del 15,8% reduciéndose frente a lo esperado para el año actual, principalmente influenciado por una caída en el sector energético y de servicios de comunicación.

En línea con ello, la semana próxima dará inicio el grueso de las presentaciones de resultados con el sector bancario (Goldman Sachs, JP Morgan, Wells Fargo y Citi Group) presentando al inicio de la rueda, acompañado por United Health y Johnson & Johnson.

Si bien para los bancos la expectativa es de un crecimiento moderado del 3% a/a, JP Morgan (JPM) anticipó un incremento cercano al 15%-19% producto del buen desempeño en banca de inversión y trading, lo que estimamos, podría llevar a superar nuevamente a las expectativas de mercado durante este trimestre. No obstante, también estaremos atentos al impacto de una mayor tasa de interés y la dinámica del gasto.



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.