

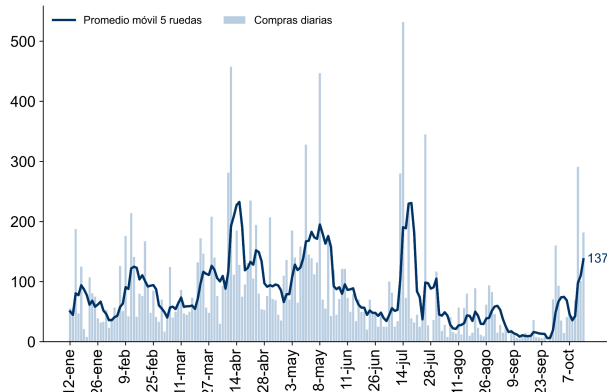
El Central retoma las compras

16 de octubre de 2026

El BCRA aceleró las compras de dólares. En lo que va de la semana sumó USD 574 MM y en 10 ruedas de octubre acumula USD 914 MM, prácticamente el doble que en todo septiembre (USD 474 MM). Las compras se explicarían, en buena medida, por la liquidación de dólares de emisiones de deuda corporativa y/o subsoberana.

Compras diarias del BCRA en el MULC

En USD millones



Fuente: IEB Research en base a BCRA

Como mencionamos en el semanal anterior, esperamos un flujo de divisas sostenido durante el 4T. De hecho, en octubre, el FX muestra una tendencia bajista, pese a que el BCRA se posicionó del lado de la demanda y el dólar se fortaleció frente a las monedas de los países desarrollados (DXY en 102 puntos, aunque vale señalar que el movimiento fue más acotado frente a las monedas de los países emergentes).

La acumulación de dólares del BCRA podría contribuir a cerrar el bache del programa financiero del Tesoro, generado por la pausa en la colocación de Bonares. El Tesoro volvió a dejar afuera el AO29 en la licitación de esta semana (ver sección Renta fija).

Pasando a los datos publicados en la semana, la inflación de septiembre fue 1,9% m/m, en línea con lo esperado por el mercado y por encima del dato de agosto (1,7%). La aceleración respondió a los estacionales, que pasaron de caer 0,9% en agosto a subir 2,9% en septiembre, impulsados por las verduras (+12,5% en GBA). Los regulados, en tanto, subieron 2,3% m/m, por encima del índice

general, por lo que continúa la corrección de precios relativos.

Regulados vs. Núcleo

Base 100 = 1er semestre 2019

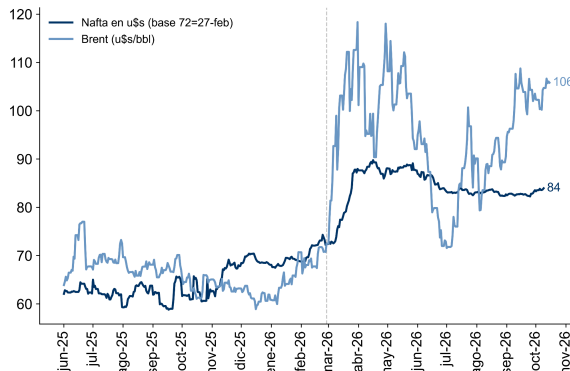


Fuente: IEB Research en base a INDEC

La buena noticia vino por el lado de la núcleo: marcó 1,7% m/m (22% anualizado) y ya lleva 5 meses consecutivos por debajo del 2%. Aun así, las expectativas del mercado se muestran cautas: el REM proyecta una inflación estable en el rango 1,6%-1,8% hasta mar-27. A nuestro entender, el mercado ve tres factores que podrían poner piso al IPC en los próximos meses: i) las carnes, que se ponen al día entre diciembre y marzo; ii) la indexación de regulados, como prepagas y transporte público; y iii) el petróleo: las naftas, ajustadas por FX y Brent, están 21% por debajo del nivel previo al conflicto en Medio Oriente, pese a los aumentos de fines de septiembre (YPF: +1%).

Nafta Súper YPF vs Brent

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



Fuente: IEB en base a Sec. Energía, BCRA y Yahoo Finance

Hoy se publica el resultado fiscal de septiembre. Según ARCA, la recaudación creció 3,7% i.a. real, por

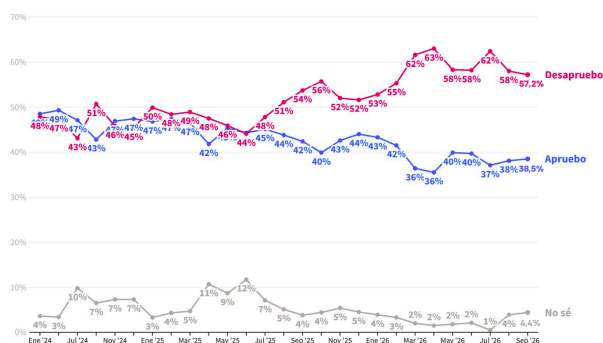
lo que descontamos un nuevo superávit. **Se observaron buenos registros en los tributos ligados a la actividad:** la seguridad social registró la primera suba i.a. en 10 meses (+1,5%) y el impuesto al cheque se mantuvo estable tras anotar 2 meses de caídas cercanas al 10% i.a.

Además de la mejora de la recaudación, los datos de préstamos muestran una incipiente recuperación en octubre. Los préstamos en pesos al sector privado crecen 1,3% m/m en términos reales. Se destacan los hipotecarios (+3,8%), que suben por quinto mes consecutivo –y esperamos que la tendencia continúe a medida que avance la licitación de fondos del FGS–, y las tarjetas (+4,3%), que empiezan a recuperarse luego de una caída real del stock de 13% entre oct-25 y sep-26. **Esto cobra relevancia dado que entendemos que el mercado asigna cada vez mayor ponderación a la evolución de la actividad y el consumo, más allá de que se mantengan los avances en los fundamentals macroeconómicos.**

En ese sentido, la aprobación de Milei muestra señales de estabilización tras la baja de principios de año: según AtlasIntel, subió levemente en septiembre, de 38,0% a 38,5%. Este nivel es similar al medido por el Índice de Confianza en el Gobierno de la UTDT, que oscila en torno al 40% desde hace 4 meses. **Si bien la aprobación se sitúa entre los registros más bajos de la gestión, se mantiene en niveles competitivos.**

Aprobación del presidente Milei

[serie temporal]



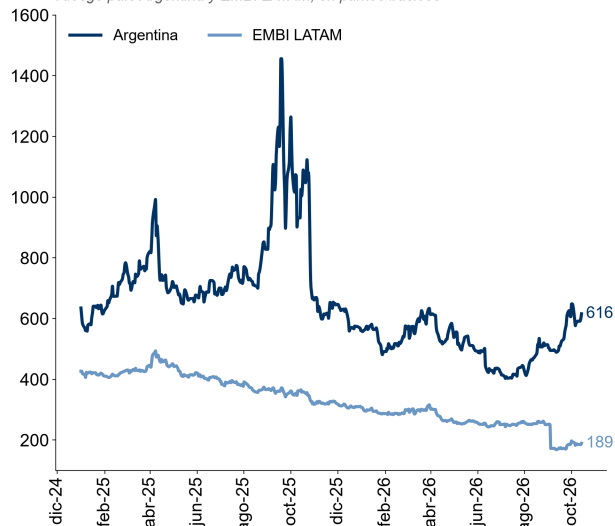
Fuente: IEB Research en base a Atlasintel

Renta fija en dólares

La deuda en dólares argentina sigue algo rezagada respecto a la dinámica internacional. Durante la última semana, mientras que las tasas de los bonos estadounidenses a 10 años comprimían cerca de 20 puntos básicos, el riesgo país subió 15 bps para cerrar en 622 puntos básicos.

Riesgo país

Riesgo país Argentina y EMBI LATAM, en puntos básicos



Fuente: IEB Research en base a JP Morgan

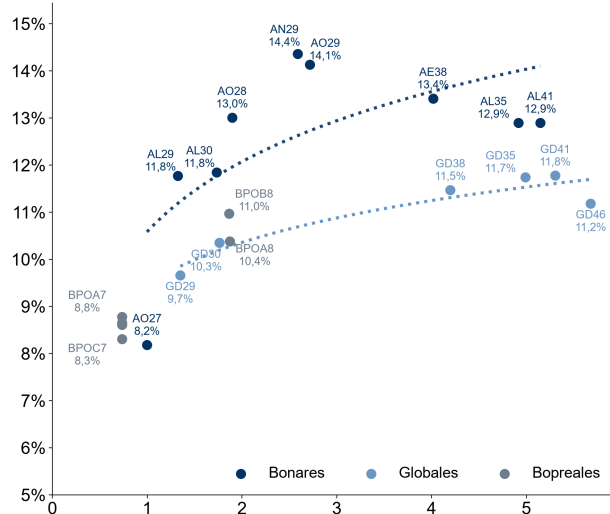
Los bonos emergentes latinoamericanos subieron 1,2% en la semana y 1,6% en lo que va de octubre. El resto del universo emergente sube 0,4% en la semana y en el acumulado del mes, evidenciando el mejor desempeño relativo de los emergentes.

La rueda de ayer fue de menos a más, y los bonos argentinos arrancaron el día con caídas superiores al 1,2% para cerrar con subas de 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 10,7% al dólar MEP y 11,7% al CCL. El GD30 rinde 7,2% al dólar MEP y 10,3% al CCL. En la curva con legislación local, el AO27 rinde sólo 2,7% al MEP, aunque 8,2% al CCL.

Curva soberana hard dollar - CCL

TIR a precio CCL vs. duration modificada

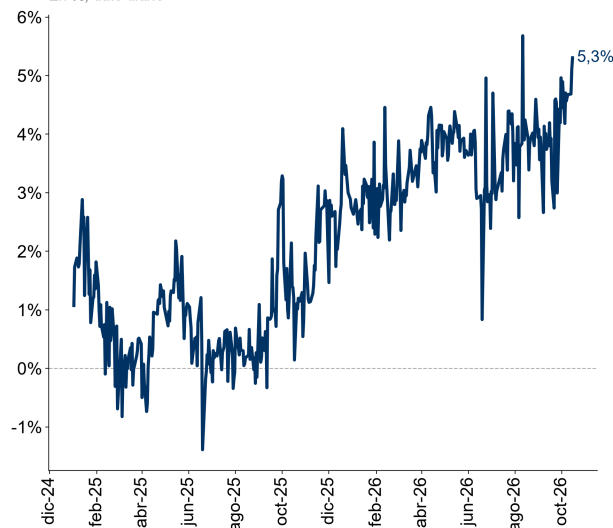


Fuente: IEB Research en base a BYMA

En la última semana notamos una suba algo vertiginosa del canje CCL/MEP, que se mantuvo toda la semana por encima del 5%, el registro más alto desde la salida del cepo cambiario en abril del año pasado. Mientras siga habiendo pocos dólares cables ofertados en el mercado y se mantengan las restricciones sobre algunos arbitrajes, este valor puede mantenerse elevado.

Canje CCL / MEP

En %, dato diario



Fuente: IEB

Como esperábamos, en la licitación del Tesoro del día miércoles nuevamente no se ofreció el Bonar 2029. Lo cierto es que en estos niveles de tasas (el AO29 rinde 11,8% al MEP y 13,8% al CCL, y al momento de su emisión el rendimiento era de 8,1% al MEP), la secretaría de Finanzas prefirió endeudarse al mismo plazo en pesos (ofreció el

TXMD9 con vencimiento el 14 de diciembre de 2029 a TAMAR +10,1%).

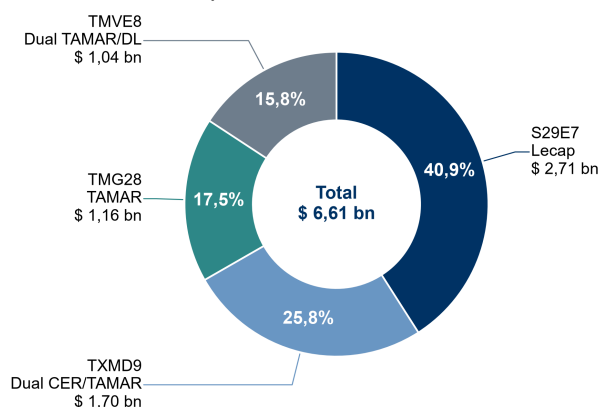
Hacia adelante, una compresión de las tasas de interés globales sería un factor favorable para que la deuda soberana en dólares recupere los niveles de agosto y principios de septiembre. En el frente local, los principales drivers serían los datos de actividad económica y las encuestas de imagen política: en la medida en que muestran señales positivas y reduzcan la incertidumbre sobre la continuidad del programa económico, deberían favorecer alguna compresión de *spreads*.

Renta fija en pesos

El día miércoles tuvimos una nueva licitación del Tesoro Nacional, que afrontaba vencimientos por **ARS 4,58 BB**; el menor vencimiento en varios meses. El MECON ofreció una **LECAP a 105 días**, un **TAMAR a agosto de 2028**, el dual dólar linked/TAMAR a enero 2028 y un dual CER/TAMAR a diciembre 2029. Al ofrecer una **LECAP corta e instrumentos largos**, se guardaba la **opcionalidad de conseguir buena parte del rollover priorizando la LECAP corta en caso de no querer convalidar tasas demasiado altas**. Finalmente, el rollover fue de **136%**, donde de los **ARS 6,61 BB** adjudicados, **ARS 3,9 BB** fueron colocados con vencimiento en el próximo mandato (60,1%).

Licitación del Tesoro - 14/10/2026

Distribución del valor efectivo adjudicado



Fuente: IEB Research en base a Secretaría de Finanzas

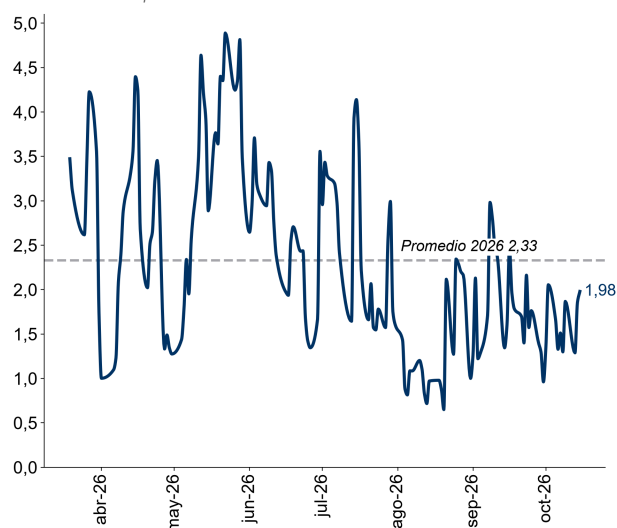
Respecto de los pesos que retiraría del sistema por el rollover mayor al 100%, el Tesoro habría informado a la prensa que realizó una recompra de títulos por alrededor de ARS 1,0 BB, lo que evitaría una suba de tasas tras la absorción. Lo cierto es que

todavía no podemos ver la operación en las estadísticas públicas, pero tendremos más información en los próximos días.

La rueda REPO se mantuvo estable en la zona de ARS 1,5 BB durante toda la semana, y ayer subió hasta casi ARS 2,0 BB, por lo que una absorción de ARS 1,75 BB generaría fricciones en la liquidez del sistema. Hoy se liquida la licitación, y veremos si impacta en los niveles de liquidez o si esa recompra, junto con los pesos que inyectó el BCRA con sus compras de divisas, contrarresta esa absorción.

Otros pasivos remunerados BCRA

En billones de pesos



Fuente: IEB Research en base a BCRA

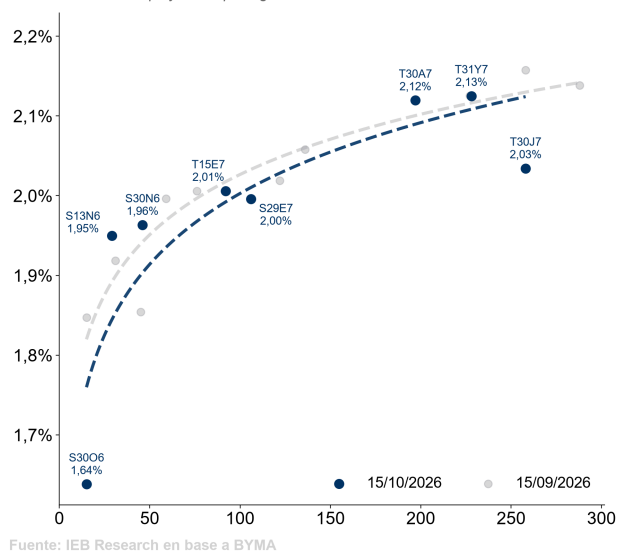
En la semana las curvas en pesos siguieron comprimiendo, aunque a menor velocidad porque el mercado se puso bastante vendedor cuando se conocieron las condiciones de la licitación. La mayor suba la tuvieron los activos de tasa fija, que subieron, en promedio, 0,7%. Así, la curva se ubica en la zona de 19,2% TNA (1,7% TEM) hasta noviembre, 24,5% de noviembre hasta marzo y por encima del 26,5% de abril en adelante. La BONCAP a abril rinde 2,12% TEM, bien por encima de la inflación promedio esperada para ese período (1,8% TEM).

Luego del dato de inflación del martes, que dio en línea con lo descontado en las curvas, los bonos CER subieron 0,2% en la semana, devengando pero sin compresiones. Las inflaciones *breakeven* (el nivel de nominalidad de indiferencia entre la curva de tasa fija y la de ajuste CER) se ubican en 1,92%

mensual promedio de octubre a marzo 2027; por encima de la expectativa del REM-BCRA, que promedia el 1,7% para ese período.

Curva de tasa fija en pesos

TEM de Lecaps y Boncaps según días al vencimiento

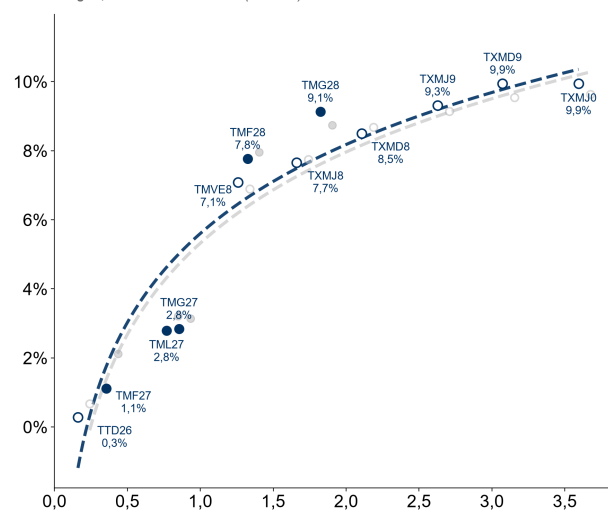


Fuente: IEB Research en base a BYMA

En cuanto a los duales CER/TAMAR, venían descomprimiendo con fuerza ante el anuncio de una nueva emisión en la licitación, pero en la rueda de ayer terminaron comprimiendo, e incluso el dual TMXD9, emitido en la licitación, cerró 15 puntos por debajo de la tasa de emisión. Seguimos viendo valor en esta curva y en la TAMAR pura, que muestra un margen atractivo y tiene el beneficio de la cobertura de tasa. Aquí, nuestros top picks son el TMG28 (TAMAR +9,1%) y el TXMD8 (TAMAR +8,5%).

Curva TAMAR soberana

Spread sobre TAMAR vs. duración modificada
En gris, 15/09/2026. Duales (huecos) valuados a TAMAR



Fuente: IEB Research en base a BYMA

Renta variable argentina

El dato de inflación de Estados Unidos por encima de las expectativas de mercado terminó por impactar sobre la renta variable que ya venía experimentando un alto grado de volatilidad producto de la dinámica de tasas de los bonos estadounidenses antes mencionada, situación de la cual el S&P Merval no quedó afuera.

15/10/2026			Cierre	WoW	MoM	YTD	YoY
Argentina	Argentina	S&P Merval	1.765,95	-0,34%	-9,41%	-12,03%	34,76%
Global	Global	GDOW	6.978,46	1,38%	-0,07%	13,14%	17,14%
Desarrollados	Alemania	EWG	41,54	2,14%	-2,33%	-2,26%	0,02%
	EE. UU.	DIA	521,18	1,86%	-0,01%	8,45%	12,64%
		IWM	275,08	-0,90%	-3,53%	11,75%	9,89%
		QQQ	728,00	-2,62%	3,33%	18,51%	20,89%
		SPY	771,79	-0,28%	1,90%	13,18%	16,03%
EM	EM	EEM	63,96	-3,24%	-2,74%	16,91%	18,80%
Latam	EM Latam	MSCI EM Lat	3.314,13	-0,32%	6,44%	22,32%	34,22%
	EM	ILF	37,26	-0,67%	4,93%	22,36%	33,21%
	Brasil	EWZ	41,58	-2,37%	10,06%	30,88%	41,81%
	Chile	ECH	37,30	-1,01%	-4,68%	-7,67%	11,64%
	Colombia	GKG	49,54	2,21%	-2,38%	39,00%	49,17%
	Perú	EPU	90,01	1,52%	1,68%	24,41%	40,42%
Resto EM	China	FXI	34,26	2,42%	-0,41%	-10,52%	-13,92%
	Turquía	TUR	33,56	-1,07%	-13,37%	-2,49%	3,08%

Fuente: IEB Research en base a LSEG

De esta manera, el índice de acciones locales se mantuvo relativamente estable durante la semana, mientras que los índices emergentes tuvieron una marcada corrección semanal. Sin embargo, en lo que va del año, el índice argentino quedó significativamente relegado frente al resto de índices comparables. Lo que nos lleva a pensar que podría haber una oportunidad de mediano plazo, en vistas de una recuperación ante un contexto internacional que comience a tornarse favorable para los activos de riesgo.

Es por eso que para este semanal, nos enfocaremos en el sector más castigado del S&P Merval en este último tiempo: el bancario. Si bien la suba de riesgo país, impulsado por el proceso de suba que mantuvieron los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, llevó a que los precios de las acciones que componen al sector retrocedan, estimamos que esto es sólo una parte de la explicación.

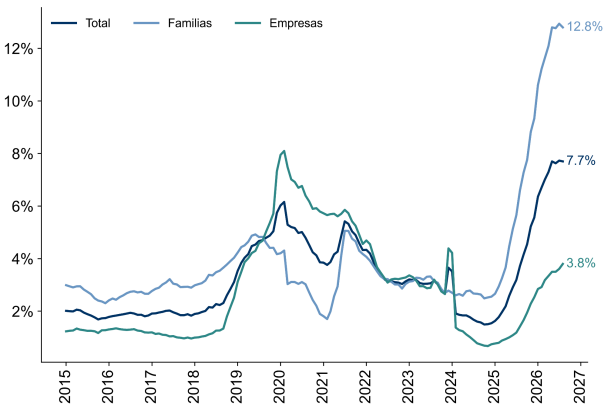
La mayor preocupación y a lo que le estuvo poniendo especial atención el mercado a lo largo de las últimas presentaciones de resultados, fue al nivel de morosidad. La aceleración observada durante los últimos tres años llevó a la mora de las familias y a la mora total a máximos desde 2010. Sin embargo, estimamos que podríamos comenzar a

ver señales de estabilidad de cara a los próximos trimestres.

El BCRA hoy publica la morosidad de agosto. No obstante, la base CENDEU anticipa la primera baja de la mora en las familias desde 2024 (del 12,9% al 12,8%), lo cual se traduce en un nivel de morosidad total sin cambios para este mes.

Morosidad

En % de la cartera de préstamos al sector privado



Fuente: IEB Research en base a BCRA

Aún así, lo que resulta interesante de este dato, es que la compresión en el nivel de mora de familias no se da por un aumento en el financiamiento total, sino por una disminución del saldo moroso.

Esto no ocurría desde que inició este proceso de subas y nuestra observación es que se da principalmente por cómo se contabilizan dichos saldos: para ser categorizado como saldo en mora, uno tiene que pasar de Situación 2 (atraso de hasta 90 días) a Situación 3 (atraso de 90 a 180 días). Actualmente, el stock de personas en situación 2 viene comprimiendo, con un anticipo para agosto de 2,7%, el menor dato desde agosto de 2025.

Por lo tanto, al estar comprimiendo el saldo en mora, estimamos que el ratio de morosidad debería caer a medida que se dé una recuperación de los créditos, es decir del financiamiento total. Sin embargo, la velocidad de esta compresión dependerá de qué tan fuerte sea la expansión del crédito.

Evolución P/BV Sector Bancario
Ponderado por mkt. Cap.

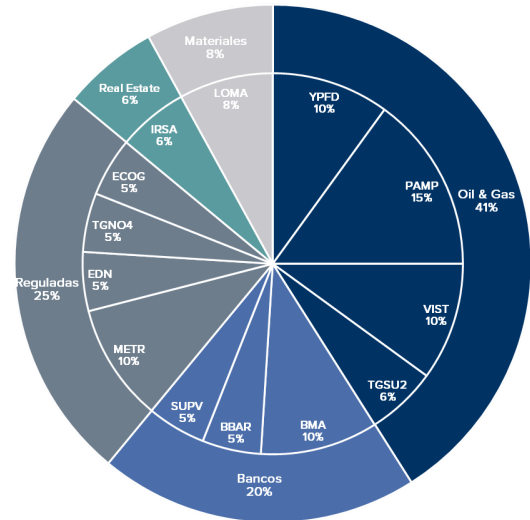


Al esperar un driver positivo a corto - mediano plazo, y con el sobre castigo que presentan los múltiplos del sector en general, estimamos que este podría ser un punto de entrada atractivo. Actualmente, el P/BV se encuentra en torno a 1x, por debajo del promedio de los últimos 6 años, y con una diferencia mayor a un desvío estándar por debajo de su media si tomamos únicamente el promedio post-elecciones de medio término.

Otro sector que vemos con una perspectiva constructiva en el mediano plazo es el de **construcción**. La recuperación en los despachos de cemento que analizamos en el semanal anterior, junto con el inicio de obras de las rutas nacionales licitadas, nos lleva a realizar una rotación en la cartera recomendada hacia la empresa que más se beneficia de esto en el mercado de equity local: LOMA.

Es por eso que optamos por incrementar nuestra posición en Loma Negra (LOMA) a un 8%. La contracara de esto, es una disminución de la posición en IRSA, la cual pasa a tener una participación del 6% de la cartera.

El resto de la cartera permanece sin cambios: continuamos priorizando la defensividad, manteniendo un 40% en el sector de Oil & Gas ante la continuidad del conflicto de Medio Oriente y la mayor productividad en Vaca Muerta; y un 25% en el sector Regulado. Por último, mantenemos un 20% en el sector bancario por las razones expresadas anteriormente quedando la cartera compuesta de la siguiente manera:

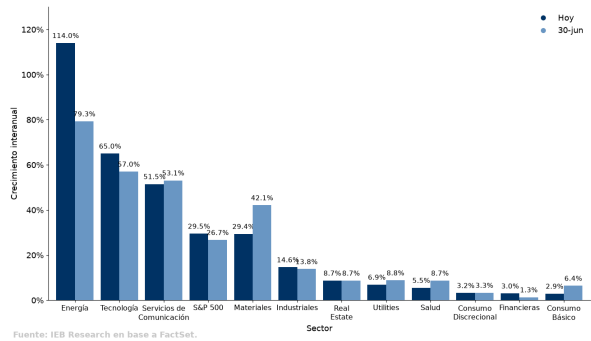


Renta variable internacional

La semana previa destacábamos que la temporada de resultados del tercer trimestre para las compañías del S&P 500 comenzaba con uno de los contextos más exigentes de los últimos años.

A pesar del antes mencionado incremento de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU., un escenario geopolítico más complejo y una narrativa cada vez más exigente en torno a la inteligencia artificial (IA), las expectativas de ganancias para las compañías que componen al S&P 500 continuaban revisandose al alza. Particularmente, tecnología, energía y servicios de comunicación explicaban gran parte del optimismo.

S&P 500: Crecimiento de Earnings (a/a) por Sector - Q3 2026



Así fue que la semana comenzó con una señal positiva, con las presentaciones de resultados de los principales bancos estadounidenses

mostrando un entorno donde el consumo y la banca de inversión siguen sosteniendo los resultados, a pesar de que la incertidumbre macro llevó a postergar algunos negocios de banca de inversión, particularmente para **JP Morgan (JPM)**.

Goldman Sachs (GS), sin embargo, fue de los más destacados por la fortaleza de su segmento de trading y banca de inversión y, en menor medida, lo siguió **Citigroup (C)**. No obstante, consideramos que **JPM** continúa siendo el mejor posicionado para capturar una mayor recuperación de la banca comercial ante un eventual menor aporte de los segmentos de mercados de capitales y banca de inversión en comparación con los últimos trimestres, algo que comienza a anticipar el menor backlog para el segmento de banca de inversión de **GS**. Por su parte, **Wells Fargo (WFC)** continuó mostrando una mejora gradual en rentabilidad y crecimiento comercial, mientras que **Morgan Stanley (MS)** volvió a beneficiarse de la fortaleza de los segmentos de wealth management y mercados de capitales.

No obstante, en medio de los resultados bancarios, el foco volvió a estar rápidamente sobre la IA a medida que comenzaba a cobrar mayor relevancia la interrogante en relación a la rentabilidad del elevado capex que vienen llevando adelante las compañías tecnológicas en infraestructura de IA y capacidad de cómputo.

Dicha interrogante comenzó con reportes que anticipan un ritmo de crecimiento menor al esperado para los ingresos anuales de OpenAI, seguido de los avances tecnológicos de CXMT que presionó a las compañías de memoria como **Micron Technology (MU)** y **SK Hynix (SKHY)**. A lo que se sumó la advertencia de Gartner sobre la capacidad de la industria para obtener retornos adecuados sobre el volumen récord de capital invertido, impulsando dudas sobre el apalancamiento de compañías como **CoreWeave (CRWV)**.

Aún así, los resultados de las compañías que ocupan actualmente una posición relevante dentro de la cadena de producción de semiconductores continuaron mostrando una perspectiva favorable. Los resultados de **Taiwán Semiconductor Manufacturing (TSMC)** confirmaron una demanda sólida para chips destinados a IA y data centers: la compañía no sólo superó sus propias previsiones para el trimestre, sino que también mantuvo márgenes elevados y un guidance para el 4T26-2026 con mayor crecimiento. A lo que se sumaron los resultados de **ASML (ASML)** que reforzaron la idea de que las principales compañías del sector continúan invirtiendo agresivamente en busca de una mayor capacidad de producción.

Para la semana próxima, si bien no contaremos con presentación de resultados de compañías de infraestructura de IA, tendremos los resultados de **Meta Platforms (META)** al cierre de mercado del miércoles, acompañado por **Netflix (NFLX)**, **GE Aerospace (GE)**, **International Business Machines (IBM)**, **Lam Research (LRCX)** y **American Airlines (AAL)** entre los nombres más relevantes de la semana.

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.