

Recalculando el PBI

23 de octubre de 2026

Aunque la actividad no rebotó en agosto, los datos más recientes de salarios, confianza del consumidor y morosidad restablecen la esperanza de una recuperación en los próximos meses.

Salario real privado registrado

Índice nov-23 = 100

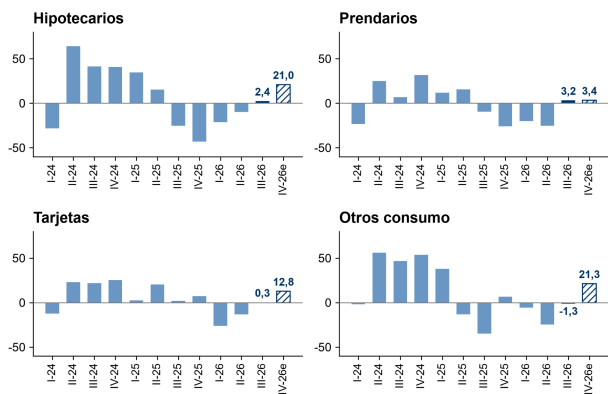


Fuente: IEB Research en base a INDEC

Por el lado de los ingresos, el salario registrado privado creció 2,8% m/m en agosto, por encima del IPC de 1,7%, y la recaudación de la seguridad social anticipa una mejora también en septiembre. Esta recuperación del poder de compra se refleja en el Índice de Confianza del Consumidor de la UTDT, que encadena dos meses consecutivos de subas (+2,4% en septiembre y +0,8% en octubre).

Cambios en la demanda de préstamos de hogares

Índice de difusión, en % (positivo = aumento). IV-26e: expectativa de los bancos



Fuente: IEB Research en base a BCRA (Encuesta de Condiciones Crediticias)

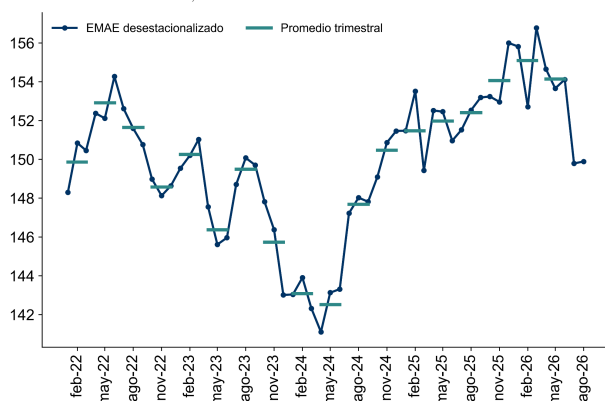
A su vez, el crédito empieza a destrabarse. La morosidad de las familias registró en agosto su

primera baja desde 2024, el financiamiento con tarjetas repunta en octubre tras cinco meses de bajas y los hipotecarios crecen al 3% real m/m. Hacia adelante, los bancos ya dejaron de endurecer sus criterios y esperan más demanda de las familias en el 4T en todas las líneas, según la Encuesta de Condiciones Crediticias del BCRA publicada en el día de ayer.

Estos indicadores sugieren que la actividad habría comenzado a mejorar hacia septiembre, luego de un agosto magro: el EMAE desestacionalizado subió apenas 0,1% m/m y no recuperó la caída de julio (-2,8% m/m).

Estimador Mensual de Actividad Económica

Índice base 2004=100, sin estacionalidad



Fuente: IEB Research en base a INDEC

Con una mirada más amplia, el 2026 muestra un desempeño por debajo de las expectativas. A principio de año, el REM esperaba un crecimiento de 3,5% i.a., que fue corregido a 1,5% en el último relevamiento y que ahora hasta resulta optimista (se requeriría una suba promedio de 2% m/m durante sep-dic).

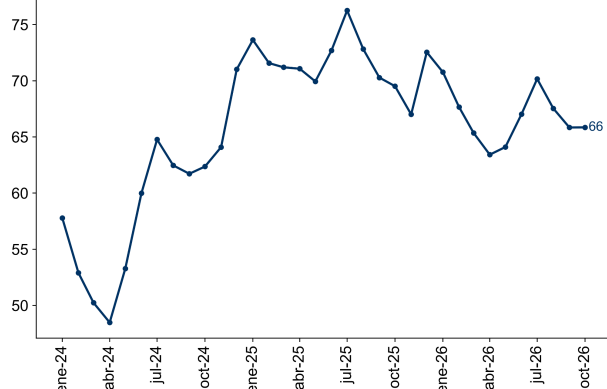
¿Qué explica esta debilidad? En nuestra visión, el freno de los dos motores que habían impulsado la recuperación en "V" del 2024-25, el salario y el crédito, que recién ahora empiezan a reactivarse.

En el caso del salario, la aceleración del IPC tuvo su impacto en el poder de compra: el salario real privado registrado cayó 4,8% entre ago-25 y mar-26. En cuanto al crédito, tras duplicarse en términos reales entre dic-23 y dic-25, los préstamos en pesos al sector privado caen 3,0% real desde dic-25. Con la morosidad de las familias en torno al

13%, los bancos endurecieron sus criterios y optaron por canalizar su liquidez hacia títulos del Tesoro.

M2 privado transaccional real

Promedio mensual, en ARS billones a precios de oct-26. Oct-26: al 19/10



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

La demanda de dinero refleja el mismo freno. El M2 privado transaccional cayó 6,0% real i.a. en septiembre, en línea con el deterioro de los ingresos del último año y la dolarización de los ahorros (FAE de USD 3.000 MM por mes en jun-ago). Con una demanda de dinero baja, los pesos que emite el BCRA al comprar reservas deben ser absorbidos con deuda por el Tesoro, lo que limita la baja de tasas y la expansión del crédito.

En suma, si bien es prematuro hablar de una recuperación sostenida, las señales de ingresos y crédito sugieren que la actividad habría hecho piso. Su confirmación en los próximos datos sería clave para que el mercado recupere el apetito por la deuda argentina.

Renta fija en dólares

En los últimos días, los bonos estadounidenses comprimieron: el rendimiento del US10Y que estaba en 5,15% hace una semana perforó la barrera del 5% por primera vez desde mediados de septiembre, cerrando el día de ayer en 4,95%.

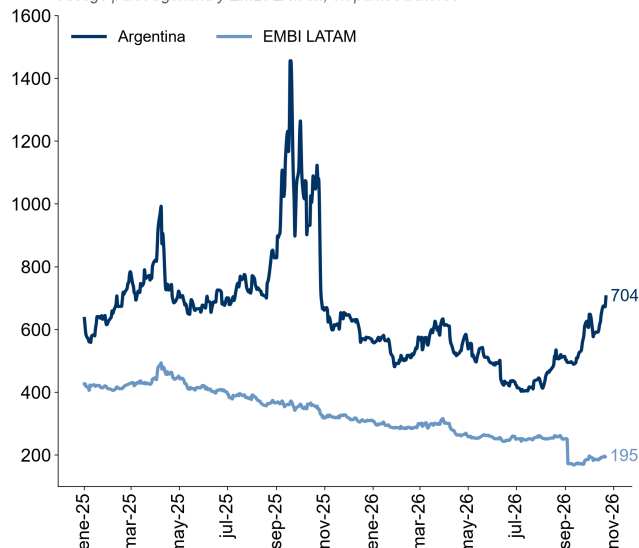
Por su parte, los bonos emergentes latinoamericanos subieron 0,4% en la semana y 2,0% en lo que va de octubre. El resto del universo emergente se mantuvo sin variaciones en la semana y en el acumulado del mes sube 0,35%, evidenciando el mejor desempeño relativo de los

emergentes latinoamericanos respecto al resto del universo emergente.

En el plano local, el riesgo país subió 56 bps en una semana para cerrar la rueda de ayer en 704 puntos básicos. Se trató de la primera vez desde las elecciones de octubre de 2025 donde el riesgo país superó los 700 bps.

Riesgo país

Riesgo país Argentina y EMBI LATAM, en puntos básicos



Fuente: IEB Research en base a JP Morgan

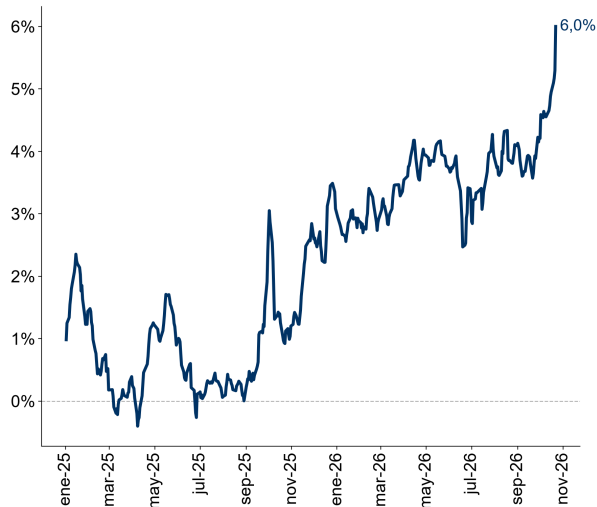
En la rueda de ayer, los bonos argentinos cayeron 0,5% en promedio, y acumulan caídas de 2% en lo que va de octubre. Así, en el acumulado del 2026, los Bonares muestran caídas de 1,8% y los Globales de 1,5%.

Al igual que la semana pasada, siguió la fuerte suba del canje CCL/MEP, que se mantuvo toda la semana por encima del 5,5% y en la rueda de ayer cerró en 6,0%, el mayor valor desde mediados de abril de 2025, luego de la unificación cambiaria. Mientras siga habiendo pocos dólares cables ofertados en el mercado y se mantengan las restricciones sobre algunos arbitrajes, este valor puede mantenerse elevado.

Esta suba del canje profundiza la distorsión entre rendimientos de los bonos en dólares, sobre todo en la parte corta: mientras que el AO27 rinde sólo 2,8% al dólar MEP, valuado al CCL rinde 8,7%. El GD35 rinde 11,1% al dólar MEP y 12,2% al CCL. El GD30 rinde 8,2% al dólar MEP y 11,3% al CCL.

Canje CCL / MEP

En %, media móvil 5 ruedas



Fuente: IEB

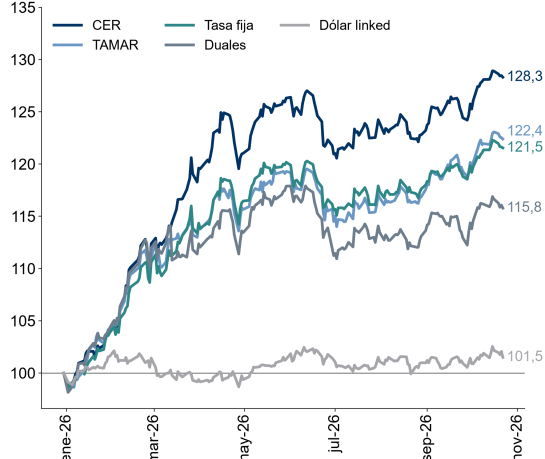
Volcándonos en el universo corporativo, en el día de ayer se realizó la primera colocación de deuda internacional en lo que va del mes. Aeropuertos Argentina 2000 emitió deuda por USD 400 MM en Nueva York a diez años a una tasa del 8,375% TNA. La compañía tuvo ofertas por USD 768 MM de 77 manifestaciones de interés.

Renta fija en pesos

Más allá de la suba del riesgo país, los activos en pesos se mantienen muy resilientes en los últimos meses. La tasa en pesos superó con creces las variaciones de los tipos de cambio y de los activos en dólares en el acumulado del año y también en las últimas semanas, cuando el contexto global se puso todavía más desafiante.

Retorno total en dólares por tipo de activo

Base 100 = 30/12/2025, en dólares MEP



Fuente: IEB Research en base a BYMA

El manejo de la liquidez entre el Tesoro y el BCRA, la fuerte oferta de dólares por parte del agro, oil and gas y los colocadores corporativos subsoberanos y la acumulación de reservas por parte del Banco Central son los principales factores detrás de este mejor desempeño relativo.

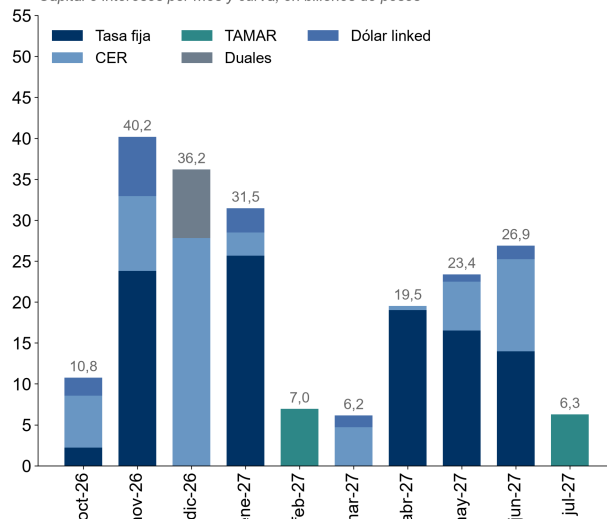
El día martes tuvimos el canje de la letra dólar linked D30O6, que tenía un outstanding de USD 5.350 MM. El MECON ofreció una lelink al 30 de noviembre (D30N6), una al 15 de enero de 2027 (D15E7) y otra a junio 2027 (TZV27). Finalmente, el Tesoro rescató el 72,85% del total en circulación.

De los USD 3.896 MM rescatados, USD 2.662 MM se adjudicaron en la D30N6; USD 1.034 MM en la D15E7 y USD 201 MM en la TZV27. El 30 de octubre amortizan los USD 1.452 MM restantes.

De este modo, los vencimientos en pesos para octubre 2027 pasaron desde ARS 16,3 BB hasta ars 10,8 bb, y el perfil de vencimientos para los próximos meses queda de la siguiente manera:

Vencimientos del Tesoro en pesos

Capital e intereses por mes y curva, en billones de pesos

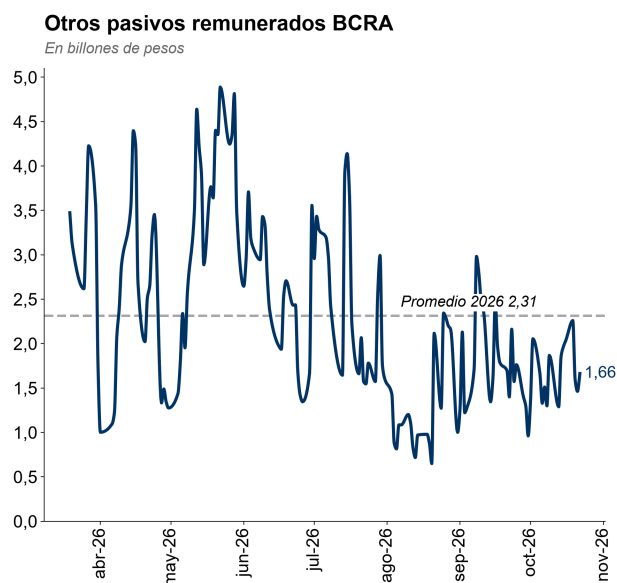


Fuente: IEB Research en base a Secretaría de Finanzas

El día lunes tendremos el llamado a licitación para rollear los vencimientos del 30 de octubre.

La rueda REPO se mantuvo estable en la zona de ARS 1,6 BB durante toda la semana, evidencia de que, tal como esperábamos, la absorción de ARS 1,75 BB fue contrarrestada con operaciones en el

mercado para no generar fricciones en la liquidez del sistema.



En la semana las curvas en pesos comprimieron, destacándose la suba de los bonos TAMAR (+0,8% semanal), los CER y duales (+0,7%). Los activos de tasa fija subieron 0,5%. La curva se ubica en la zona de 22,2% TNA (1,85% TEM) hasta noviembre, 24,2% de noviembre hasta marzo y por encima del 26,5% de abril en adelante. La BONCAP a abril rinde 2,1% TEM, bien por encima de la inflación promedio esperada para ese período (1,8% TEM).

Las inflaciones *breakeven* (el nivel de nominalidad de indiferencia entre la curva de tasa fija y la de ajuste CER) se ubican en 2,1% para octubre y 1,8% mensual promedio en adelante, algo por encima de lo esperado por el mercado (el REM- BCRA proyecta un 1,8% para octubre y 1,75% promedio en adelante).

Renta variable argentina

Desde el 14 de enero de 2019, el principal índice de acciones argentinas llevaba el nombre de S&P Merval ante un acuerdo entre Bolsas y Mercados Argentinos (ByMA) y S&P Dow Jones. No obstante, durante la última semana, el mismo volvió a cambiar de nombre pasando a llamarse MSCI Merval luego de una alianza estratégica entre ByMA y MSCI.

El cambio de administración, sin embargo, no solo trajo aparejado un cambio de nombre, sino también un cambio en la composición del índice, reemplazando a **Telecom Argentina (TECO2)** y **Sociedad Comercial del Plata (COME)** por **Cresud (CRES)**. Así también, los requisitos de elegibilidad tuvieron algunas modificaciones, teniendo actualmente que contar con un mínimo de 15% del capital flotante (free float), manteniendo el límite de ponderación por acción en el índice también del 15%. En términos de volumen también se ha vuelto más exigente, teniendo que contar con operaciones durante al menos el 80% de las ruedas durante el periodo de tres meses para ser elegibles. Lo que abre la puerta al siguiente punto: el rebalanceo del índice pasará a ser cada tres meses frente al rebalanceo semestral que realizaba previamente S&P Dow Jones.

Desde su debut el lunes, sin embargo, el desempeño del índice estuvo fuertemente influenciado por el contexto internacional desfavorable para la renta variable global, y, en lo local, un dato de actividad que mostró una recuperación más lenta de lo esperado, llevando al índice a una caída acumulada en torno al 3,6% en dólares.

Continuando con lo desarrollado en nuestro semanal anterior, la semana próxima inicia la temporada de balances del 3T26 para las compañías argentinas, siendo el primer sector en presentar, el de Oil & Gas.

Calendario de presentación de Resultados 3T26					IEB
Lunes 19/10	Martes 20/10	Miércoles 21/10	Jueves 22/10	Viernes 23/10	
Lunes 26/10	Martes 27/10	Miércoles 28/10	Jueves 29/10	Viernes 30/10	
Lunes 02/11	Martes 03/11	Miércoles 04/11	Jueves 05/11	Viernes 06/11	
Lunes 09/11	Martes 10/11	Miércoles 11/11	Jueves 12/11	Viernes 13/11	
Lunes 16/11	Martes 17/11	Miércoles 18/11	Jueves 19/11	Viernes 20/11	
			Jueves 24/11	Lunes 02/12	
Fechas tentativas que pueden sufrir modificaciones. Calendario que iremos actualizando a medida que surja más información.					

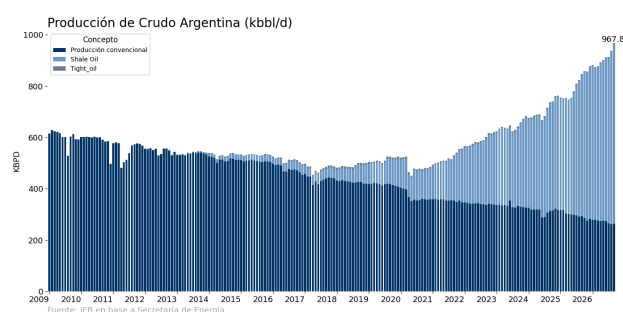
En relación a ello, a lo largo del año uno de los sectores con mejor desempeño fue el de Oil & Gas, no solo por aumentos en la producción local,

sino también por el fuerte incremento en los precios internacionales del crudo producto del conflicto en Medio Oriente.

En cuanto a precio, el trimestre nos deja con un precio promedio para el Brent que alcanzó los USD 91,29 /bbl, lo que significó una variación de 34% interanual. En un principio, se anticipaba que los precios estarían normalizados para esta altura del año, sin embargo la prolongación del conflicto en Medio Oriente mantuvo los precios elevados por más tiempo, permitiendo a las empresas del sector captar precios realizados más elevados de lo que podíamos esperar inicialmente, generando un impulso adicional de los ingresos que estimamos permitirá un mayor desarrollo de las áreas.



Lo que nos lleva al siguiente punto: el aumento en ingresos no está dado únicamente por efecto precio ya que, en términos de producción, Argentina continúa alcanzando niveles récord. En línea con ello, tuvimos a Horacio Marin en el AOG Patagonia 2026 recientemente, confirmando que YPF se encuentra produciendo 248.000 barriles diarios, lo que posiciona a la empresa a tan sólo 2.000 de su objetivo para diciembre de 2026.



La dinámica evidenciada en el gráfico también continúa mostrando el traspaso de producción

convencional a no convencional, lo que se traduce en una estructura de costos menor para las compañías durante el rump up de producción y hasta alcanzar su plateau, impactando de forma positiva sobre los márgenes.

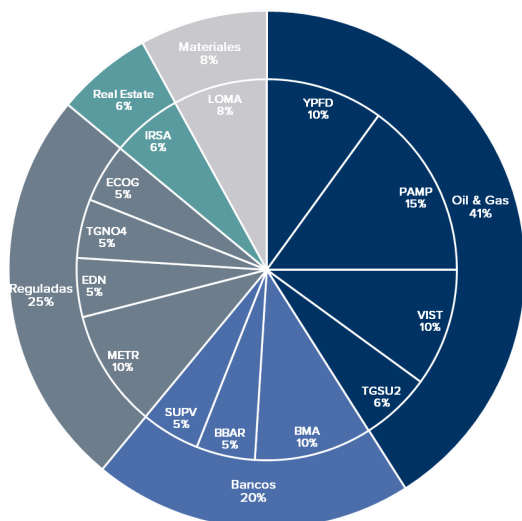
Por su parte, el segmento de gas, también se encuentra en una dinámica similar en lo que va del año, alcanzando elevados niveles de producción para el país. Lo que resulta interesante también, es la cantidad de proyectos que se encuentran encaminados y que, a futuro, se convertirán en ingresos para las empresas del sector. Por el lado de YPF, tenemos la alianza con ENI y XRG para llevar adelante Argentina LNG, muy cerca de alcanzar la firma de la decisión final de inversión. Aún así, el proyecto continúa avanzando, con la licitación de las tuberías de acero para el gasoducto troncal de 527 km esta semana. Otro evento semanal fue la aprobación de dos proyectos presentados por Transportadora de Gas del Sur (TGSU2) bajo el marco del RIGI por USD 3.200 MM. Estos tienen como objetivo ampliar la capacidad de evacuación de Vaca Muerta de la cual YPF, Pluspetrol y Chevron ya comprometieron más del 80% de la capacidad operativa inicial.

Por lo tanto, podríamos decir que no sólo la foto actual del sector es positiva, sino que también cuenta con una proyección a largo plazo muy atractiva.

De esta forma, en materia de estrategia 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.

A la espera de una mejora del nivel de actividad, y en línea con la recuperación en los despachos de cemento junto con el inicio de obras en rutas nacionales, nos posicionamos en Loma Negra (LOMA) con un 8%, y en IRSA (6%).

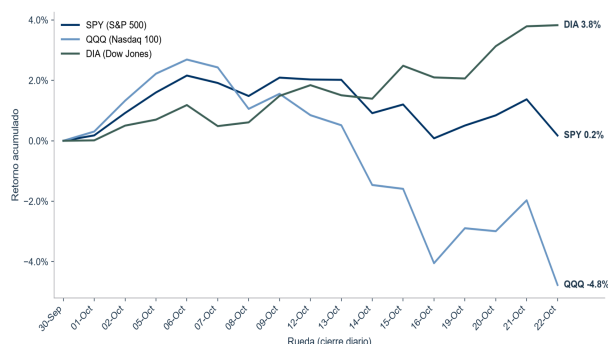
Por último, mantenemos un 20% en el sector bancario a la espera de una compresión en la morosidad y una recuperación de su P/BV.



Renta variable internacional

Los principales índices de acciones de EE.UU. comenzaron la semana con un tono positivo luego de la fuerte caída previa tras el resurgimiento de las preocupaciones en torno al endeudamiento de las compañías relacionadas con IA, con los resultados de SpaceX (SPCX), Tesla (TSLA) y Meta platforms (META) reforzando el optimismo sobre la narrativa de IA a mediados de la semana. No obstante, la interrogante en torno a la rentabilidad del capex en IA volvió a marcar la rueda del jueves, junto con una fuerte suba en el precio del petróleo que terminó por incentivar una rotación hacia sectores defensivos.

DIA vs SPY vs QQQ: Retorno Acumulado Diario – MTD Octubre 2026



Fuente: IEB Research. Precios ajustados por dividendos, base 0% = cierre 30/09/2026, último dato 22/10/2026.

En dicho contexto es que continuaron presentando resultados trimestrales las compañías del S&P 500, con Netflix (NFLX) logrando un trimestre en línea con las expectativas en términos de ganancias y

márgenes, con India como uno de los principales motores de crecimiento. Sin embargo, como esperábamos, el foco estuvo sobre las perspectivas de la compañía, las cuales, no convencieron.

La compañía redujo la expectativa de ingresos publicitarios para 2026 de USD 3.000 MM a USD 2.700 MM por demoras en herramientas e integraciones, y anticipó una compresión del margen operativo hasta el 26% en el 4T26 impactado por indemnizaciones vinculadas con la reducción de personal. Como contrapartida, anticiparon que introducirán la publicidad a 15 países nuevos en 2027, al mismo tiempo que sumaron socios programáticos como Mercado Libre (LATAM) y AdForm (EMEA).

Por su parte, **Meta Platforms (META)** superó las estimaciones de ingresos con un crecimiento cada vez más apoyado en el precio por anuncio, brindando una señal positiva sobre la monetización de la IA, a lo que se sumó una buena adopción inicial de Muse según informó el management durante la conferencia de resultados. No obstante, el resultado quedó distorsionado por un cargo extraordinario vinculado a las demandas por salud mental de adolescentes, mientras que la inversión en IA siguió presionando los márgenes. Así mismo, el FCF se volvió negativo y la deuda siguió creciendo durante el trimestre.

Aún así, la gran novedad fue la creación de una nueva clase de acciones C sin derecho a voto, la cual abre la puerta a captar más capital sin diluir el control de los accionistas. Si bien la acción reaccionó en un principio al alza, terminó cayendo alrededor de un 7% durante la rueda del jueves, al plantear la posibilidad de una mayor necesidad de fondos para hacer frente a las inversiones en IA, reflejando que el mercado está cada vez menos dispuesto a convalidar un mayor gasto sin una referencia clara sobre su retorno.

Para la semana próxima, el foco estará puesto en los “hyperscalers”, con la presentación de resultados de **Microsoft (MSFT)**, **Alphabet (GOOGL)**, **Amazon (AMZN)** y **Apple (AAPL)**, donde las perspectivas de capex, el backlog y el crecimiento de los ingresos de cloud serán claves para la narrativa en torno a la IA.

GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prouurban (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**FRANCISCO FERNANDEZ AMATO***Analista Sr. - Macro*ffernandez@grupoieb.com.ar**ANA ALBÍN***Analista Sr. - Renta Fija*aalbin@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.