

Perspectivas Mensuales:

“El contexto externo condiciona la dinámica local”

2 de Octubre de 2026

Rodrigo Benitez

Ante la necesidad de entender lo que sucede en el exterior

Cambios en el Contexto Externo

Shocks que tienen impacto en las expectativas locales

1

Aumento en las tasas de interés para controlar una inflación que está por arriba de las metas.

2

Dólar en sendero de apreciación por aumento de rendimientos reales.

3

Flujos negativos hacia economías emergentes, pero con precios de commodities que se mantienen altos.

Impactos en la Economía Local

Se plantean nuevos desafíos de cara a un año bisagra

1

La suba de tasas termina de cerrar una puerta podía aliviar la necesidad de divisas.

2

Se hace necesario un mayor volumen de compras de divisas del BCRA para mejorar su posición, afrontar pagos propios y venderle al Tesoro.

3

Si el Tesoro le compra muchos dólares al BCRA, el mundo pesos puede quedar ilíquido y presionar más sobre tasas.

EE.UU.: actividad resiliente + precios altos

Entendiendo por qué la Fed vuelve a endurecer el sesgo de tasas

Mirada Resumen

La combinación relevante es demanda todavía firme + inflación arriba de la meta. Con PBI real +2,2%, consumo real +0,6% m/m y PCE/Core PCE en 3,4%/3,0%, la Fed tiene menos margen para relajar y la curva larga vuelve a exigir prima de tasa.

Actividad: la economía no se enfría lo suficiente

PBI real

+2,2%

Q2-26 anualizado;
Q1 +2,5%.

PCE real

+0,6%

Agosto m/m; gasto
nominal +0,9%.

Ingreso

+0,2%

Agosto m/m; ahorro
personal 4,1%.

Precios y tasas: nominalidad por encima de la meta

PCE

3,4%

Agosto a/a.

Core PCE

3,0%

Núcleo a/a.

Fed Funds

3,75–4,00%

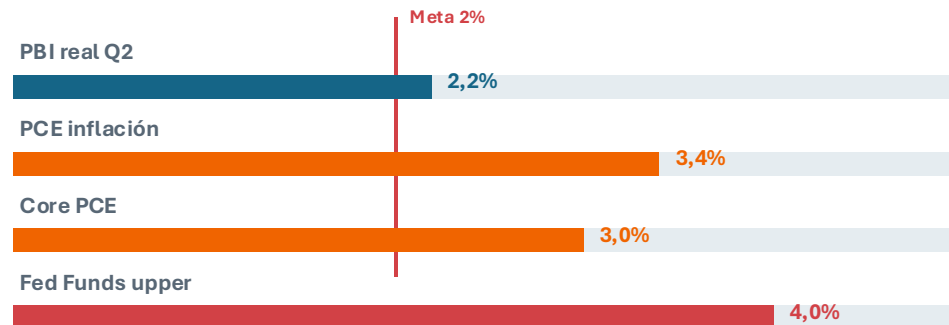
+25 pb en septiembre.

UST10Y

5,24%

28/9; tasa larga.

Mapa de señales: crecimiento positivo + inflación arriba de 2%



Mecanismo de transmisión hacia tasas

- 1 Demanda firme**

PBI y consumo real reducen el margen para una Fed más laxa.
- 2 Inflación persistente**

PCE 3,4% y Core 3,0% mantienen la nominalidad sobre el objetivo.
- 3 Prima de tasa**

Con actividad resiliente, sube el costo de descuento y se encarece duration.

Conclusión: la suba de tasas no responde solo a precios; se sostiene en una economía que todavía absorbe tasas más altas sin mostrar una desaceleración clara.

Suba de Tasas: Tesoro, hogares y empresas

El impacto depende de stock, vencimientos, tasa variable y costo marginal de refinanciamiento

La transmisión no pega sobre todo el stock al mismo tiempo: primero afecta nuevas emisiones, deuda variable, refinanciaciones y crédito revolvente. El riesgo macro es acumulativo: mayor costo fiscal, menor consumo durable y capex/working capital más caro.

Tesoro

Stock

USD 34,9 tn **≈108% PIB**

Costo marginal: UST10Y 5,24%.

Intereses: gasto anualizado supera USD 1 tn; tasa implícita ≈2,9%.

Canal crítico

Refinanciamiento déficit +
vencimientos

Cada rollover a tasas altas sube el gasto financiero y reduce margen fiscal. El ajuste es gradual, pero persistente.

Hogares

Stock

USD 18,8 tn **≈58% PIB**

Nuevo crédito: hipoteca 30 años 7,34%; tarjetas ≈19,6% APR.

El stock hipotecario fijo amortigua; tarjetas, autos y nuevos préstamos transmiten más rápido.

Composición del stock



Hip/HELOC 72% | Auto 9% | Resto 19%

La tasa enfría vivienda y consumo durable, y presiona morosidad en crédito revolvente; el stock hipotecario existente es menos sensible.

Empresas

Stock

USD 24,0 tn **≈74% PIB**

Costo marginal: CP AA 30 días ≈3,94%; bonos a Treasury + spread.

Impacto mayor en floating debt, private credit, CP y emisiones nuevas; el tramo fijo amortigua.

Deuda por canal

Mercado cap.

Bancos/otros

Mercado: USD 9,2 tn | Bancos/otros: USD 14,8 tn

Encarece working capital y capex; firmas con caja y deuda fija previa resisten mejor, pero se estrechan spreads de inversión.

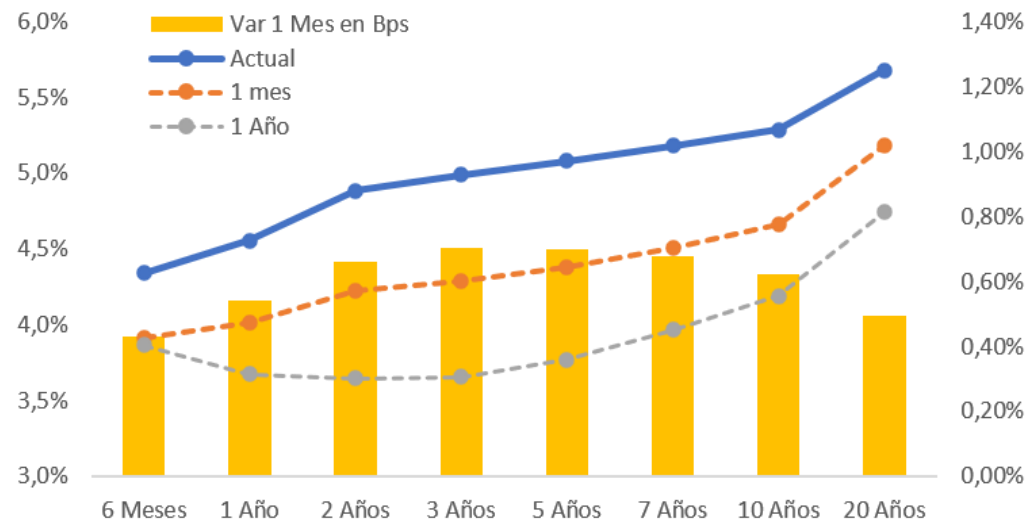
Síntesis: la tasa pega primero por flujo marginal, no por stock completo. El canal de transmisión combina déficit más caro, hogares más selectivos y menor apetito inversor corporativo.

El Mercado recalibró Expectativas sobre tasas en Estados Unidos.

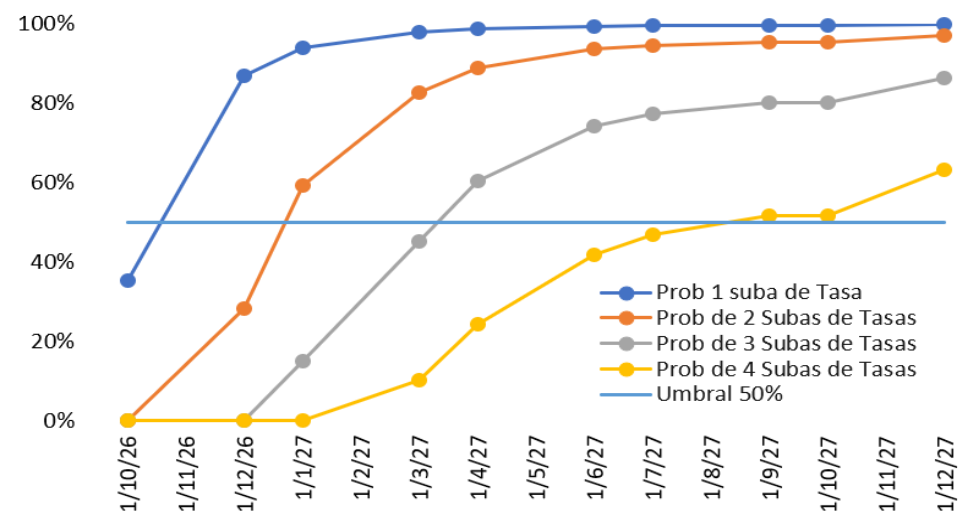
Evolución Precios de Referencia

01/10/26	Soja	Brent	DXY	TB 10 Y	Real	Oro	S&P	
							Index	VIX
Valor	472	102.3	102.1	5.24	5.18	4,202	7,666	16.4
MTD	-0.7%	-1.2%	0.6%	-1.1%	-0.5%	0.4%	0.2%	16.4
Semana	-2.5%	-4.0%	0.8%	1.5%	0.3%	-2.2%	-0.5%	15.9
Vs Max 2025	11.0%	24.7%	-7.1%	9.3%	-15.2%	-6.7%	10.6%	-35.9
YTD	22.6%	68.1%	3.8%	26.1%	-5.5%	-4.2%	12.0%	18.3
Prom vs Prom	14.1%	26.5%	-2.5%	1.7%	-9.5%	43.9%	21.7%	

Cambios en las Curva de Tasas de EE.UU.



Tasa esperada de 4,75% / 5,00% para nuestro ciclo electoral



El mercado viene leyendo la política monetaria de la Fed y anticipando movimientos para los próximos meses. Por ahora va saltando reuniones, una con suba de tasas y otra para ver los resultados.

Para Argentina este escenario implica llegar con tasas libres de riesgo de casi 5% al proceso electoral. De todas maneras, esos valores ya están incorporados en la valuación actual de los diferentes activos. Es lo que está en precios.

Que el “escenario base” sea tan agresivo en términos de suba deja margen para que, ante datos menos contundentes de actividad, la corrección pueda ser positiva para el mercado.

Resumiendo el Impacto sobre la Economía Local

Tasas EE.UU. Altas.

- Encarece fondeo global
- Aumenta tasas reales
- Redirecciona flujos hacia EE.UU.
- Fortalece al dólar

Aumenta Riesgo Emergente

- Necesitan más spread para retener flujos por aumento de tasas reales.
- Castiga el valor de activos emergentes.

Argentina ve relegado el acceso a financiamie nto.

- Necesidad presionar más sobre la compra de dólares.
- Hace necesarios nuevos equilibrios
Tasas > TCN
> Inflación

Nuevos Desafíos

Suba del costo de financiamiento.

Fortaleza del dólar y presión sobre monedas emergentes.

Menores flujos hacia emergentes / debilidad de monedas regionales.

Impacto Positivo

Suba de precios de commodities / Mayor oferta de dólares.

Flujos para proyectos geopolíticamente estratégicos.

¿Cómo queda la hoja de ruta ante el nuevo escenario?

Programa Financiero

- El primer impacto viene sobre el Programa Financiero, en donde el Tesoro empieza a tener dificultades para seguir emitiendo deuda Hard Dollar y necesita presionar sobre el segmento pesos para ir a comprarle los dólares al BCRA.

Política Cambiaria

- Si el BCRA le tiene que vender más dólares al Tesoro, mientras enfrenta la demanda “electoral”, necesita llegar con mayor stock de reservas disponibles. Esto genera mayor necesidad de compras en los meses previos, con el posible impacto sobre el nivel del TCN.

Política Monetaria

- Seguimos pensando que el objetivo central de la política monetaria es bajar la inflación, pero necesitan hacerlo sin romper el equilibrio básico **Tasa de Interés > TCN > Inflación** todo con una sola herramienta a disposición: regular la cantidad de dinero.

Política Fiscal

- Acá aparece una dificultad extra, porque el ancla fiscal no se discute, pero puede implicar un costo adicional en términos electorales si el nivel de actividad no repunta. Todo año electoral requiere más recursos, porque suben las demandas de las provincias y hay menos margen para trasladar aumentos de tarifas.

Programa Financiero – Necesidad de Recuperar Fuentes

El Programa Financiero 2026 está prácticamente cerrado, independientemente de que no se logre emitir deuda en el mercado local antes de fin de año. El Tesoro volvería a comprarle USD al BCRA para tener la caja lista para los pagos de enero.

El desafío es 2027, donde la expectativa inicial era la de emitir USD 5.000 millones en el mercado local y lograr USD 3.500 millones de privatizaciones y otras fuentes.

El equipo económico tiene que avanzar en cerrar esa brecha, porque si bien el BCRA cuenta hoy con reservas para afrontar esos pagos, debilitaría la posición de la entidad y sobre todo, complicaría el equilibrio en el mundo pesos.

Sin acceso a mercado o privatizaciones, el Tesoro necesitaría comprarle USD 21.500 millones al BCRA hasta el momento de las elecciones.

Programa Financiero 2026-2027-2028

USD Millones	2026		2027		2028	
	USD	En %	USD	En %	USD	En %
TOTAL TESORO	2,6	95%	25,0	86%	28,5	97%
FMI	1,1	41%	7,5	26%	9,3	32%
Capital	0,3	12%	4,4	15%	6,6	22%
Intereses y cargos	0,8	29%	3,1	11%	2,7	9%
Resto de Organismos	1,1	42%	5,1	18%	4,6	16%
Capital	0,6	21%	3,2	11%	2,7	9%
Intereses y cargos	0,6	21%	1,9	7%	1,9	6%
Deuda a Mercado	0,2	7%	12,4	43%	14,7	50%
Capital	0,1	4%	8,5	29%	10,6	36%
Interés	0,1	3%	3,9	14%	4,0	14%
Letra ISP	0,0	0%	1,2	4%	0,0	0%
TOTAL BCRA	0,1	5%	3,9	14%	0,8	3%
TESORO + BCRA	2,8	100%	29,0	100%	29,4	100%

FUENTES:	6,5	100%	29,0	100%	29,4	100%
Caja Previa	1,3	20%	3,7	13%	0	0%
Organismos	1,0	15%	6,0	21%	5	18%
Rolleo ISP	0,0	0%	1,9	7%	2	8%
Emisiones	0,0	0%	5,0	17%	13	46%
Privat. + Otros	0,4	6%	3,5	12%	3	9%
Uso Reservas	0,1	2%	3,9	14%	1	3%
Compras al BCRA	3,7	57%	4,9	17%	5	17%

Este es el corazón del DESAFÍO 2027. Armar estrategias de financiamiento que no presionen al BCRA

Programa Financiero: ¿De donde salen los pesos para comprarle los USD al BCRA?

El Tesoro tiene fuertes vencimientos en pesos antes de las elecciones, aunque el 43% de lo que vence es intra sector público.

Tiene que afrontar vencimientos por casi USD 142.000 millones (USD 80.000 millones netos) e ir a buscar los pesos para comprar los dólares que no obtenga de fuentes alternativas.

Acá queda clara la magnitud del desafío. Aunque siempre es importante aclarar que los pisos de rolleo tienden a ser altos por inversores institucionales que están regulados, el precio por ese rolleo puede ir en aumento.

Por lo tanto el desafío pasa por minimizar la necesidad de comprarle dólares al BCRA, para no presionar sobre el programa financiero y las tasas de interés.

Perfil de Vencimientos de la Deuda en Pesos

	IV-26	I-27	II-27	III-27	oct-nov-27	Resto	TOTAL
Tasa Fija	37	23	45	0	0	3	107
Tamar	8	0	0	0	0	53	61
CER	43	7	17	4	1	106	179
DLK	0	7	0	9	0	28	44
Duales	10	3	2	0	0	3	18
TOTAL Arg\$ B	98	40	64	12,4	1,4	193	409
En USD M	64	26	42	8,2	0,9	127	268
En %	23,9%	9,8%	15,7%	3,0%	0,3%	47,2%	100%

Deuda a Mercado (USD Millones)

	PRE ELECCIONES	POST ELECCIONES	TOTAL
Pesos	141.671	126.595	268.266
En %	35,0%	31,3%	66,3%
Dólares	12.560	123.593	136.153
En %	3,1%	30,6%	33,7%
TOTAL	154.231	250.188	404.420
En %	38,1%	61,9%	100%

Programa Financiero: La consecuencia es la suba del Riesgo País.

Suba Tasa Libre de
Riesgo

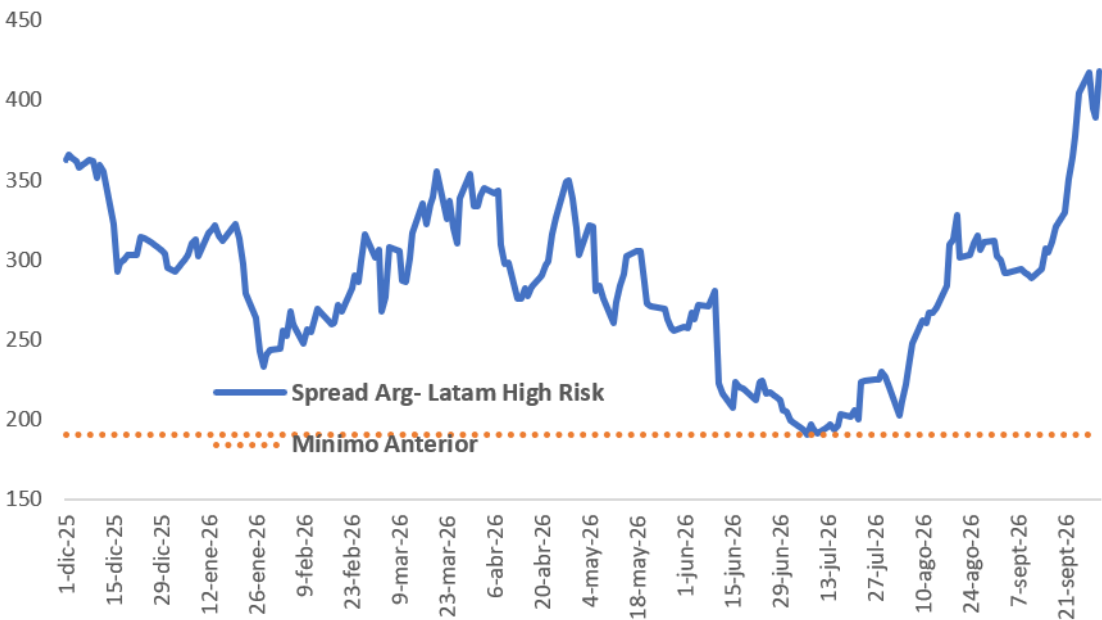


Aumento de Riesgo
Emergente por
flujos hacia EE.UU.



Noticias negativas
en el frente local.

Spread Riesgo País Arg - Latam High Risk



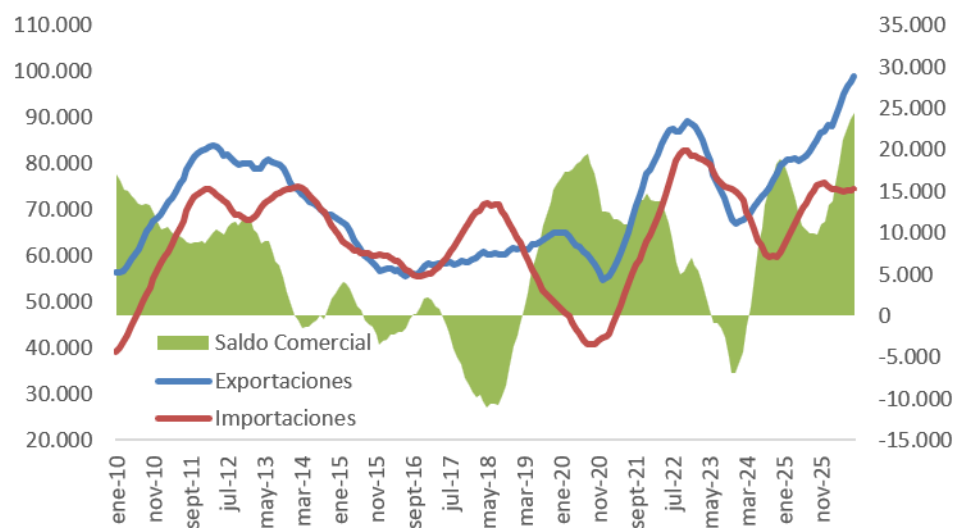
Riesgo País en América Latina

Fecha	jun-26	jul-26	ago-26	1-oct-26	Variación	
					vs Jul-26	vs Ene-25
Uruguay	60	62	66	78	16	-14
Chile	86	86	90	96	11	-25
Latam Low Risk	107	107	110	115	8	-39
Perú	110	108	109	113	5	-44
Paraguay	102	104	107	115	11	-52
Brasil	178	175	176	171	-4	-61
EMBI GLOBAL	216	221	221	187	-35	-107
México (#)	201	205	197	213	8	-101
Colombia (#)	193	188	188	226	38	-99
Honduras (#)	174	162	160	166	4	-231
Latam High Risk (#)	218	213	204	220	7	-139
El Salvador (#)	304	298	272	273	-24	-127
Argentina	455	419	483	636	217	57
Ecuador	403	417	425	488	71	-602
Spread / LHR	237	206	278	416	210	196
Spread / Global	239	198	262	449	251	164

Política Cambiaria: ¿Cuántos dólares puede comprar el BCRA?

- Exportaciones récord, que por primera vez en la historia se acercan a los USD 100.000 millones anuales. Además conviven con importaciones que se recienten por la falta de demanda interna. Eso deriva en USD 18250 millones de excedente comercial en 8 meses y un acumulado 12 meses de casi USD 24.500 millones. Esto también es récord.
- El sector externo está aportando la mayor cantidad de divisas netas de su historia. Esto explica el nivel de tipo de cambio real y los USD 14.500 millones que compró el BCRA en lo que va del año.
- El dato adicional es que esto se viene dando con un crecimiento acumulado de 10% en las cantidades exportadas y una caída de 9,2% de las cantidades importadas. Es decir que el récord se viene dando más allá del efecto precio.
- **¿Cuánto de esta dinámica se puede mantener en 2027?**

Superávit Comercial Récord



Dinámica del Comercio Exterior	Acum 8 Meses	Acumulado Año			Último Mes		
		Valor	Precio	Cantidad	Valor	Precio	Cantidad
EXPORTACIONES	67.248	21,4%	10,4%	10,0%	12,4%	16,0%	-3,1%
Productos Primarios (PP)	16.480	15,3%	-0,3%	15,7%	-14,2%	7,1%	-20,1%
Manufacturas Agropecuario (MOA)	22.206	13,9%	10,5%	3,0%	16,7%	14,2%	2,0%
Manufacturas Industrial (MOI)	17.894	23,9%	16,9%	6,0%	18,0%	15,7%	1,9%
Combustibles y Energía (CyE)	10.667	48,9%	16,5%	27,8%	41,2%	27,0%	12,2%
IMPORTACIONES	48.999	-2,6%	7,3%	-9,2%	3,6%	11,0%	-6,5%
Bienes de Capital (BK)	9.277	-5,9%	7,6%	-12,6%	3,1%	6,3%	-3,0%
Bienes Intermedios (BI)	16.949	4,6%	5,4%	-0,8%	13,4%	11,4%	1,7%
Combustibles y Lubricantes (CyL)	2.833	10,1%	24,6%	-11,6%	68,5%	34,0%	24,3%
Piezas y Acc. Bs de K	8.387	-19,2%	11,5%	-27,6%	-8,8%	9,7%	-16,9%
Bienes de Consumo (BC)	7.193	-0,4%	0,7%	-1,0%	-5,1%	8,6%	-12,5%
Automotriz (VA)	3.469	-1,4%	-13,4%	13,9%	-23,6%	-8,2%	-16,5%
Resto de Importaciones	892	65,4%			12,9%		
SALDO COMERCIAL ACUMULADO	18.249						

Política Cambiaria: El excedente comercial de los próximos meses.

Exportaciones siguen firmes más allá del efecto precio.



Se espera crecimiento de volumen exportado de Petróleo y Gas con los avances en los proyectos de comercialización



El interrogante pasa por las importaciones, pero con baja demanda y costo financiero alto, difícilmente tengan un boom.

Análisis y Proyecciones de Complejos Exportadores

En Millones de USD	2024	2025	2026	2027	Var %
Total de Exportaciones	79.703	87.111	99.000	99.500	0,5%
Sector oleaginoso	22.597	25.046	24.300	22.152	-8,8%
Complejo soja	19.628	21.442	19.526	17.574	-10,0%
Complejo girasol	1.453	2.175	3.342	3.075	-8,0%
Complejo maní	1.194	1.228	1.216	1.277	5,0%
Complejo olivícola	322	201	216	227	5,0%
Complejo petrolero-petroquímico	10.435	11.772	17.206	20.303	18,0%
Sector cerealero	11.452	11.670	13.210	11.881	-10,1%
Complejo maicero	7.264	6.660	6.934	6.546	-5,6%
Complejo triguero	2.764	3.649	4.825	3.860	-20,0%
Complejo cebada	1.212	1.081	1.194	1.194	0,0%
Complejo arrocerero	212	280	256	282	10,0%
Complejo automotriz	9.010	8.784	8.730	9.167	5,0%
Sector minero metalífero y litio	6.801	8.109	11.891	11.216	-5,7%
Sector bovino	5.085	6.249	7.188	8.306	15,6%
Resto de exportaciones	14.322	15.481	16.475	16.475	0,0%

Las importaciones están sintiendo el efecto de la baja demanda interna y del alto costo financiero (no conviene acumular stocks). En 2027, si el clima político es incierto, puede haber aumento en los stocks de productos importados, pero es un movimiento acotado por el alto costo financiero. En 2025 ese proceso resultó perdedor.

Política Cambiaria: ¿De qué depende que el BCRA puede comprar USD?

- El escenario exportador tiene una base sólida, pero debe convertirse en liquidación de divisas.
- Ahí aparece la implicancia del proceso electoral que puede poner presión sobre esas decisiones. La clave sigue siendo que el costo de retener divisas sea mayor al premio por el movimiento esperado del tipo de cambio.
- Si esa premisa se mantiene, para lo cual es necesario que no sobren pesos, la magnitud del shock de demanda de dólares tiene que ser menor al de 2025.
- Para que el BCRA logre acumular divisas a buen ritmo necesita contener el Atesoramiento y promover la liquidación vía préstamos financieros.
- Por ese motivo es que vemos una política monetaria cuidada, en donde no sobran pesos.

¿Puede comprar dólares el BCRA al ritmo que necesita si el Tesoro no logra financiamiento?

Oferta hay, pero puede necesitar un TCR más alto para contener demanda de Atesoramiento y Turismo. El equipo económico busca vender cobertura y lograr oferta de USD spot.

Escenarios de Oferta y Demanda Privada de Dólares

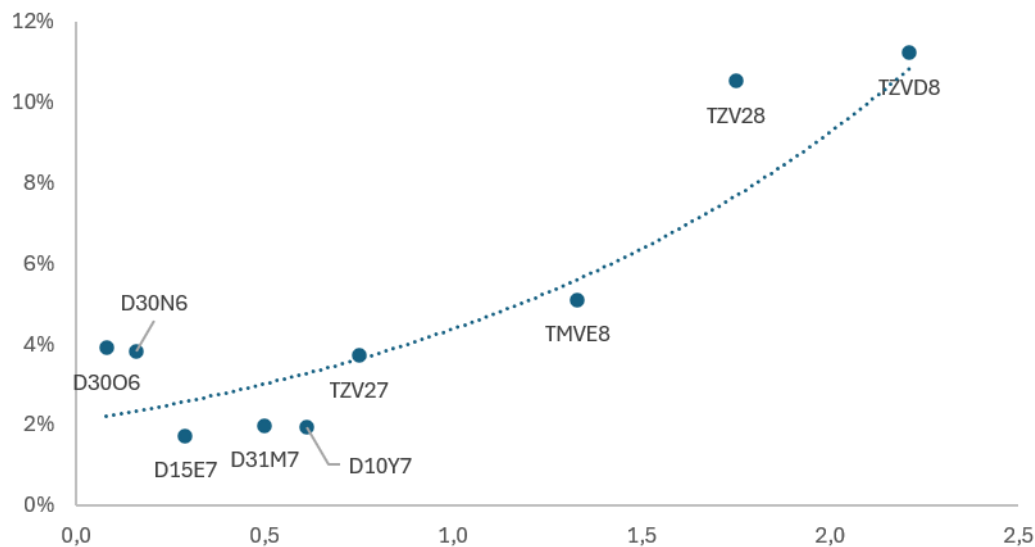
USD Millones x Mes	Abr Dic 25	8M 26	4M 26	¿2027?
EXPORTACIONES	7.803	8.259	8.300	8.500
Cereales y Oleaginosas	3.157	2.866	2.800	2.700
Sector Energético	902	1.253	1.350	1.550
Minería	502	753	750	850
Resto	3.242	3.388	3.400	3.400
POSICIÓN FINANCIERA	1.029	733	650	600
Préstamos Financieros	1.269	1.447	1.400	1.300
Intereses y Dividendos	-241	-713	-750	-700
DEMANDA NETA	9.590	8.425	8.650	8.500
Importaciones	5.746	5.337	5.350	5.550
Sector Energético	436	434	350	300
Resto	5.310	4.902	5.000	5.250
Demanda Estructural	3.844	3.088	3.300	2.950
Turismo	709	658	600	650
Atesoramiento	3.658	2.350	2.650	2.800
Resto	-524	80	50	-500

El Presupuesto 2026 plantea 15% de depreciación del TCN. ¿Es suficiente?

Política Cambiaria: ¿De qué depende que el BCRA puede comprar USD?

- Para poder comprar dólares el Tesoro, en conjunto con el BCRA, vienen colocando en el mercado títulos Dollar Linked. En total llevan emitidos USD 12.000 millones. El mercado además tiene USD 3.500 millones adicionales de cobertura en futuros de TCN.
- En total el Tesoro ha colocado esos USD 12.000 millones a devaluación + 4,6%. Es una tasa claramente inferior a lo que le cuesta hoy colocar USD. Aunque el 85% está colocado todavía con fecha de vencimiento previa al proceso electoral. El desafío nuevamente es pasar el umbral. Cuando lo hace, el costo de la cobertura crece exponencialmente.

El Tesoro activo ofreciendo Cobertura Dollar Linked

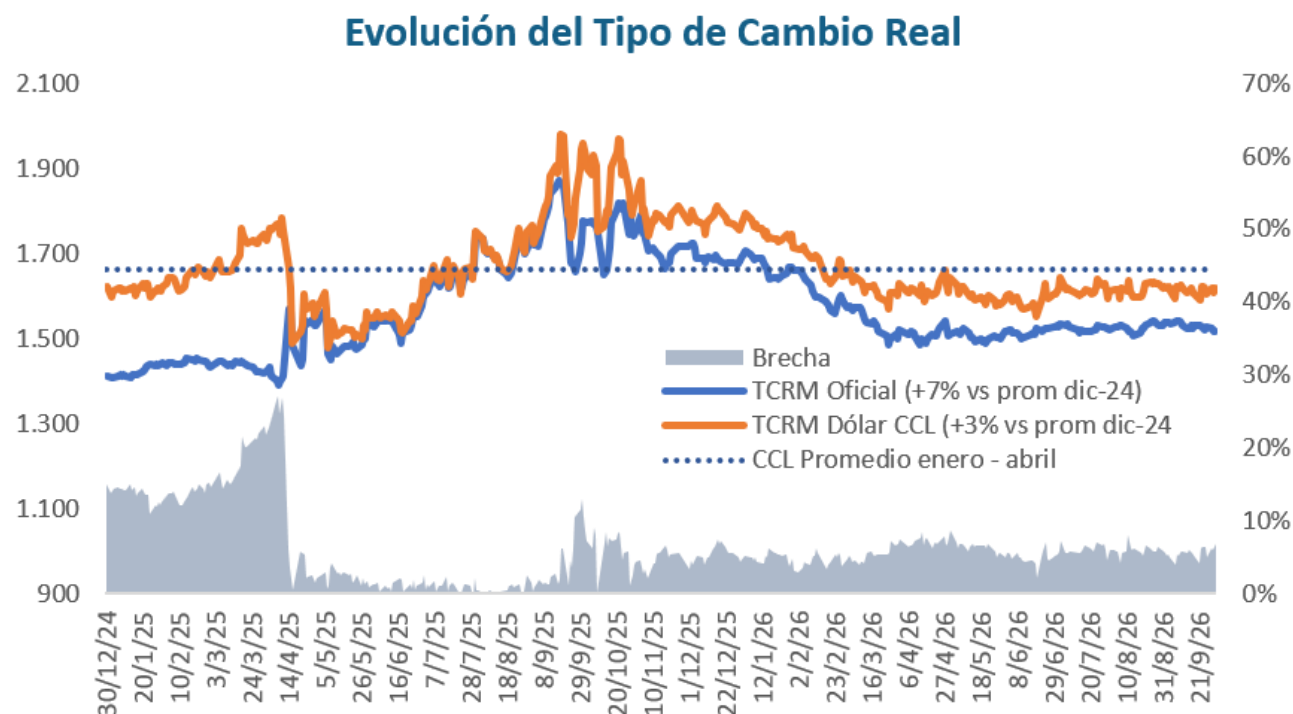


Posiciones de Cobertura DLK por Fecha

USD M	DLK	ROFEX	TOTAL USD / %	
oct-26	5.349	1.668	7.017	45,3%
nov-26	1.344	578	1.922	12,4%
dic-26		516	516	3,3%
ene-27	911	168	1.079	7,0%
mar-27	942	382	1.324	8,6%
may-27	604	132	736	4,8%
jun-27	865	34	899	5,8%
jun-28	1.095	28	1.123	7,3%
dic-28	862		862	5,6%
TOTAL	11.971	3.506	15.477	100%

Política Cambiaria: Un mirada desde el Tipo de Cambio Real

- El nivel de TCRM está claramente en sus niveles más apreciados de los últimos 25 años. Pero luego de analizar el boom exportador y el nivel de importaciones, es entendible que se mantenga en esos valores. Más allá de la volatilidad que pueda existir el año próximo, estamos ante un contexto en donde es lógico esperar un peso fuerte.
- La principal inconsistencia hoy viene dada por el nivel de brecha cambiaria, donde queda claro que los controles remanentes están teniendo más “efecto y costo” en la operatoria CCL que en el MEP, donde la oferta de individuos ha mantenido ese spread muy bajo.
- El Presupuesto 2026 proyecta TCRM estable para el año próximo. En 2025 se necesitó una corrección transitoria del TCRM para compensar el aumento de demanda de divisas.

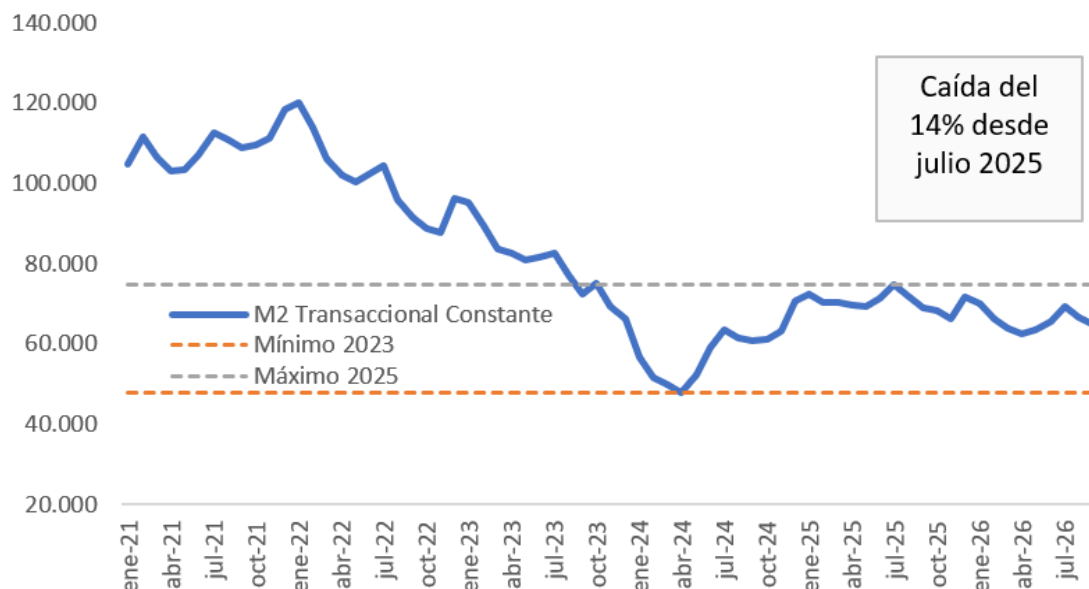


		TCR Oficial	TCR CCL	Brecha
Promedio 2001		1.201	1.213	1%
Promedio 2002-2023		2.196	2.647	21%
Promedio 2003-07		2.814	2.832	1%
Promedio 2011-15		1.816	2.402	32%
Stress	jun-02	3.507	3.535	1%
	oct-20	2.102	4.321	106%
	jul-22	1.617	3.840	137%
	oct-23	1.581	4.118	160%
	ene-24	2.349	3.465	48%
	abr-25	1.401	1.763	26%
	oct-25	1.811	1.935	7%
NIVEL ACTUAL		1.518	1.619	7%
Promedio SIN CEPO		2.352	2.417	3%
2002-2011		2.671	2.701	1%
2015-2019		1.777	1.792	1%
2025-2026		1.584	1.699	7%
Promedio CON CEPO		1.795	2.817	57%

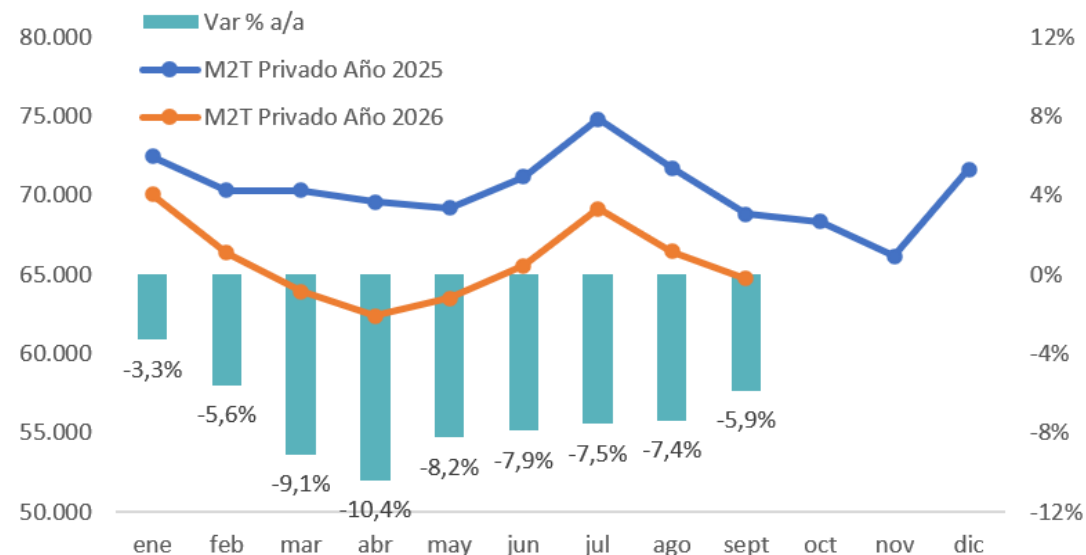
Política Monetaria: El foco puesto en que no sobren pesos

- La estrategia sigue siendo la misma, tratar de acumular dólares y evitar que sobren pesos.
- La Demanda Real de Dinero no se recupera y la economía sigue desmonetizada. La caída en relación al año pasado es del 6% real en septiembre, pero promedio 7,5% en los primeros 8 meses del año. La transaccionalidad en dólares no compensa el bajo grado de monetización.
- Esta es una barrera de cara al año electoral. La baja monetización minimiza el riesgo de presión cambiaria, pero no ayuda en términos de nivel de actividad. En especial en una economía que necesita de manera urgente la tracción del crédito.
- El bajo nivel de monetización es en parte consecuencia de la suba que se ha dado de la tasa real de interés. Hay menos dinero transaccional y el crédito no está funcionando como creador secundario de pesos.

Caída en la Demanda Real de Dinero



BCRA cuidando el nivel de los Agregados



Política Monetaria: Sin mecanismos para crear pesos.

- El BCRA crea pesos cuando compra divisas, algo que viene haciendo a un ritmo mucho más bajo.
- Pero Tesoro y el mismo BCRA las absorben con diferentes objetivos. La consecuencia es un nivel de agregados monetarios que no aumenta.
- **La economía sigue muy desmonetizada. ¿Alcanzará para mitigar presiones cambiarias en 2027?**

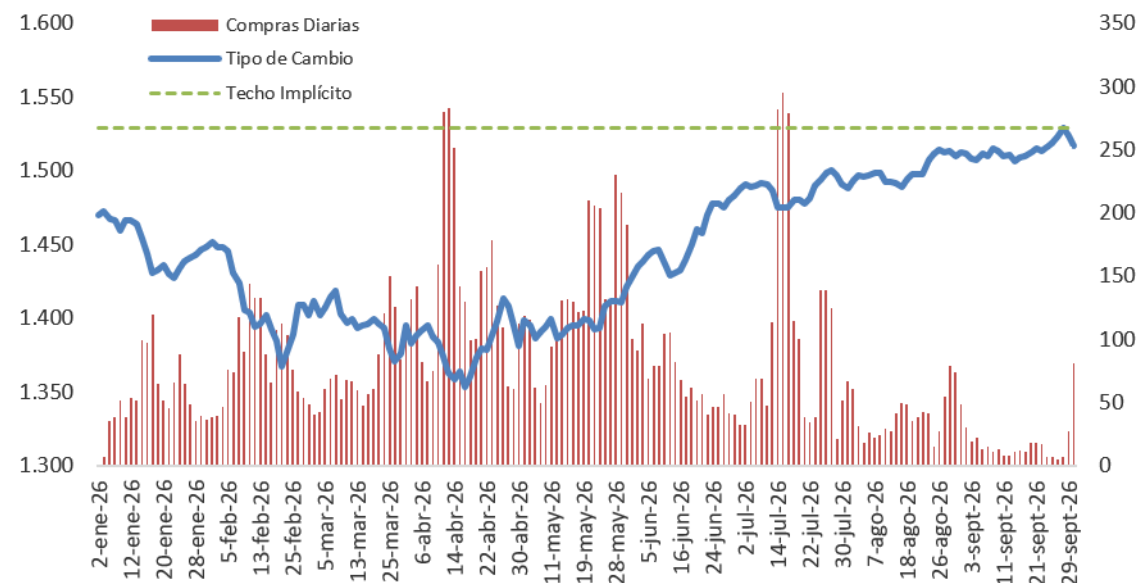
BCRA comprando menos del 5% del volumen operado

USD Miles	I-26	II-26	jul-26	ago-26	sept-26	Acum YTD
Stock de Reservas	42.052	44.870	47.599	48.258	46.799	5.632
Var de Reservas	885	2.818	2.729	660	-1.979	5.113
Compras Sec Priv	4.386	6.789	2.163	770	473	14.580
OO.II.	-1.692	-555	-93	-886	-1.278	-4.503
Tesoro	-3.504	1.756	-1.140	13	-122	-2.998
Encajes	-754	-1.960	1.307	-41	-258	-1.705
Otros / Valuaciones	2.448	-3.212	492	804	-794	-262
Compras Diarias	52	113	103	18	22	70
% Vol. Operado	11,9%	19,2%	17,5%	3,3%	3,4%	13,5%

VAR Base Monetaria	I-26	II-26	jul-26	ago-26	sept-26	Acum YTD
VAR Base Monetaria	-1,7	4,4	-0,7	1,3	-1,3	3,4
Compra de USD	6,2	9,5	3,2	1,2	0,7	20,1
Tesoro	-7,3	1,7	-2,4	0,5	-0,4	-7,5
Otros BCRA	-0,6	-6,7	-0,3	-0,4	-1,7	-8,0
Crédito en Pesos	4,5	7,9	0,5	1,5	-1,2	13,1
Depósitos en Pesos	3,6	14,4	2,7	1,8	2,6	25,2
Dep Privados	2,0	12,8	4,4	1,0	-3,1	17,1
Dep Públicos	1,6	1,6	-1,6	0,9	5,7	8,2

	Stock Actual			Histórico 2004-2023 (% PBI)		
	Arg\$ Bill	Var % a/a	% PBI	Prom	Máx	Mín
Efectivo	26,5	23%	2,2%	5,3%	7,2%	2,0%
Encajes (en % depósitos)	17,6	-1%	12,6%	16,3%	26,0%	5,4%
Base Monetaria	46,3	12%	3,8%	8,0%	10,7%	2,8%
Medios de Pago (M2)	91,4	22%	7,5%	13,3%	16,7%	8,6%
M Pago Transac. (M2T)	64,8	25%	5,3%			
Masa Monetaria (M3)	184,0	29%	15,0%	21,1%	25,3%	15,0%
Pasivos Remunerados	2,1	-55%	0,2%	5,8%	11,0%	2,4%
Reservas Internacionales	50.021	25%	6,2%	9,4%	15,9%	3,4%

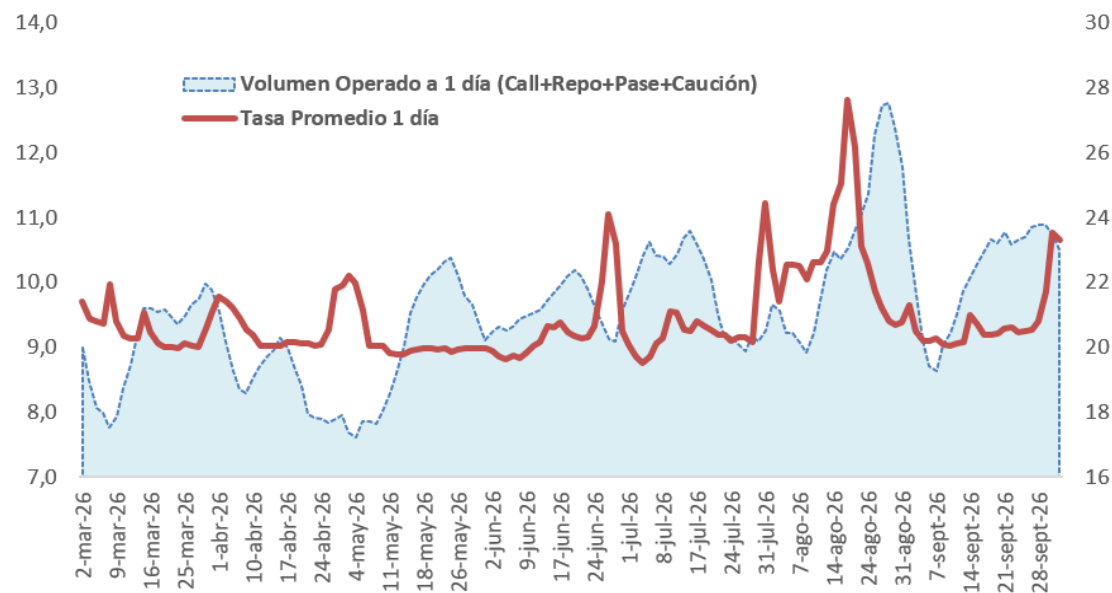
Movimiento del TCN y Compras Diarias del BCRA



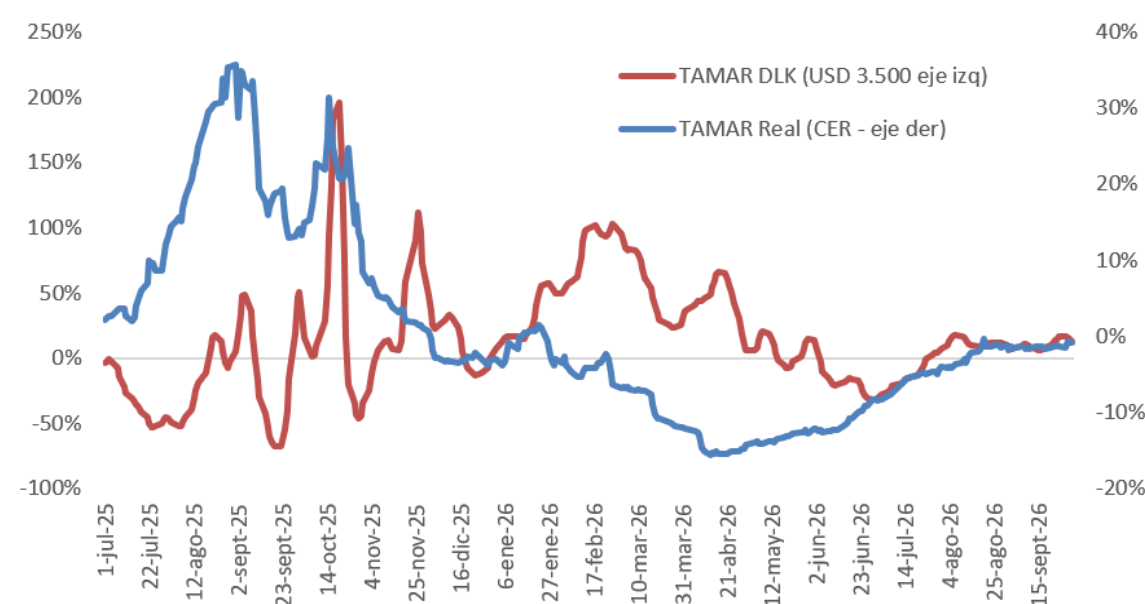
Política Monetaria: Con la liquidez justa, ¿dónde quedan las tasas?

- El BCRA y el Tesoro siguen regulando la liquidez como principal herramienta monetaria. Pero con múltiples objetivos.
- Por ahora han logrado que tasas en dólares y tasas reales sean levemente positivas, pero no terminan de eliminar la volatilidad de las tasas cortas. El desafío es combinar la demanda de cobertura, con las licitaciones del Tesoro, con la estacionalidad, etc. Cuando alguna variable queda desajustada, rápidamente suben las tasas a 1 día.
- Mientras tanto, se le sigue complicando al Tesoro encontrar los incentivos para estirar el perfil de vencimientos de su deuda.

Liquidez y Volatilidad de Tasas



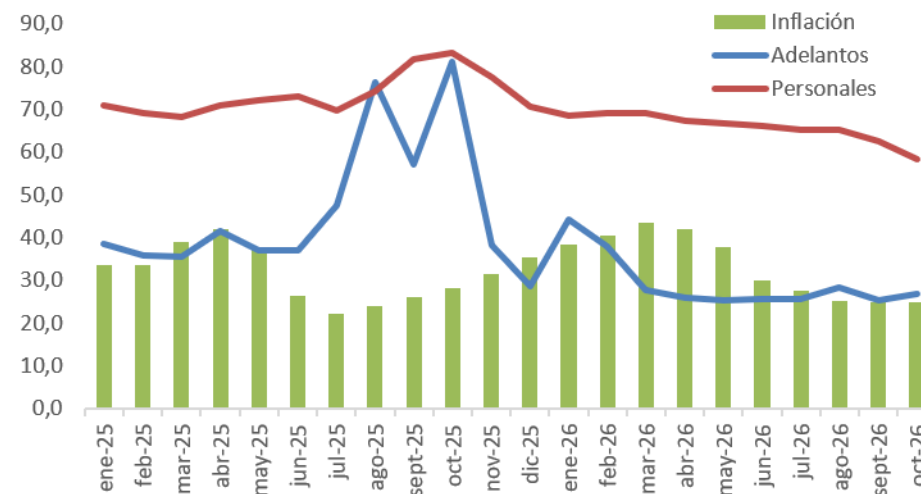
Tasas Reales y Tasas en Dólares



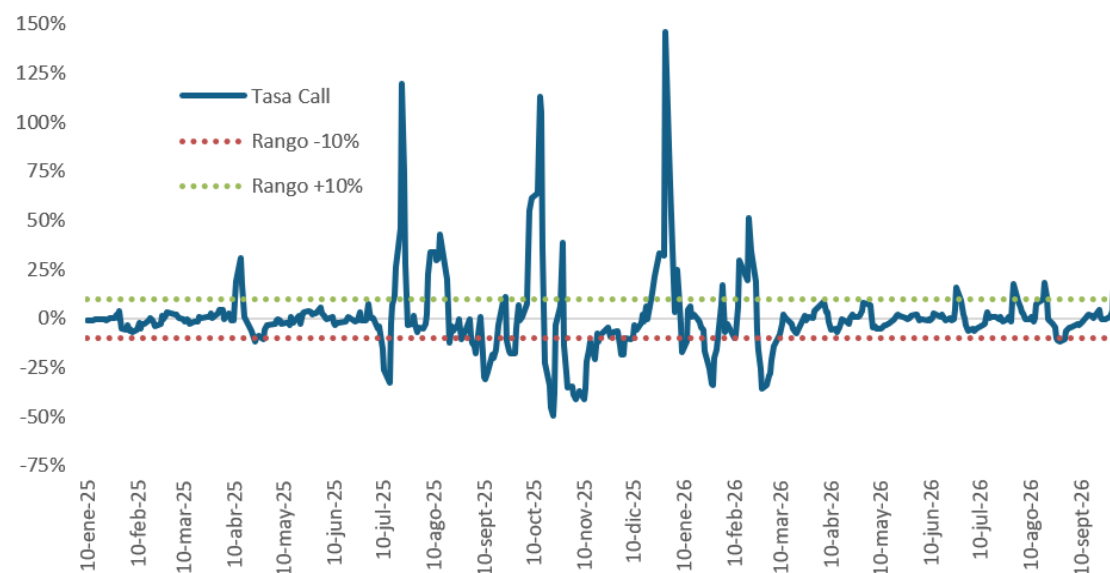
Política Monetaria: Con la liquidez justa, ¿dónde quedan las tasas?

- El BCRA logró acotar la volatilidad de tasas, aunque no eliminarla. Eso parece haber sido suficiente para empezar a generar una baja en las tasas activas. Para los bancos implica una reducción en sus spreads.
- El BCRA lo ha planteado como un objetivo, lo necesitan para aumentar el crédito, potenciar el consumo y remonetizar la economía sin riesgo de dolarización.

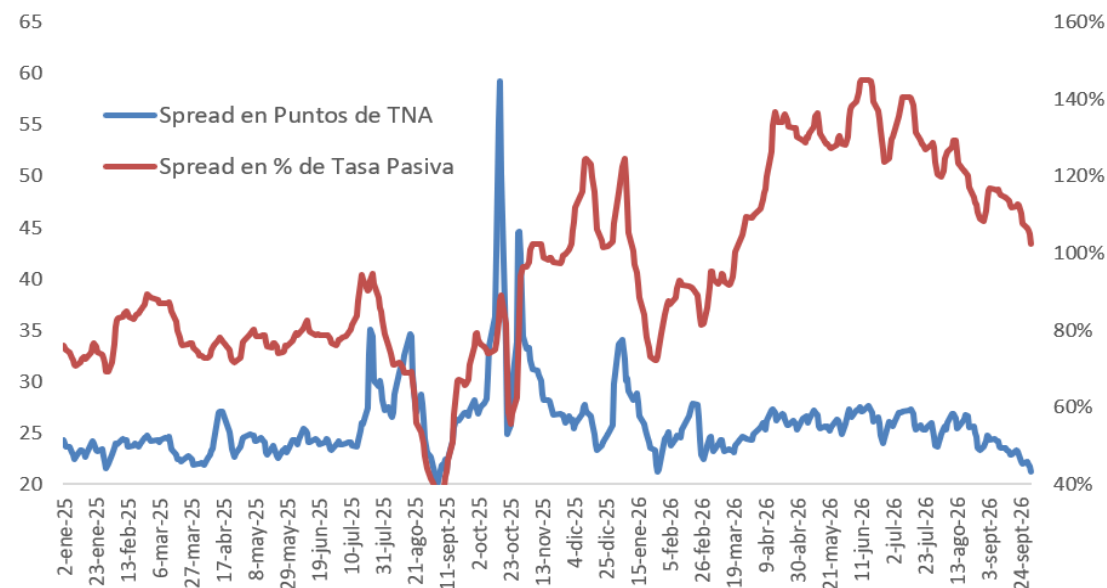
Baja la Tasa de Personales.



Midiendo la Volatilidad de Tasas



Empezaron a bajar spreads



Política Monetaria: ¿Por qué la liquidez está tan ajustada?

Mundo Pesos:

- Tractionan más los depósitos públicos que los privados.
- El crédito a familias sin reacción.

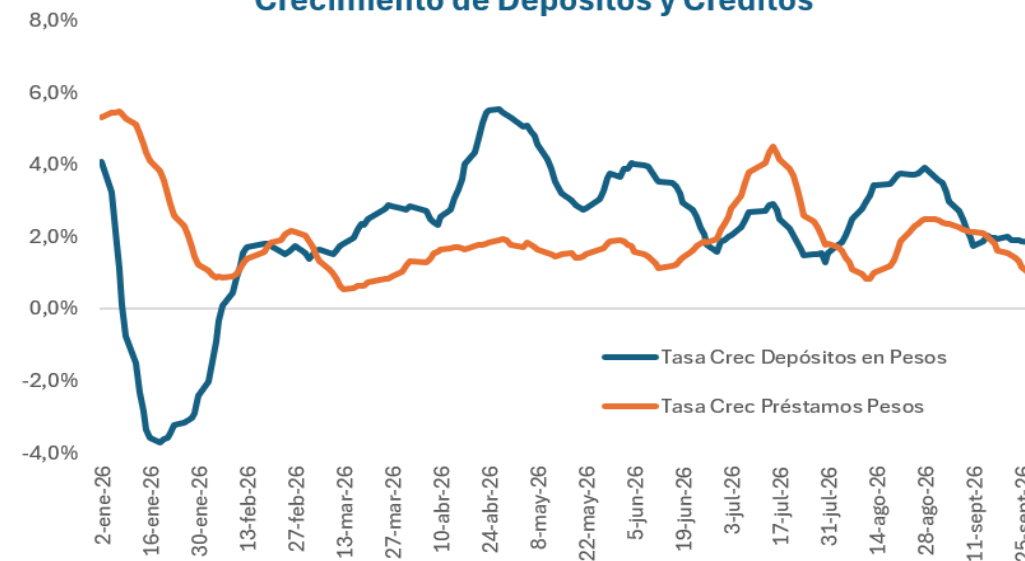
Mundo Dólar:

- Empuja el crédito, pero las tasa no atraen a los depositantes.
- Hacia niveles más justos de liquidez.

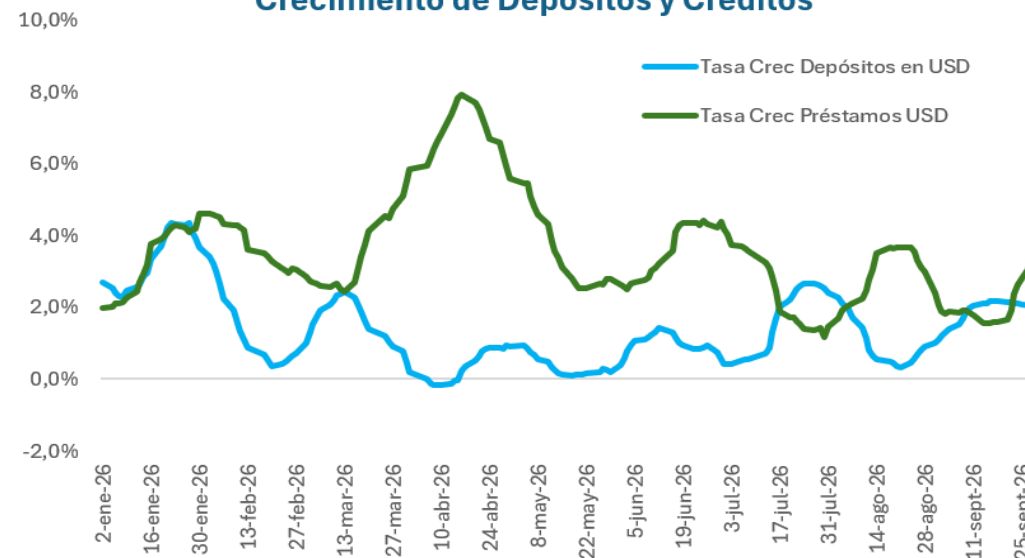
Datos en Arg\$ Bill	Stock	Variación % Mensual Promedio			Var Abs 1 Mes
	sept-26	1 mes	3 Meses	12 Meses	
Depósitos Priv Arg\$ Bill	123,0	1,8%	1,7%	2,3%	2,2
Cuenta Corriente	21,3	-2,0%	0,4%	1,9%	-0,4
Caja de Ahorro	30,3	0,8%	1,4%	1,7%	0,2
Plazo Fijo	68,0	3,7%	2,4%	2,6%	2,4
Plazo Fijo UVA	1,3	-0,7%	-5,2%	13,3%	0,0
Otros	2,1	1,2%	1,0%	2,7%	0,0
Depósitos Púb Arg\$ Bill	37,9	2,3%	5,1%	2,1%	0,9
Depósitos USD Mill	44.124	1,5%	1,5%	2,0%	636
Privado	41.479	2,2%	1,7%	2,1%	880
Público	2.645	-8,5%	-1,9%	0,4%	-245

Datos en Arg\$ Bill	Stock	Variación % Mensual Promedio			Var Abs 1 Mes
	sept-26	1 mes	3 Meses	12 Meses	
Préstamos Arg\$ Bill	104,9	1,1%	2,1%	2,4%	1,1
Adelantos	10,9	-3,2%	3,0%	2,9%	-0,4
Documentos	25,9	2,9%	3,3%	2,7%	0,7
Hipotecarios	8,8	4,7%	4,4%	4,9%	0,4
Prendarios	6,5	2,6%	1,3%	1,4%	0,2
Personales	21,9	1,3%	1,3%	1,7%	0,3
Tarjetas	23,5	-0,7%	0,4%	1,5%	-0,2
Otros	7,4	1,4%	3,1%	4,2%	0,1
Préstamos USD Mill	25.713	2,8%	3,0%	2,9%	708

Crecimiento de Depósitos y Créditos



Crecimiento de Depósitos y Créditos



Política Fiscal: Sin Margen de Acción.

El Impacto Negativo del Nivel de Actividad en la Recaudación

Datos en Arg\$ MM	Año 2026		Var % Real	
	8M	ago-26	8M	ago-26
TOTAL RECURSOS	14.047	15.027	-4,1%	-1,0%
Vinculados a Actividad	5.630	6.200	-5,3%	-5,9%
IVA neto de reintegros	2.787	3.057	-6,4%	-4,9%
Débitos y créditos	1.386	1.492	-4,1%	-9,1%
Impuestos internos	148	148	-15,0%	-18,8%
Resto tributarios	871	990	8,8%	7,3%
Derechos de importación	437	512	-20,5%	-18,5%
Resto de Impuestos	7.244	7.622	-4,8%	7,8%
Ganancias	1.425	1.618	5,7%	12,1%
Seguridad social	5.024	4.989	-3,4%	-0,8%
Bienes personales	114	55	7,7%	-4,5%
Derechos de exportación	680	960	-28,6%	76,8%
Otros Recursos	1.174	1.205	7,0%	-20,5%
GASTO PRIMARIO	12.512	13.037	-2,4%	-0,5%
Prestaciones Sociales	8.409	8.401	-2,0%	0,1%
Subsidios Económicos	919	1.271	13,7%	2,4%
Transferencias a Provincias	157	168	-43,2%	-15,2%
Gastos de capital	259	404	-2,3%	42,5%
Otros Gastos	10.076	2.793	-2,6%	-6,5%
RESULTADO PRIMARIO	1.535	1.990	-16,1%	-4,3%
Intereses Pagados Deuda	1.243	1.355	-2,7%	-13,0%
RESULTADO FISCAL	292	636	-47,1%	21,9%

- La dificultad para que se consolide el nivel de actividad se está trasladando a la recaudación tributaria, que cae en términos reales.
- En agosto ayudó la liquidación de ganancias y la comparación con mes con retenciones disminuidas en 2025.
- Los impuestos vinculados al nivel de actividad cayendo casi 6% interanual en el último mes.
- En diciembre empieza a impactar el FAL, por eso se entiende el esfuerzo por aumentar el aporte de otros impuestos (Imp al Cheque).
- Por ahora, no se ve margen para postergar aumentos de precios regulados ni para avanzar con eliminación de impuestos.
- Superávit fiscal acumulado de 8 meses llega a USD 1.600 millones.

Equilibrio General: ¿Cómo impacta la Macro en la Micro?

¿Qué está pasando con el Nivel de Actividad?

Programa Financiero:

- + Tesoro necesitando sacar más pesos.
- + BCRA con necesidad de comprar muchos USD

Política Cambiaria:

- + Tipo de Cambio apreciado.
- + Incertidumbre Electoral

Política Monetaria:

- + Restricción en la cantidad de pesos.
- + Tasas reales altas para contener tipo de cambio.

Política Fiscal:

- + Necesidad de mejorar recaudación.
- + Sin margen para gastar ni bajar impuestos.

Ninguno de los ejes económicos hoy potencian el nivel de actividad.

El sostén lo ponen las exportaciones y los sectores estratégicos.

El principal problema es el costo político – social.

Equilibrio General: Los sectores mayoritarios todavía no traccionan.

- Los sectores de mejor dinamismo tienen un peso directo en el PBI apenas mayor al 15% y generan poco empleo.
- Los sectores empleo intensivos están con una dinámica fuertemente negativa.
- El motivo principal es la falta de demanda interna, porque no se percibe un problema cambiario dado el fuerte superávit comercial y la caída en las importaciones.
- El problema es que esos sectores empleo intensivos que tienen poca demanda, están presentando fuertes dificultades y eso tiene un costo social alto.
- El camino elegido para recuperarlos es bajar la inflación y tratar de disminuir el costo financiero. ¿Será suficiente?

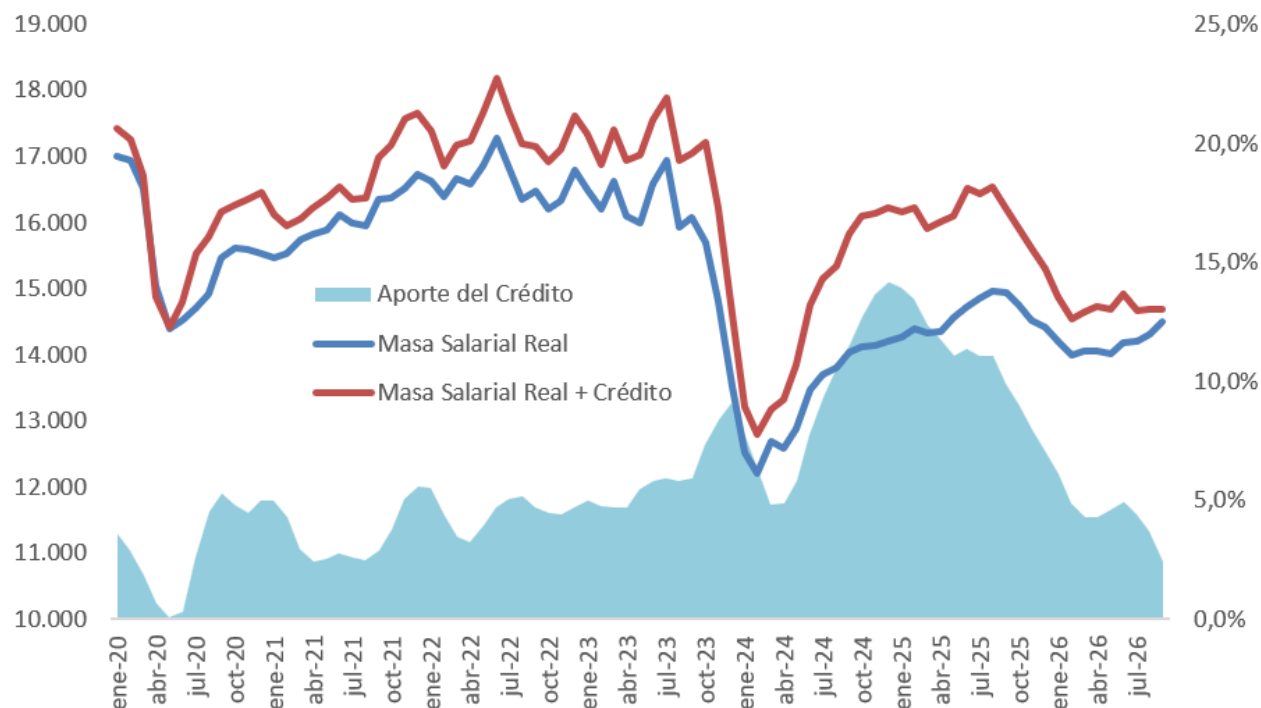
	Peso Sectorial	Var % Interanual				
		III-25	IV-25	I-26	II-26	jul-26
Indice Agro, Petróleo y Minería	15,4%	5,1%	14,0%	16,7%	9,3%	3,8%
Sector Agropecuario	9,5%	1,0%	18,7%	19,6%	6,9%	0,7%
Petróleo y Minería	5,9%	10,3%	8,4%	12,4%	16,4%	8,4%
Indice Resto de Sectores	84,6%	1,6%	0,0%	0,6%	0,3%	-1,5%
Industria Manufacturera	22,3%	-2,2%	-5,1%	-1,8%	-2,1%	-4,6%
Comercio Minorista y May.	14,6%	-0,5%	-2,4%	0,0%	0,0%	-5,1%
Transporte y Comunicaciones	7,2%	2,1%	2,1%	2,2%	1,6%	-1,5%
Act. Empresariales	12,9%	3,7%	1,9%	0,9%	0,7%	0,0%
TOTAL EMAE	100,0%	2,0%	1,5%	2,5%	2,0%	-0,9%



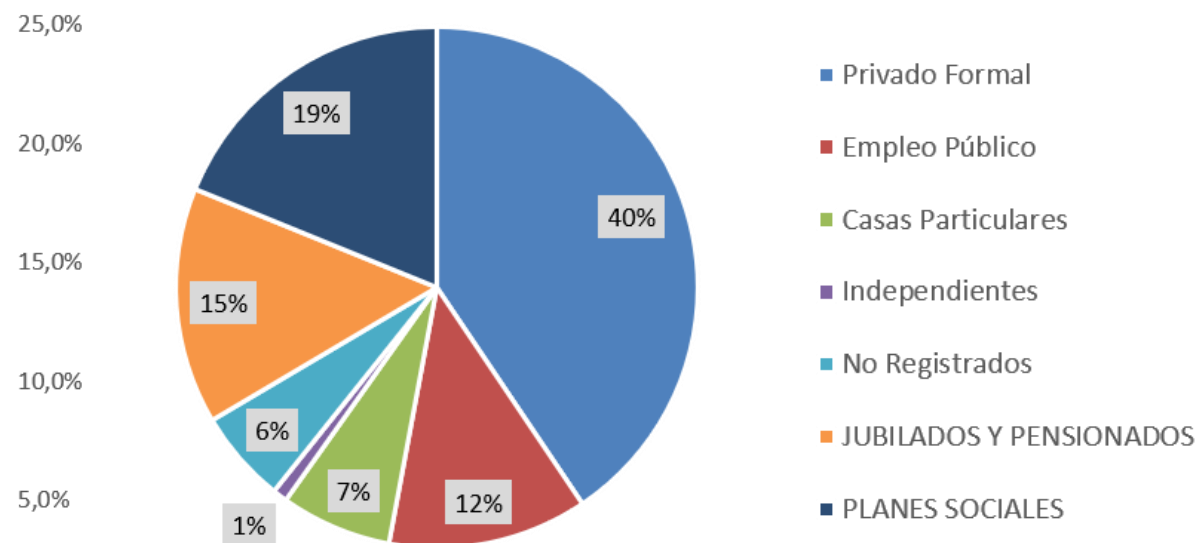
Equilibrio General: Se recupera el Salario Real, pero el crédito se hunde.

- La Masa Salarial Real refleja una gradual recuperación de los ingresos reales, pero el ingreso disponible sigue deprimido ante la fuerte contracción del crédito a los hogares.
- Esto deja claro por qué los sectores de bienes durables y semidurables no logran traccionar. Lo mismo sucede con el consumo minorista, porque las tarjetas de crédito también reflejan un comportamiento asimilable a sobreendeudamiento.
- Estas cifras dejan claro por qué el equipo económico sigue poniendo foco en bajar inflación y tasas de interés.

Evolución del Poder de Compra



Mapa de Personas con Ingresos



Equilibrio General: La mirada más exigente pide baja de inflación + actividad

- Los últimos meses han dejado claro que no alcanza con que baje la inflación. La sociedad ha ido endureciendo la mirada y pondera cada vez más la recuperación de la actividad.
- Julio y agosto parecen haber sido meses malos para la actividad, más allá de las dificultades para analizar series desestacionalizadas con tanta volatilidad.
- En términos relativos a otros mandatos, la gestión actual se mantiene en el rango superior. Es de los que menos perdió contra su punto de inicio, pero no alcanza para asegurar un proceso electoral tranquilo.
- MM con mejor imagen a esta altura de su gobierno, igual perdió las elecciones.
- ¿Es este el motivo de la suba del Riesgo País?

Recupera el Salario Real, pero sin crédito

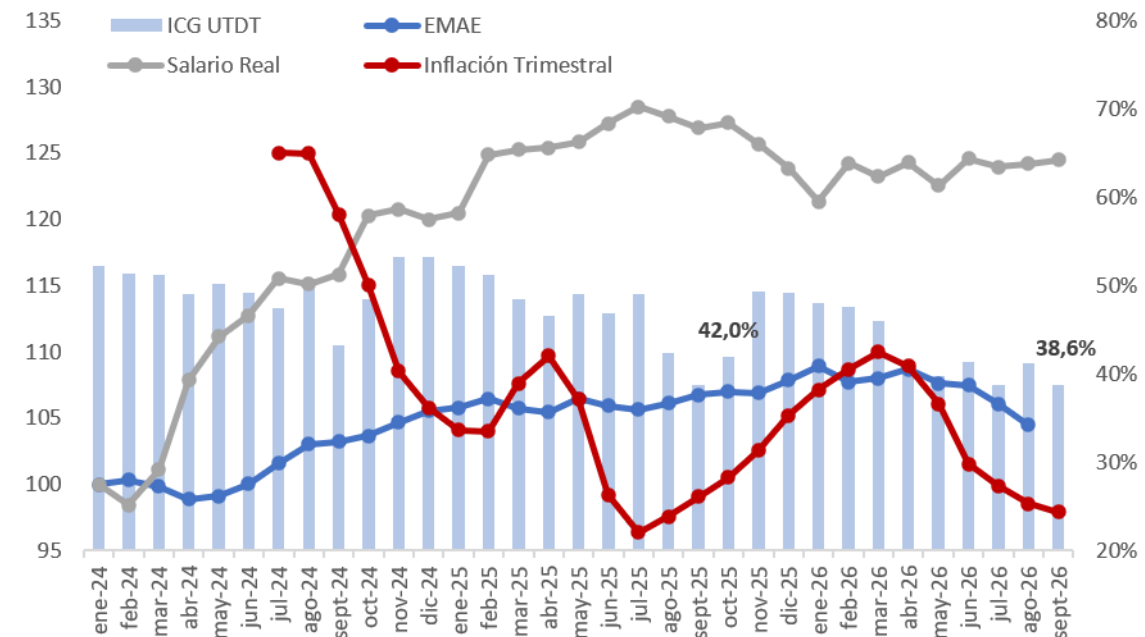


Imagen de Gobierno UTDT

	Inicio	15M	30M	32M	Var %
NK	3,14	2,07	2,19	2,26	-28,0%
CFK	2,37	1,36	1,59	1,69	-28,7%
CFK	2,75	1,83	1,51	1,87	-32,0%
MM	3,14	2,32	1,94	2,01	-36,0%
AF	2,32	1,78	1,3	1,12	-51,7%
Promedio	2,74	1,87	1,71	1,79	-34,8%
JM	2,86	2,42	1,94	1,94	-32,2%



Aumento de Combustibles

- La suba impacta parcialmente en septiembre y pleno en octubre.
- Al precio actual del Brent, se necesitan 9 puntos adicionales de aumento para llegar a equilibrio.



Precio de Granos

- Se sumaron problemas climáticos con bélicos. La suba de granos ayuda desde lo cambiario, pero complica desde la inflacionario. Impacta fuerte en alimentos.



Precio de la Carne

- Por ahora no se ha impactado en suba de precio de ganado en pie.
- La baja demanda lo mantiene contenido, pero puede llegar en especial en pollo y cerdo.

- El Mercado corrigió su expectativa de inflación y la llevó al 31% para 2026. El precio de combustible presiona al alza.
- La suba de alimentos todavía no está en línea con lo que se necesita para una aceleración fuerte de la inflación.
- Octubre se define en la primera semanas por servicios y precios regulados.

Otra vez los shocks externos complican la baja inflacionaria

Var %		I-26	abr-26	may-26	jun-26	jul-26	ago-26	sept-26	oct-26
Inflación Mensual		3,1%	2,6%	2,1%	1,9%	2,1%	1,7%	1,8%	2,0%
Efecto Arrastre		1,6%	1,6%	1,2%	0,8%	1,1%	1,0%	0,8%	1,1%
Aumento Neto		1,5%	1,0%	0,9%	1,1%	0,9%	0,7%	1,0%	0,9%
Ritmo Anualizado	Mensual	44,0%	35,8%	29,1%	25,1%	28,5%	21,8%	24,6%	27,0%
	Trimestral	44,0%	41,8%	37,7%	29,9%	27,6%	25,1%	25,3%	24,8%
	Anual	32,7%	32,4%	33,2%	33,5%	33,8%	33,5%	33,3%	32,9%
Bienes		2,7%	2,5%	2,0%	1,4%	1,6%	1,4%		
Servicios		3,8%	2,6%	2,5%	2,9%	3,1%	2,0%		
Estacional		1,8%	0,0%	3,5%	3,4%	4,5%	-0,9%		
Núcleo		3,0%	2,3%	1,9%	1,6%	1,8%	1,8%		
Regulados		3,9%	4,7%	2,4%	2,3%	2,1%	2,2%		

Estrategia de Asset Allocation

Retornos por Activos	YTM	Retorno		Estrategia - Posicionamiento
		7d	30D	
ARS Lecap				Neutral
Corta (Hasta 90d)	24,9%	0,5%	2,2%	Neutral
Media (Hasta 365d)	29,1%	0,5%	1,9%	Underweight
Larga (Mayor 365d)	31,0%	0,4%	0,0%	Underweight
Duales CER-TAMAR				Neutral
Corto (hasta 365d)	2,5%	0,5%	2,3%	Overweight
Medio (Hasta 730d)	9,3%	0,6%	2,9%	Underweight
Largo (Mayor a 730d)	10,4%	0,9%	2,3%	Underweight
ARS Boncer				Neutral
Corto (hasta 365d)	3,5%	1,1%	3,1%	Overweight
Medio (Hasta 730d)	8,4%	0,6%	2,7%	Neutral
Largo (Mayor a 730d)	8,9%	0,0%	0,5%	Underweight
Dollar Linked				Neutral
Corta (Hasta 90d)	6,3%	0,4%	1,1%	Overweight
Media (Hasta 180d)	3,5%	0,6%	1,6%	Underweight
Larga (Mayor 365d)	6,8%	0,0%	1,0%	Neutral
Duales DLK-TAMAR	5,2%	0,77%	2,93%	Neutral
Retornos por Activos	YTM	Retorno		Estrategia - Posicionamiento
		7d	30D	
USD BCRA Bopreal MEP	4,56%	3,85%	4,10%	Neutral
USD Globales MEP				Neutral
Corto	8,2%	-36,4%	-37,4%	Neutral
Medio	11,1%	2,9%	-2,8%	Underweight
Largo	11,1%	-2,6%	-7,9%	Underweight
USD Bonares MEP				Neutral
Corto (27-28)	7,8%	3,2%	1,9%	Overweight
Medio (29-30)	11,4%	1,8%	-0,7%	Neutral
Largo (35-41)	12,6%	0,9%	-4,9%	Underweight
S&P Merval USD		2,6%	0,3%	Neutral