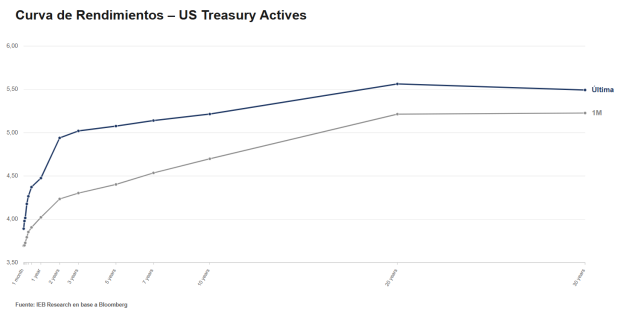
IEB | Argentina Weekly

Viento de frente

25 de septiembre de 2026

La economía de EE. UU. continúa exhibiendo señales de mucha fortaleza. La encuesta de S&P Global, realizada a los gerentes de compra (PMI) mostró valores que no se observaban desde el boom post pandemia. El mercado reaccionó rápidamente: la tasa de diez años del Tesoro de EE. UU. volvió a superar el 5%; llegando a valores que no se veían desde 2007 -justo antes de la crisis sub-prime. **Más aún, volvieron a incrementarse las probabilidades que le asignan los agentes del mercado a una nueva suba en la tasa de referencia de la FED en octubre (actualmente en 64%).**

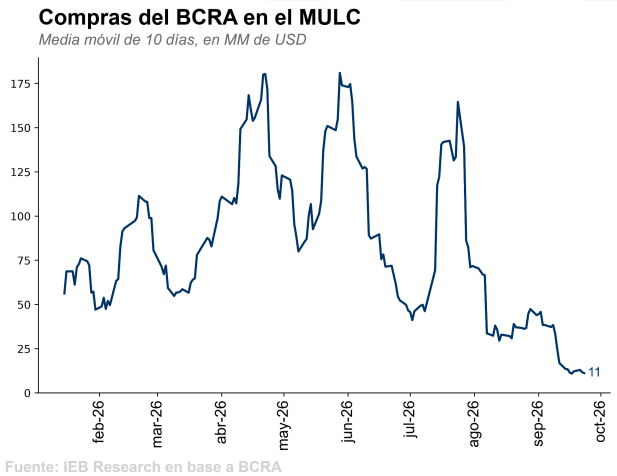


El dólar se ha fortalecido (el DXY opera cómodamente por encima de los $101) y los activos de riesgo y mercados emergentes han factorizado este escenario negativo. Siempre hacemos hincapié en el hecho de que situaciones como estas son las que ponen de relieve la solidez de la macro argentina. **En el pasado, shocks externos como estos habrían impactado muy negativamente en Argentina.** Hoy, el impacto se focaliza en riesgo país y valuación de los activos argentinos pero FX, tasas, reservas e inflación quedan controladas por la fortaleza del ancla fiscal.

Esta dinámica parece tener un efecto novedoso: en el mercado local "pasa poco" y las miradas se centran en lo que ocurre en el mundo. **Consideramos que será la política la que poco a poco vaya traccionando nuestra atención, a medida que vayamos acercándonos al evento electoral de 2027.**

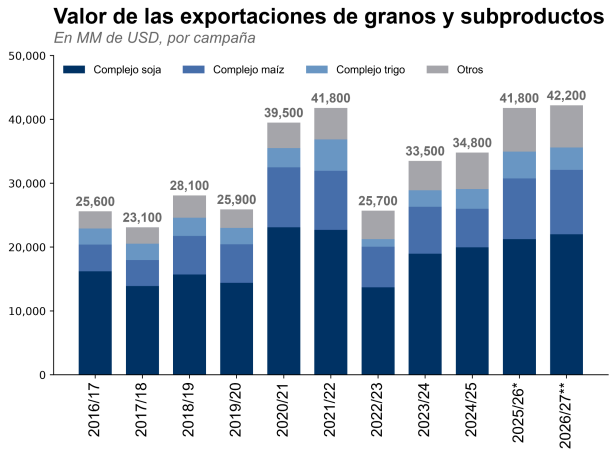
Economía

En este desafiante contexto internacional, el BCRA redujo al mínimo su participación en el MULC. A falta de 4 ruedas para el cierre de mes, en septiembre acumula compras por USD 232 MM, significativamente por debajo de agosto (USD 770 MM) y julio (USD 2.163 MM). Esto ocurre pese a un elevado volumen operado, que promedia USD 626 MM por rueda en el segmento de contado, por lo que las compras del BCRA equivalen a apenas 2% de lo operado.



La dinámica de septiembre, sin embargo, no puede desligarse de lo ocurrido en el año. El BCRA ya compró USD 14.339 MM, incluso por encima de las proyecciones más optimistas.

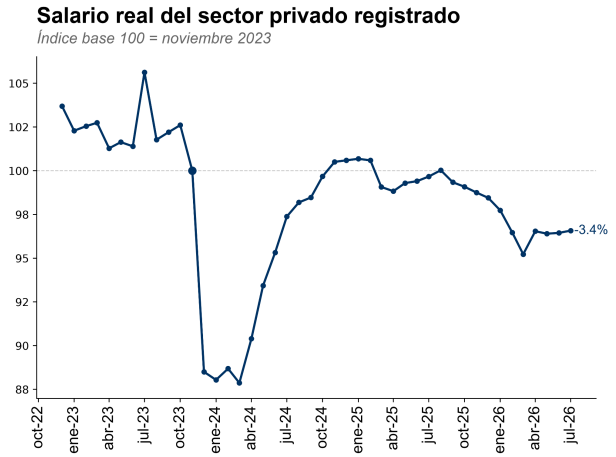
De cara al año electoral, llega con una posición cambiaria más cómoda que en 2023 y en 2025: cuenta con reservas netas por USD 11.300 MM, una posición en futuros de dólar prácticamente limpia, (short por USD 278 MM al 31-ago) y una campaña récord estimada por la Bolsa de Comercio de Rosario en USD 42.400 MM, favorecida por los mejores precios internacionales.



Fuente: IEB en base a BCR. *Estimación. **Proyección preliminar.

Los salarios le ganaron a la inflación en julio. El salario del sector privado registrado creció +2,3% m/m en julio, frente a un IPC del 2,1%. Con este dato, se consolida un quiebre respecto a la tendencia negativa que se observó entre oct-25 y mar-26. Desde el mínimo de marzo, el poder de compra se recuperó +1,5%, aunque aún se mantiene -3,4% por debajo de nov-23.

Dada la desaceleración del IPC de agosto a 1,7% m/m, esperamos que el salario vuelva a mostrar una mejora en términos reales. **La recuperación del poder adquisitivo es, a nuestro entender, uno de los factores que explica el buen desempeño que vienen mostrando los índices de confianza en el gobierno (ICC e ICG) en los últimos meses.**



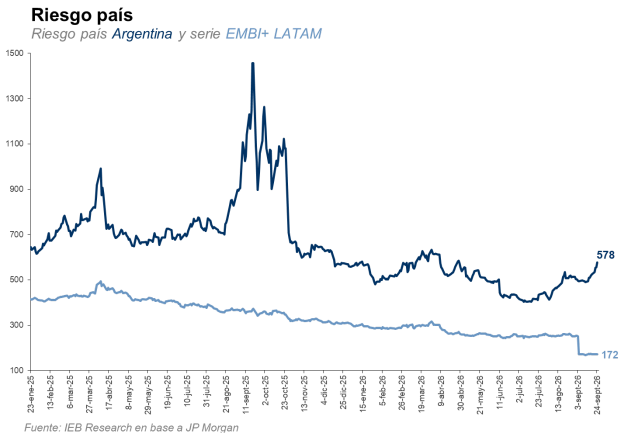
Fuente: IEB Research en base a INDEC

El dato de actividad de julio fue bastante menos alentador. El EMAE cayó -2,9% m/m y -1,4% i.a, con caídas marcadas en Comercio e Industria (-5,1% y -4,6% i.a. respectivamente). **Los indicadores de actividad de agosto muestran ciertas señales de recuperación, pero lejos de ser generalizadas.** De esta manera, el indicador continúa exhibiendo un comportamiento de serrucho sin una tendencia clara.

Fuente: IEB Research en base a INDEC

Renta fija en dólares

Argentina no logró desacoplarse de la situación internacional y la renta fija local tuvo una de las peores semanas del año. El riesgo país cerró ayer en 578 puntos básicos, el mayor registro desde el 28 de abril.



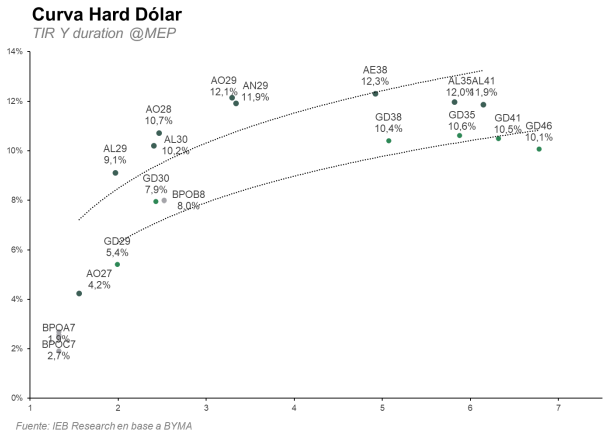
Fuente: IEB Research en base a JP Morgan

Los bonos emergentes latinoamericanos cayeron 1,3% en la semana y acumulan descensos de 2,2% en el mes. Así, en lo que va del año muestran una caída de 0,9% en promedio, opacando el gran flujo comprador que tuvieron a principios de año.

En este contexto, los Globales acumulan caídas de 3,5% en promedio en lo que va de septiembre y los Bonares recortan 3,8% en el mes. Así, en el acumulado del 2026, los Bonares muestran caídas de 0,8% en promedio y los Globales se mantienen

1,6% por encima del cierre de 2025. En este marco, el GD35 rinde 10,6% al dólar MEP y 11,3% al CCL, el mayor rendimiento desde la previa de las elecciones legislativas 2025.

En detalle, el bono más corto de la curva ley local (AO27) rinde 4,2%; la parte media de la curva se ubica en torno al 11,0%; y el extremo largo en dos dígitos (el AL35, referencia en esa parte de la curva, rinde 12,0%). En cuanto a los bonos de ley extranjera, los más cortos rinden cerca de 7,0% (GD30 7,9% TEA) y el tramo largo se ubica por encima del 10,0%



A pesar de la adversidad de la situación, tuvimos buenas noticias en el mercado subsoberano: la provincia de San Juan concretó ayer su colocación en los mercados internacionales por USD 600 MM. La operación tuvo demanda por USD 1.000 MM y se colocaron USD 600 MM con una tasa de corte de 9,875% y con vencimiento en 2035. La provincia se le suma a empresas corporativas que en lo que va de septiembre suman colocaciones en los mercados internacionales por casi USD 2.700 MM

Estrategias en dólares. Mantenemos la posición en Córdoba 2035. La provincia de Córdoba mantiene superávit fiscal ininterrumpido desde 2019, y se ubica como la provincia con mejor desempeño fiscal de los últimos 5 años. Además, el 40% de sus ingresos son propios (alta autonomía fiscal). Su perfil de deuda es bueno y mejoró la cobertura de los vencimientos. Además, se vienen mostrando más conservadores que los bonos soberanos ante shocks negativos como suba de riesgo país. Para carteras más conservadoras, optamos por bonos corporativos de buena calidad de crédito. Allí, nuestros elegidos son Loma Negra (LOC6O; 6,1%), CNH (CICBO; 7,0%) y Oleoductos del Valle (OLC6O; 6,0%).

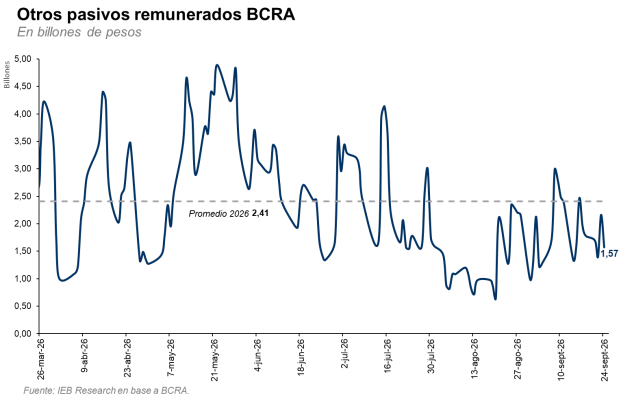
Renta fija en pesos

Luego de unos días netamente vendedores en las curvas en pesos de 2027 en adelante, el Tesoro realizó ayer a última hora el llamado a Licitación. Los vencimientos ascienden a ARS 8,6 BB luego de descontar lo canjeado en la licitación del martes.

En el canje de la letra dólar linked D30S6, el Ministerio de Economía canjeó el 75% del total en circulación (USD 3.299 MM) por USD 2.419 MM de la lelink de octubre 2926, USD 843 MM de la LELINK de noviembre 2026 y USD 70 MM del TZV28. De este modo, el miércoles que viene amortizan sólo USD 1.098 MM de la D30S6, el menor vencimiento dólar linked desde el 30 de abril.

El menú ofrecido para la licitación a concertarse el lunes consiste de un bono a tasa fija al 15 de enero de 2027 (T15E7), un BONCER a mayo 2027, un bono TAMAR a julio 2027 y dos letras dólar linked: a octubre 2026 y noviembre 2026. De este modo, se trata de una licitación sin títulos a mayor plazo que 2027 por tercera vez consecutiva y también la tercera sin ofrecer el Bonar 2029 (AO29). Esperamos un rollover en la zona de 100% y una licitación sin premios considerables sobre el mercado secundario.

Acerca del nivel de liquidez, el contexto sigue siendo de calma, donde la tasa de caución continúa promediando 20%, y en la rueda REPO se negociaron ayer 1,57 billones de pesos, reflejando un sistema sin problemas de liquidez.



En cuanto a las curvas, en la semana vimos una descompresión generalizada en la parte larga. explicado por el sell-off global y la especulación acerca de si el Tesoro ofrecería o no títulos largos en la licitación.

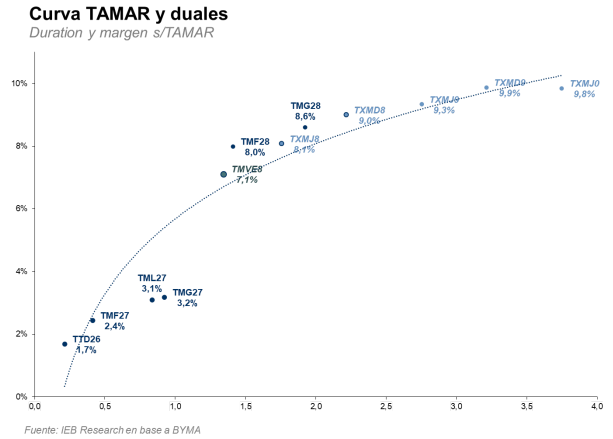
De este modo, los bonos con ajuste CER cayeron 0,6% en la semana, mostrando caídas superiores al 1% en los más largos. La inflación breakeven, de indiferencia entre invertir en el activo de tasa fija y aquel con ajuste CER descuenta una inflación promedio de 1,90% mensual para septiembre y octubre, y de 1,7% desde noviembre hasta mayo 2027; una mayor estimación para la inflación corta y menor para la larga que hace una semana.

Los duales CER/TAMAR cayeron 1,0% en promedio en la semana, y los 2029 (TXMD9) y 2030 (TXMJ0) rinden apenas por debajo del 10% (TAMAR +9,8%).

La tasa fija sube se mantiene sin compresiones pero devengando en la semana, a excepción de las más largas (primer cuatrimestre 2027) que cayeron 0,2%; posiblemente por la posibilidad de que sean ofrecidas en la licitación. De este modo, la tasa fija rinde 22,5% en la parte más corta, 24,5% promedio en la parte media y 28,1% desde abril 2027 en adelante.

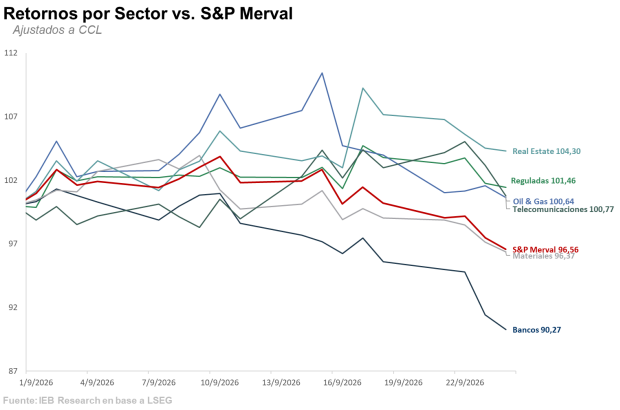
Estrategias en pesos. De la licitación, nuestro elegido es el TZXY7, que rinde CER +5,8% en mercado secundario y vence el 31 de mayo de 2027. **Para *cash management*** o manejo de liquidez de corto, nos posicionamos en bonos con ajuste TAMAR (TMF27), que devengan una tasa atractiva y otorgan el beneficio de la cobertura en casos de suba de tasas.

Para un horizonte algo más largo, mantenemos preferencia por el bono dual TMVE8, que vence en enero de 2028 y ajusta según el mayor entre dólar A3500 y tasa TAMAR. Al cierre de ayer, operaba en dólar +5,2%/TAMAR +7,1%; un margen atractivo para devengar tasa con el seguro de tipo de cambio. **También vemos valor** en el dual CER/TAMAR TXMD8 (TAMAR +8,9%) y el bono puro TAMAR TMG28 (TAMAR +8,5%).



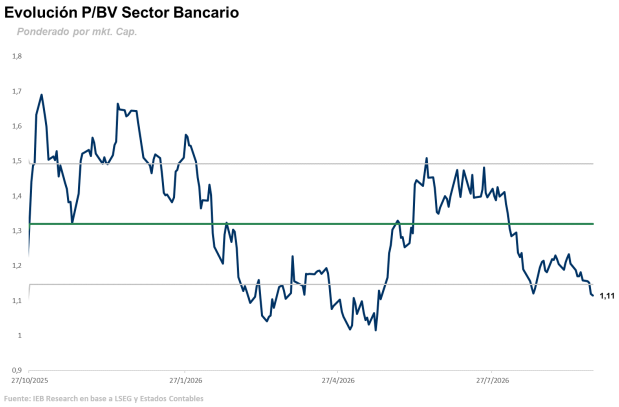
Renta Variable

Las acciones locales se mantuvieron acopladas a la dinámica internacional y de riesgo país local, con el S&P Merval retrocediendo un 3,55% en dólares durante la semana.



Entre los sectores del S&P Merval, el bancario continúa siendo el más castigado, con una caída de alrededor de 5,7% desde nuestro último semanal. Así, los principales bancos argentinos vuelven a cotizar a un Price to Book Value de 1,1x (promedio ponderado por capitalización), un desvío estándar por debajo de su media del último año. Como muestra el gráfico, la última vez que el sector operó en estos niveles, entre febrero y abril, el múltiplo llegó a perforar 1,0x antes de rebotar hacia 1,5x. **Que 1,1x sea un piso dependerá en buena medida del contexto internacional, en particular de la tasa del Tesoro de EE. UU. y el Riesgo País. Por eso vale la pena revisar una vez más la relación entre el P/BV, el ROE y el costo del capital propio (Ke).**

En un esquema simple de valuación, sin crecimiento, el múltiplo P/BV de "equilibrio" de un banco es igual al cociente entre su ROE y su costo del capital propio (Ke). **Por lo tanto, un banco cotiza por encima de su valor libro solo si su ROE supera al Ke, o si el mercado espera que lo haga hacia adelante.**



Para el caso de los bancos argentinos, si suponemos un ROE estable en torno al 10%–12% y aproximamos el Ke como la suma de la tasa del Tesoro de EE.UU. a 10 años y el riesgo país, el foco pasa a estar en estas dos variables: una suba en cualquiera de ellas eleva el Ke y comprime el múltiplo.

Con la tasa del Tesoro de EE. UU. a 10 años en torno al 5% y el riesgo país en ~550 bps, el Ke se ubica cerca del 10,5%, y el P/BV implícito se mueve entre 0,95x y 1,15x según el ROE que se suponga. El 1,1x actual es consistente con un ROE en torno al 11,5%, en la parte alta de nuestro rango.

Cada 25 pb adicionales en la tasa del Tesoro restan alrededor de 2,5% al múltiplo, y si el ROE se ubicara en el extremo inferior (10%), el sector debería cotizar incluso por debajo de su valor libro. Cabe señalar que este esquema no incorpora una prima de riesgo accionaria por encima del rendimiento soberano: si sumáramos, por ejemplo, 3 puntos porcentuales, el Ke subiría al 13,5% y el 1,1x solo se justificaría con un ROE cercano al 15%. Es decir, el múltiplo actual ya descuenta una mejora de la rentabilidad respecto de los niveles que suponemos.

En otras palabras, con el frente local estabilizado, la tasa del Tesoro de EE.UU. pasa a ser la variable determinante para saber si el 1,1x representa efectivamente un piso. Todo apunta a pensar que hoy los bancos argentinos presentan una oportunidad (al menos en el corto plazo) dado que el Riesgo País no debería incrementarse significativamente (estamos aún lejos de comenzar el período electoral) y la situación internacional debería encontrar un techo.

Para cerrar la sección dedicada a los bancos argentinos completamos el análisis con nuestros recomendados: A nuestro entender destacan BBVA Argentina (BBAR), por su atractiva valuación, su cartera de préstamos conservadora y una buena combinación de ROE y NPLs. Le sigue Banco Macro (BMA), no el más barato pero sí el que mejor ROE tiene, con NPLs en línea con el sistema y un muy bajo apalancamiento que le da espacio de sobra para crecer.

	ACTUAL	2T26	1T26	2T25
GGAL				
NIM		17,9%	17,8%	19,2%
ROE 6M - ANUALIZADO		7,3%	n/a	9,1%
ROE 3M		11,3%	3,2%	9,6%
NPLs		10,6%	9,6%	5,5%
P/BV	1,12	1,36	1,26	1,29
BMA				
NIM		24,0%	25,3%	23,5%
ROE 6M - ANUALIZADO		11,7%	n/a	7,8%
ROE 3M		13,4%	10,0%	12,0%
NPLs		6,3%	5,4%	2,1%
P/BV	1,18	1,46	1,23	1,07
SUPV				
NIM		20,3%	17,7%	20,8%
ROE 6M - ANUALIZADO		-0,9%	n/a	4,7%
ROE 3M		4,4%	-6,2%	5,8%
NPLs		5,5%	5,6%	2,7%
P/BV	0,91	1,12	1,12	1,16
BBAR				
NIM		14,7%	14,0%	15,1%
ROE 6M - ANUALIZADO		10,3%	n/a	9,6%
ROE 3M		12,2%	8,3%	7,6%
NPLs		6,1%	5,6%	2,3%
P/BV	1,04	1,43	1,21	1,29

\+ -

Fuente: IEB Research en base a EE.FF.

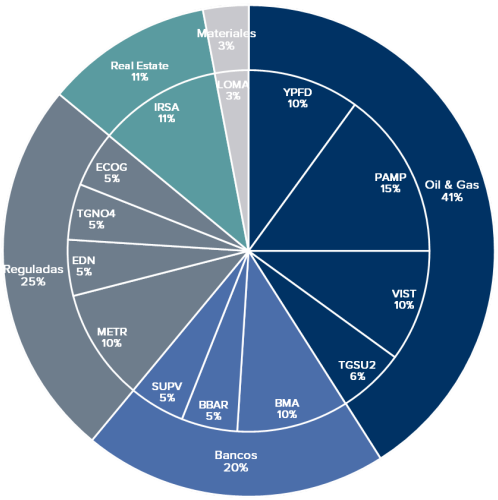
Finalmente, en materia de estrategia, ante la reactivación de las tensiones en Medio Oriente, continuamos sobreponderando al sector de Oil & Gas. Si bien esperamos una compresión del precio del crudo a medida que se calme nuevamente el conflicto, nuestra perspectiva del sector a largo plazo y los próximos resultados que captarían el aumento prolongado del precio del crudo durante el trimestre, nos llevan a mantener una alta exposición al mismo en cartera. Además, como analizamos en otras oportunidades vemos un

componente defensivo en el mismo en caso de que continúe escalando.

Siguiendo en línea con el componente defensivo de la cartera, atribuimos un 11% de la cartera a IRSA. La empresa viene demostrando un crecimiento en sus flujos, manteniendo un sólido porcentaje de ocupación en todos sus segmentos. Además, el avance que viene demostrando en sus proyectos indicaría que el crecimiento de sus ingresos, se sostendría a futuro.

Por las razones especificadas anteriormente, le atribuimos un 20% al sector bancario. Sin embargo, dentro del sector nos inclinamos hacia aquellos bancos que presentaron balances más sólidos con ROEs más estables y NPLs bajos en comparación a sus pares dentro del sector. En base a ese criterio que se puede ver plasmado en la siguiente tabla, decidimos priorizar a BMA por sobre el resto con un 10%. Igualmente también mantenemos una leve exposición a SUPV y BBAR dado que cuentan con valuaciones más castigadas (P/BV menores), presentando el mayor potencial upside ante una recuperación del sector.

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



CEDEARs

En cuanto al equity internacional, Meta Platforms (META) continuó consolidando su posición dentro de la nueva generación de agentes de inteligencia artificial (IA). Luego del lanzamiento reciente de Muse –su asistente personal capaz de ejecutar tareas de forma autónoma, que analizamos en nuestro informe– la compañía aprovechó el evento *Meta Connect 2026* para continuar profundizando sobre su integración dentro de todo su ecosistema de productos y servicios.

Entre los anuncios fue destacable la incorporación de Muse a las nuevas *"Meta VR Glasses"*, junto con nuevas capacidades de interacción por voz, conectores para ecommerce y servicios, a lo que se sumaron nuevos dispositivos que buscan mantener al usuario conectado con el agente de IA (Muse). **Desde nuestro punto de vista, estos anuncios refuerzan nuestra tesis de que META busca mejorar la diversificación de ingresos desde el actual modelo de ingresos basados en publicidad hacia un modelo que se complemente con suscripciones, comisiones y servicios de IA.** De esta manera tanto los conectores como la integración nativa de Muse en dispositivos propios continúan reforzando la probabilidad de una adopción masiva además de la actual capacidad a través de Facebook, Instagram y Whatsapp, lo que coloca a Muse como componente principal dentro del ecosistema de Meta, mientras que los canales de distribución y dispositivos impulsarían la interacción y, potencialmente, la monetización de la compañía.

Adicionalmente, al cierre de la rueda de ayer, Costco Wholesale Corp (COST) presentó los resultados correspondientes a su último trimestre y al ejercicio fiscal 2026, ambos por encima de las expectativas. Las ventas netas se incrementaron en un 11,2% (a/a), mientras que el EPS diluido se incrementó un 15% durante el mismo periodo hasta los USD 6,75 por acción (frente a USD 5,87 el año previo). No obstante, un aspecto a tener en cuenta es que USD 0,15 de la ganancia por acción mencionada corresponde a beneficios no recurrentes por los reembolsos de aranceles IEEPA impuestos por la administración Trump y luego revertido por la Corte Suprema de EE.UU., por lo que el EPS ajustado fue de USD 6,60, igualmente mostrando una mejora.

La demanda sigue mostrando solidez, las ventas se incrementaron un 9,4% interanual y 6,7% ajustado

por combustibles y tipo de cambio. Mientras que el tráfico de clientes (web) se incrementó en un 3,3% interanual y las ventas digitales crecieron un 19,5% (a/a), lo que deja en evidencia que el crecimiento no corresponde únicamente al aumento de precios, ya que el ticket promedio ajustado subió 3,3%, muy por debajo del incremento en ventas antes mencionado.

En cuanto a membresías, los ingresos crecieron 7,3% a/a con un incremento del 3,8% de los miembros durante el mismo período, totalizando 84 MM. Mientras que los *cardholders* se incrementaron un 3,6% hasta los 150 MM. El segmento de miembros ejecutivos alcanzó los 42 MM representando el 75,6% de las ventas totales y la tasa de renovación tanto en EE.UU. como en Canadá se mantuvo en 92,3%, con la tasa mundial en 89,8%.

Con el año fiscal 2026 finalizado, el panorama de fondo es igual de constructivo. Las ventas netas anuales crecieron 10,1% a/a y el EPS diluido se incrementó a USD 20,76 (vs USD 18,21). Los ingresos por membresías crecieron 11% a/a, consolidando el motor de rentabilidad de COST. El flujo de caja operativo creció 18,7% a/a hasta USD 15.825 MM dando lugar a la compañía para mantener un capex de USD 6.435 MM y distribuir USD 2.458 en dividendos, sin resignar el ritmo de apertura de tiendas de cara al año siguiente.

Si bien COST mantiene presencia en varios países, EE.UU. representa la mayor participación de las ventas, con lo cual, desde nuestro punto de vista, tanto el trimestre como el año demuestran un comportamiento resiliente de los consumidores. Con lo cual, el crecimiento en tráfico web, ventas ajustadas y renovación de membresías durante el año sugiere que la demanda sigue siendo saludable a pesar del contexto desafiante.

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

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.