



OCTUBRE 2026

Viento de frente

por

Sergio González, CFA

Head de la Oficina de
Inversiones

Juan José Vazquez

Head of Research

EN SÍNTESIS

Septiembre fue un mes malo para los activos de riesgo a nivel global. La suba de los rendimientos del Tesoro de Estados Unidos, explicada en su mayor parte por tasa real, y un petróleo que se sostiene entre USD 90 y 100 por barril endurecieron las condiciones financieras. Argentina sintió el golpe más que sus pares de calificación: el riesgo país volvió a superar los 600 pb y el mercado internacional de deuda quedó cerrado para el Tesoro.

En lo local, la actividad perdió impulso. Esperamos caídas en el segundo y el tercer trimestre, lo que configuraría una recesión técnica, y las proyecciones de crecimiento para 2026 bajaron de 3% a la zona de 1,7%-1,9%. La confianza en el gobierno, en cambio, se mantiene por encima de la de las dos gestiones anteriores que buscaron la reelección, en el mismo mes de mandato.

Con el financiamiento externo cerrado, la compra de reservas del BCRA pasa a ser la variable central: sostiene la capacidad de pago de la deuda en dólares y es la principal fuente de creación de pesos. En la curva de pesos, las licitaciones dejaron de colocar vencimientos más allá del fin del actual mandato y la TAMAR encontró un piso. Creemos que el mercado se pasó de pesimista con la inflación implícita, por lo que rotamos de bonos CER a tasa fija. En dólares, priorizamos instrumentos que vencen dentro de la presidencia actual.

CONTEXTO INTERNACIONAL

Suba de tasas afuera. Todos los tramos de la curva del Tesoro subieron en el año, con buena parte del movimiento concentrado en septiembre: el bono a 10 años pasó de 4,15% a 5,26% y el de 30 años, de 4,83% a 5,59%. La mayor parte de la suba corresponde a tasa real. En el tramo de 5 años, de unos 135 pb de suba, 109 pb son tasa real y 26 pb expectativa de inflación. El lado positivo es que las expectativas de inflación siguen ancladas y el dólar mantiene su rol de moneda de resguardo. El negativo es que sube el precio del dinero, y eso pesa sobre el riesgo país.

Petróleo. Archivamos el escenario en el que la suba del crudo iba a ser pasajera y pasamos a trabajar con precios de la energía más altos, en torno a USD 90-100 por barril. Para Argentina tiene un doble efecto: favorece el desarrollo de Vaca Muerta y la atracción de inversiones, pero complica el plan desinflacionario, la principal bandera que el gobierno va a exhibir el año próximo.

Argentina frente a sus pares. Con la misma calificación B- de S&P, la curva soberana en dólares rinde por encima de Ecuador, El Salvador, Nigeria, Egipto, Pakistán, Ghana, Camerún y Angola. A los factores externos se suman los temas internos, en especial el calendario electoral: cualquier viento de frente nos impacta un poco más.

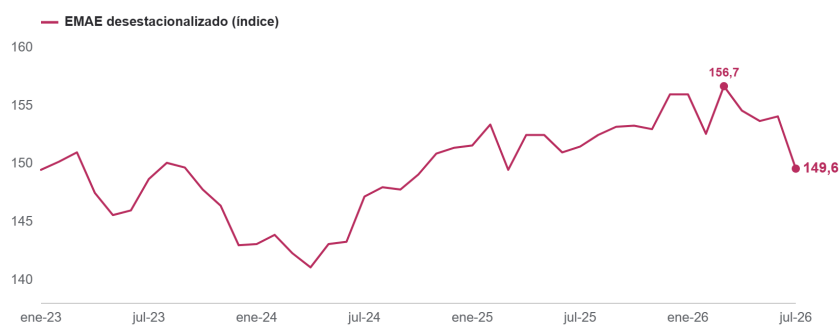
ACTIVIDAD

Desaceleración. Nuestra tesis es que una Argentina que crece le da más margen y más expectativa de continuidad a las políticas actuales. Por eso seguimos de cerca el nivel de actividad, y lo que vemos es que el crecimiento de 2025 se quedó sin combustible. Sectores de mucho peso, como construcción, comercio e industria, no logran despegar. El EMAE desestacionalizado se ubicó en julio en 149,6 puntos, 4,5% por debajo del máximo de marzo.

Recesión técnica. Esperamos que el segundo y el tercer trimestre muestren caídas. Dos trimestres negativos consecutivos configuran una recesión técnica, que no equivale a una recesión como las que conocemos. En el año se sigue esperando crecimiento, pero las previsiones van a la baja: arrancamos 2026 en 3% y hoy las ubicamos entre 1,7% y 1,9%. Las más pesimistas están en 1,5%. Menos crecimiento puede afectar las probabilidades electorales del oficialismo, y creemos que eso ya se está poniendo en precios.

ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

ÍNDICE DESESTACIONALIZADO



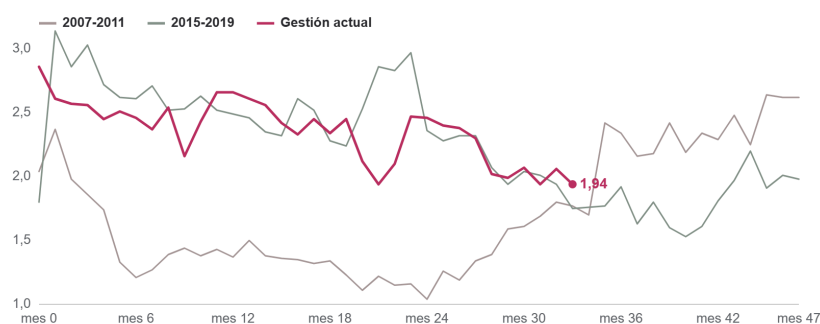
Fuente: Cohen S.A. en base a INDEC.

CONFIANZA EN EL GOBIERNO

Un colchón. El Índice de Confianza en el Gobierno suele anticipar con bastante fidelidad el desempeño del oficialismo en la primera vuelta. En el mes 33 de gestión marca 1,94, por encima de la gestión 2007-2011 (1,77), que logró la reelección, y de la gestión 2015-2019 (1,75), que no la consiguió, en el mismo punto del mandato. En ambos casos el índice tendió a subir al acercarse la elección, aunque eso no garantizó el resultado. Falta bastante para los comicios: por ahora el indicador funciona como un colchón y no es motivo de alarma.

ÍNDICE DE CONFIANZA EN EL GOBIERNO

POR MES DE GESTIÓN



Fuente: Cohen S.A. en base a Universidad Torcuato Di Tella.

DÓLARES: RIESGO PAÍS Y RESERVAS

El mercado, cerrado. El riesgo país arrancó el año en torno a 550 pb. Las tres mejoras de calificación, de Fitch, S&P y Moody's, lo llevaron por debajo de 450 pb, el nivel que consideramos de mercado abierto para colocaciones, con un mínimo de 402 pb en julio. Tener esa ventana abierta da aire: ante una escasez de dólares, el Tesoro puede colocar deuda y usar esos fondos para renovar vencimientos.

Desde la mejora de Moody's a B3 el indicador encontró un piso y empezó a subir, con el petróleo en alza y la Reserva Federal subiendo su tasa en septiembre. Esperamos al menos una suba más en lo que queda del año, probablemente en la última reunión. Tras el máximo de 648 pb a comienzos de octubre, ayudaron a descomprimir el resultado de las elecciones en Brasil y las declaraciones del secretario del Tesoro de Estados Unidos, Scott Bessent, sobre la posibilidad de activar el *swap*. Hoy está en 595 pb.

RIESGO PAÍS

EN PUNTOS BÁSICOS



- | | |
|---------------------|--|
| 1. Guerra EEUU-Irán | 4. Moody's: Caa1 → B3 |
| 2. Fitch: CCC+ → B- | 5. FED sube 25 pb (3,75%→4%) |
| 3. S&P: CCC+ → B- | 6. Elecciones Brasil, declaraciones de Bessent |

Fuente: Cohen S.A. en base a JP Morgan. Datos al 07-10-26.

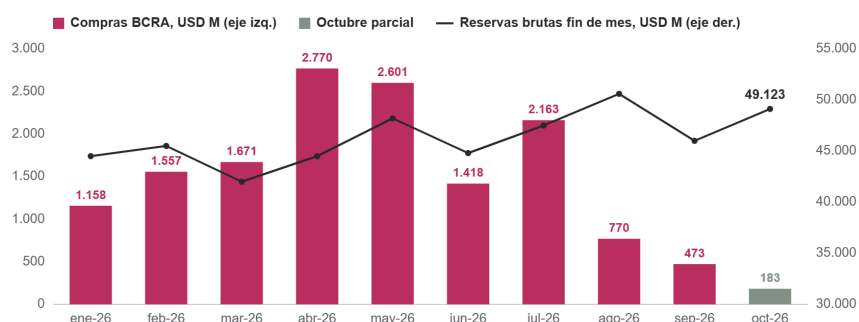
Aun así, con este nivel el mercado sigue cerrado. Esto importa para 2027: el programa en dólares del equipo económico preveía colocaciones por al menos USD 5.000 M, algo difícil de lograr con este riesgo país. Vamos a seguir de cerca las fuentes alternativas de financiamiento que empiezan a surgir.

Reservas, el motor. Con el camino de la deuda cerrado, ponemos el foco en las compras del BCRA. Se moderaron desde julio: USD 770 M en agosto, 473 M en septiembre y 225 M en lo que va de octubre. Estamos atravesando la parte más seca del año. Esperamos que la estacionalidad se revierta levemente en los últimos meses y que las compras retomen impulso en el primer cuatrimestre de 2027. Un factor que venía jugando a favor, la liquidación de colocaciones internacionales de empresas y provincias, probablemente se modere con este nivel de tasas.

Las reservas brutas suman USD 49.123 M. Su acumulación cumple dos funciones: le muestra al acreedor que su bono tiene más chances de ser repagado y es el motor de la creación de pesos para el cierre de 2026 y el primer semestre de 2027.

COMPRAS DEL BCRA Y RESERVAS

EN MILLONES DE USD



Fuente: Cohen S.A. en base a BCRA. Octubre: dato parcial al cierre del gráfico.

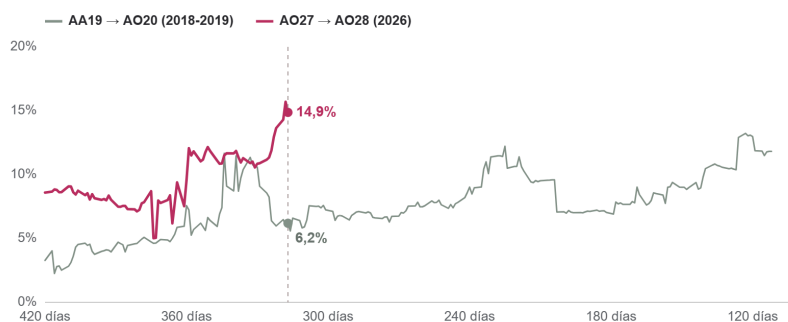
TASAS FORWARD

El riesgo electoral, en precios. Para medir el riesgo electoral usamos la tasa *forward*: comparamos lo que rinde un bono que vence en este mandato con la tasa a la que habría que reinvertir para igualar el rendimiento de un bono que vence en el próximo. Neta de la tasa libre de riesgo, la *forward* entre AO27 y AO28 está en 14,9% a 317 días de la elección, contra 6,2% en el ciclo 2018-2019 a igual distancia. Si le sumamos la tasa libre de riesgo, de alrededor de 4,5%, la *forward* queda en torno a 18%-19%.

Los marcos cambiario, fiscal y político son distintos, igual que el comportamiento del Congreso y el nivel de polarización. Pero el mercado le exige más tasa a este período y el proceso electoral entró en los precios mucho antes que en el ciclo anterior. El premio para quien se anime a cruzar el período electoral y tenga razón puede ser bueno. Por ahora, dada la reacción que vimos en septiembre, nuestro foco está en instrumentos de corto plazo, que toleraron muy bien la volatilidad.

TASA FORWARD IMPLÍCITA, NETA DE LA TASA LIBRE DE RIESGO

DÍAS A LA ELECCIÓN



Fuente: Cohen S.A. en base a BYMA y Bloomberg.

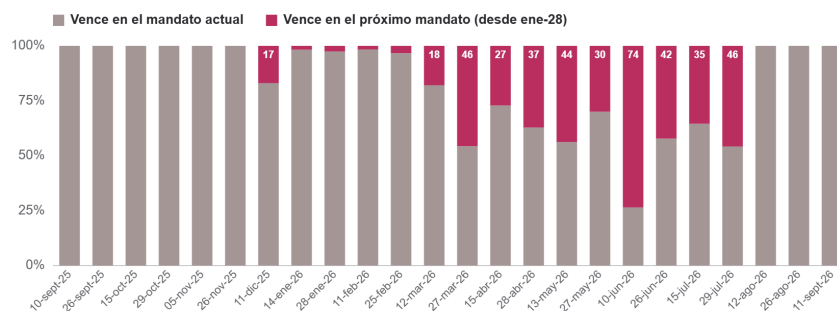
PESOS: LICITACIONES Y TAMAR

El circuito. El esquema actual implica un nivel de tasas exigente y volátil, que sube en los momentos de tensión cambiaria. El gobierno controla la base monetaria y busca mantenerla estable, de modo que la única fuente de creación de dinero sea la compra de dólares del BCRA. Si el BCRA compra más dólares, crea más pesos, que dinamizan la actividad o bajan las tasas de interés. Ese es el circuito positivo. Hoy estamos en compras bajas del BCRA.

Vencimientos que se apilan. Entre marzo y julio se colocó en el tramo del próximo mandato —desde enero de 2028— entre 18% y 74% de lo adjudicado. Desde agosto, todo vence dentro del mandato actual: con las tasas de hoy, al gobierno le cuesta validar vencimientos largos. El riesgo es que esos vencimientos se renueven a tres meses y se apilen con los que ya vencían en ese plazo. El *rollover* sigue alto, pero es un riesgo para las tasas cortas, que se complica si el BCRA no compra dólares.

LICITACIONES DEL TESORO: ADJUDICADO SEGÚN VENCIMIENTO

% DEL TOTAL

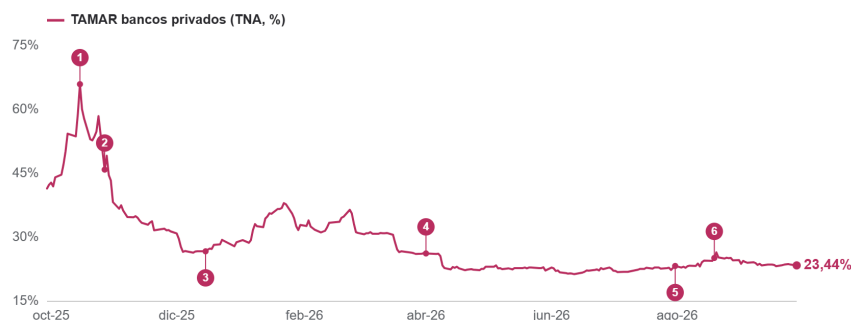


Fuente: Cohen S.A. en base a Secretaría de Finanzas.

Un piso para la TAMAR. La TAMAR bajó de 41,5% a 23,44% en doce meses, pero encontró un piso que le cuesta romper. Para perforarlo hace falta una baja de la inflación, que hoy muestra resistencia: septiembre marcó un aumento de 1,9% m/m.

TAMAR

TASA NOMINAL ANUAL, EN %



1. Pico preelectoral: suba de encajes y tasas convalidadas en licitaciones
2. Elecciones legislativas 26-oct: descompresión de tasas
3. BCRA anuncia nuevo esquema monetario-cambiario 2026
4. Fin del encaje transitorio de +5 p.p. (vence 31-mar)
5. Absorción de pesos del Tesoro: caución salta a 42%
6. Dólar cerca de \$ 1.500: Gobierno lo contiene y suben tasas

Fuente: Cohen S.A. en base a BCRA. Datos al 28-09-26.

Inflación implícita. El IPC de septiembre fue 1,9%. La curva descuenta 1,99% para octubre y 1,86% mensual desde noviembre. Creemos que el mercado se pasó de pesimista y que la inflación puede venir levemente por debajo de esos números. Por eso rotamos la recomendación de bonos CER a tasa fija, que vemos más baratos frente a la inflación implícita.

RECOMENDACIONES

En dólares. Nuestro público es mayormente conservador, por lo que seguimos recomendando el AO27: paga cupones todos los meses y vence en su totalidad entre la primera vuelta y el posible balotaje, antes del cambio de mandato. Para quien quiera extender los vencimientos, el BOPREAL Serie 4, con vencimiento en 2028: es un poco menos líquido, pero es riesgo Banco Central y asumimos que se va a pagar más allá de quién gobierne. Para los perfiles más arriesgados hay estrategias con bonos más largos, que desarrollamos en el informe de Justina Gedikian *Soberanos: qué bono conviene en cada escenario electoral*.

En pesos. Pasamos a tasa fija con el T30A7 y el T15E7, que rinden en torno a 2,2% y 2,1% mensual, frente a inflaciones que deberían ubicarse en 1,8% o menos hacia esos vencimientos. Para quien quiera empezar a posicionarse cruzando el período electoral, recomendamos el dual TAMAR / *dollar-linked*: paga el máximo entre la TAMAR y la depreciación del tipo de cambio, y hoy tiene activada la pata TAMAR. Ofrece un rendimiento en dólares relativamente asegurado y sirve tanto a ahorristas como a tesorerías que buscan cobertura cambiaria.

SOBERANOS

TICKER	INSTRUMENTO	RENDIMIENTO	DURATION	VENCIMIENTO
AO27	Soberano hard dollar · Ley Argentina	TNA 4,15% (USD MEP)	1,05	29/10/2027
BPOA8	BOPREAL Serie 4 · BCRA	TNA 8,24% (USD MEP)	2,01	31/10/2028
T30A7	Boncap tasa fija	TEM 2,24% · TNA 30,42%	0,58	30/04/2027
T15E7	Boncap tasa fija	TEM 2,14% · TNA 28,90%	0,29	15/01/2027
TMVE8	Dual TAMAR / dollar linked	TNA 5,63% (USD linked)	1,34	31/01/2028

Fuente: Monitor de Renta Fija Local, datos al 29-09-26. Los rendimientos pasados no garantizan rendimientos futuros.

BONOS SUBSOBERANOS

El desplazamiento de 80 pb de la curva de rendimientos de los bonos corporativos norteamericanos con calificación B desde agosto a la fecha, generado por la suba de los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense, provocó un revalúo en el precio de los activos de renta fija locales y dejó oportunidades interesantes en el segmento subsoberano.

Más allá del riesgo electoral que deberán atravesar los activos de riesgo locales en 2027, hay emisores de muy buen *character* que accedieron recientemente al mercado en busca de refinanciamiento y ofrecen una buena relación riesgo-retorno.

Tramo corto. Se destacan el NDT25 (bono no garantizado de Neuquén, con un rendimiento de 8,05% y MD de 1,56), el bono de Córdoba CO27D (MD de 1,4, *yield* de 9,3% y lámina mínima de 150.000 nominales) y el bono de Salta SA24D (MD de 0,6 y *yield* de 8,8%).

Tramo medio. El NDG34 (Neuquén, MD de 5,1 y *yield* de 8,5%), el SFD34 (Santa Fe, *yield* de 9,26% y MD de 4,8), los bonos de Córdoba CO32 y CO35, con rendimientos cercanos al 10%, y el recientemente emitido SJO35 de San Juan (*yield* de 10,2% y MD de 5,4).

San Juan terminará recaudando USD 300 M anuales a partir de 2031 en concepto de regalías de proyectos mineros ya aprobados por el RIGI y de proyectos vigentes, bajo escenarios conservadores de precios del cobre, la plata y el oro. Esto equivale al 50% del importe del bono emitido, mientras que la provincia contaba con una posición de caja neta de deuda de USD 138 M antes de dicha emisión.

ACCIONES

El índice Merval en dólares cotiza en niveles de USD 1.767, con un riesgo país de 622 pb, en un mercado apático a pesar de los buenos balances registrados en el 2Q26.

Seguimos viendo oportunidades en VIST y PAMP dentro del sector energético, ALUA y TXAR en materias primas y BYMA como empresa vinculada al sector financiero. Aún falta un catalizador que despierte el valor de estos activos, dado el desafiante contexto internacional. Esperamos que los balances que se conocerán a partir de fines de octubre comiencen a impulsar la demanda, considerando los ratios a los que cotizan las empresas locales.

Vista (VIST). Presentará sus resultados del 3Q26 el 28 de octubre: esperamos ingresos por ventas de USD 1.150 M (+62,7% YoY), EBITDA de USD 790 M (+67,3% YoY) y utilidades netas de USD 300 M (-4,7% YoY). Un precio de realización levemente inferior al del 2Q26 (USD 84 vs. USD 89,5 por barril) y un aumento de la producción hasta 162.000 BOED diarios (+3,8% QoQ) generarían resultados similares a los del trimestre anterior. La empresa cerrará 2026 en 170.000 BOED y, con la curva de futuros del Brent por encima de USD 85, estimamos un EBITDA de entre USD 3.300 M y USD 3.500 M en 2027, frente a una capitalización bursátil de USD 7.700 M.

Equinor recibió 6.223.220 ADS de Vista a USD 52,2 por ADS, unos USD 325 M, en una operación cerrada el 7 de mayo de 2026. El *lock-up* es de seis meses, por lo que podría desprenderse de las acciones a partir del 7 de noviembre. Por otra parte, VIST ejecuta un programa de recompra por USD 150 M, del que queda un saldo aproximado de USD 55 M.

Ternium Argentina (TXAR). El mercado comienza a mostrar interés en la compañía, que se encamina a cerrar el año con utilidades netas cercanas a USD 500 M, mientras vale solo USD 1.360 M descontando su posición de caja. Los nuevos aranceles de México a la importación de acero laminado de China y Vietnam deberían favorecer las utilidades de la participación de 28,7% en TX México, que llegaron a USD 741 M en 2021. Bajo escenarios conservadores y con la inauguración del EAF de 2,5 M de toneladas anuales en Pesquería, estimamos que TX México podría generar en 2027 ventas, EBITDA y utilidades netas de USD 9.500 M, USD 1.850 M y USD 900 M, de los cuales corresponderían a TXAR USD 260 M. Ese resultado podría duplicarse si una resolución favorable para México en el nuevo USMCA acerca los precios del acero laminado de EE. UU. a los de México.

Pampa Energía (PAMP). Presentó un excelente 2Q26 a pesar de la cobertura sobre el petróleo, sin la cual el precio promedio del barril habría sido de USD 91 y no de USD 58,8. Esa cobertura implicará un aumento del capital de trabajo en el 3Q26. Sin embargo, los motores de crecimiento que le permitirían alcanzar un EBITDA de USD 2.800 M en 2030 (vs. USD 1.300 M actuales) y un flujo de caja libre anual de entre USD 1.500 M y USD 2.000 M nos llevan a ser optimistas, con una capitalización de USD 4.300 M: Southern Energy (EBITDA de unos USD 150 M), Fertilizar Pampa (USD 650 M más USD 90 M por venta de gas), Rincón de Aranda (USD 600 M a 45.000 BOED y Brent de USD 70), la integración vertical en generación (USD 50 M a 75 M) y las participaciones en TRAN y TGSU2.

CONTACTO OFICINA DE INVERSIONES

Sergio González, CFA

Head de la Oficina de Inversiones
sgonzalez@cohen.com.ar

Justina Gedikian

Analista de la Oficina de Inversiones
jgedikian@cohen.com.ar

Roberto Silva

Analista de la Oficina de Inversiones
rsilva@cohen.com.ar

Martín Mejía

Analista de la Oficina de Inversiones
mmejia@cohen.com.ar

Alex Agardy

Analista de la Oficina de Inversiones
aagardy@cohen.com.ar

El presente documento es publicado por Cohen S.A y ha sido preparado por la Oficina de Inversiones de Cohen S. A. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de inversión de Cohen S.A para la compra o venta de valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión ni un oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes de Cohen S.A. considera fiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen S.A. no hay verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descritas en este informe. Cohen S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas están sujetas a las variaciones intrínsecas y extrínsecas de los mercados.

perspectivas.cohen.com.ar

cohen.com.ar



CohenArgentina



Cohen Aliados Financieros



CohenArgentina



On-Air: mercados y tendencias