SUR AMERICANA

Informe semanal

Semana del 26 de octubre

- Licitación Tesoro en pesos
- Dólar, compras y reservas B.C.R.A.
- Riesgo país en nuevos máximos
- Decisión FED y expectativas a futuro

Por dónde va Argentina

En lo que va del año, las colocaciones del Tesoro Nacional permitieron retirar del mercado unos $16,8 billones y compensar una parte importante de la expansión monetaria de $22,7 billones del B.C.R.A. por sus compras de divisas en el mercado de cambios. Esta dinámica ilustra la disyuntiva que se le está presentando al Estado Nacional (gobierno más banco central): para comprar reservas, el Estado termina ya realizando una emisión neta de deuda o emitiendo dinero que no esteriliza. Ello implica enfrentar un costo fiscal (menor en las actuales condiciones) o un costo inflacionario.

La razón de esta disyuntiva reside en que, bajo el esquema económico actual, se divorció la evolución de la balanza comercial y de la actividad económica de la evolución de la recaudación impositiva. Esto ocurre porque se ha bajado la carga impositiva de los sectores exportadores que hoy están creciendo con mayor intensidad (energía y minería), de modo que al mismo tiempo que está mejorando la balanza comercial está cayendo la recaudación, haciendo que el Estado Nacional no cuente con más recursos genuinos para acumular reservas. Esta es una debilidad clave del modelo, y una diferencia marcada con respecto al período del principio del *boom* de los commodities y superávits gemelos post año 2002.

En cuanto a la dinámica cambiaria, en lo que va del año se acumula una suba del tipo de cambio nominal del 5,9%, con una inflación del 23,6% a septiembre y una inflación internacional (referida a los principales socios comerciales) del orden del 3%, lo que implica una fuerte apreciación del tipo de cambio real.

La Fed no movió la tasa de referencia esta semana, pero las perspectivas siguen siendo de tasas libres de riesgo altas por más tiempo, lo que no juega a favor de las condiciones de financiamiento en moneda extranjera para Argentina. Conjugado con las debilidades de la economía doméstica, se profundiza la pregunta de cómo se cumplirá con el programa financiero 2027 sin siquiera acceso a financiamiento en la plaza local a tasas sostenibles. Estas dudas tienen correlato en la evolución del riesgo país.

Buena lectura del Semanal y buen fin de semana.

ECONOMÍA RENOVÓ LOS VENCIMIENTOS DEL MES Y LOGRÓ TRASLADAR PAGOS MÁS ALLÁ DE 2027. EL BCRA INTERRUMPIÓ EN TRES JORNADAS LAS COMPRAS DE DIVISAS, PERO ACUMULA COMPRAS POR USD1.300 MILLONES EN EL MES. NUEVOS MÁXIMOS EN UN AÑO PARA EL RIESGO PAÍS. LA FED MANTUVO SIN CAMBIO SU TASA DE POLÍTICA CON LOS MERCADOS EXHIBIENDO MAYOR VOLATILIDAD

En la última licitación de octubre se renovaron los vencimientos y en el mes se logró alargar el plazo de emisión de los instrumentos para descomprimir los pagos de deuda de 2027. Tesoro sigue sin poder colocar deuda en dólares con vencimiento en octubre de 2029

Este miércoles **el Tesoro colocó instrumentos por valor de $11,55 billones frente a vencimientos por unos $10,8 billones y obtuvo un refinanciamiento** (*roll-over*) **del 107% que significó una "absorción" de liquidez por unos $755.164 millones.**

En la licitación se ofreció un **menú de seis instrumentos** que incluyó una nueva LECAP a fines de febrero 2027; reapertura de la letra *dollar-linked* a mediados de enero 2027; reapertura del bono Dual TAMAR con vencimiento el 31.8.27; las reaperturas de los Boncer con vencimiento en marzo y octubre de 2027 y la **reapertura del Dual (paga el mayor valor entre CER vs tasa TAMAR)** al 15.12.2028.

Resultados licitación de la Secretaría de Finanzas del 28.10

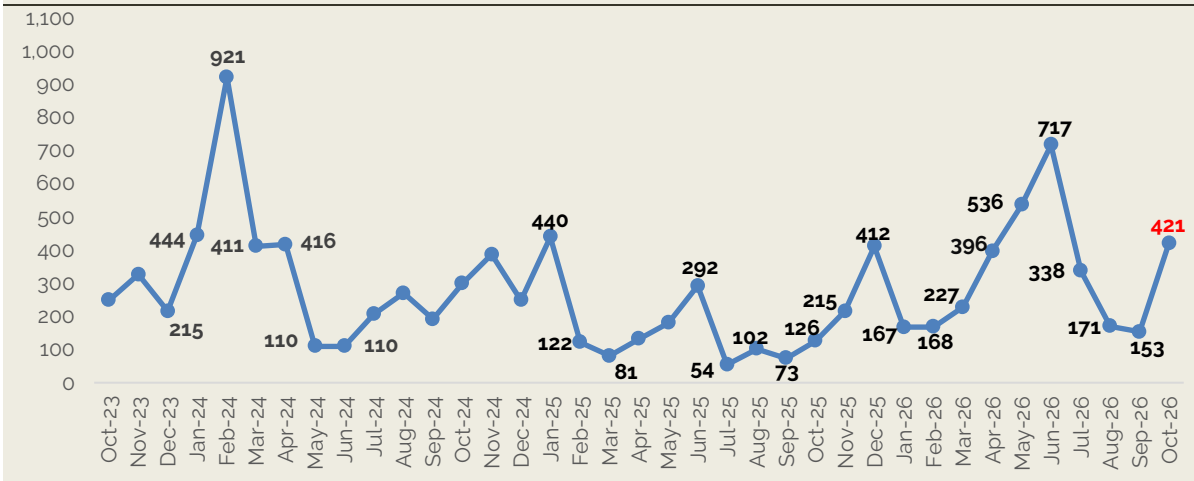
Instrumentos	*Fecha de Vencimiento*	*Plazo de Emisión (días)*	*Valor Adjudicado (mill. de VN)*	*Valor Efectivo (mill. de pesos)*	*Tasa de corte (T.E.A.)*	*Participación por instrumento*
		Licitación 28.10				
Reap. Letra DL Vto 15.1.27 (D15E7)	15/1/27	77	USD 1.666	2.527.963	DL+7%	21,9%
Nueva LECAP Vto 26.02.27 (S26F7)	26/2/27	119	2.078.224	2.078.224	28,32%	18,0%
Reap. BONCER Vto. 31.03.27 (TZXM7)	31/3/27	152	481.373	1.124.968	CER+3,04%	9,7%
Reap. Bono TAMAR Vto. 31.8.27 (TMG27)	31/8/27	305	1.203.103	1.461.770	30,94%	12,6%
Reap. BONCER Vto. 29.10.27 (TZXO7)	29/10/27	364	816.940	830.828	CER+6,23%	7,2%
Reap. Dual CER/TAMAR Vto. 15.12.28 (TXMD8)	15/12/28	777	3.665.004	3.534.897	CER+6,21%	30,6%
Totales		***355(*)***	***10.808.502***	***11.558.649***		***100,0%***
Vencimientos				10.803.485		
Financiamiento Neto				***755.164***		

FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

La tasa de corte de la LECAP fue del 28,32% lo que implica una **tasa efectiva mensual del 2,10%** en tanto que **para el bono DUAL la tasa fue del 6,21%** (en la "pata" CER), **y para el Bono TAMAR agosto 2027 la tasa fue de 30,94%. Las tasas se ubicaron ligeramente por encima de instrumentos comparables en el mercado secundario y el Tesoro optó por pagar cierto "premio" para así descomprimir los vencimientos durante el año 2027.**

Plazo promedio ponderado de los instrumentos emitidos

En días, considerando la totalidad de las licitaciones por efectivo



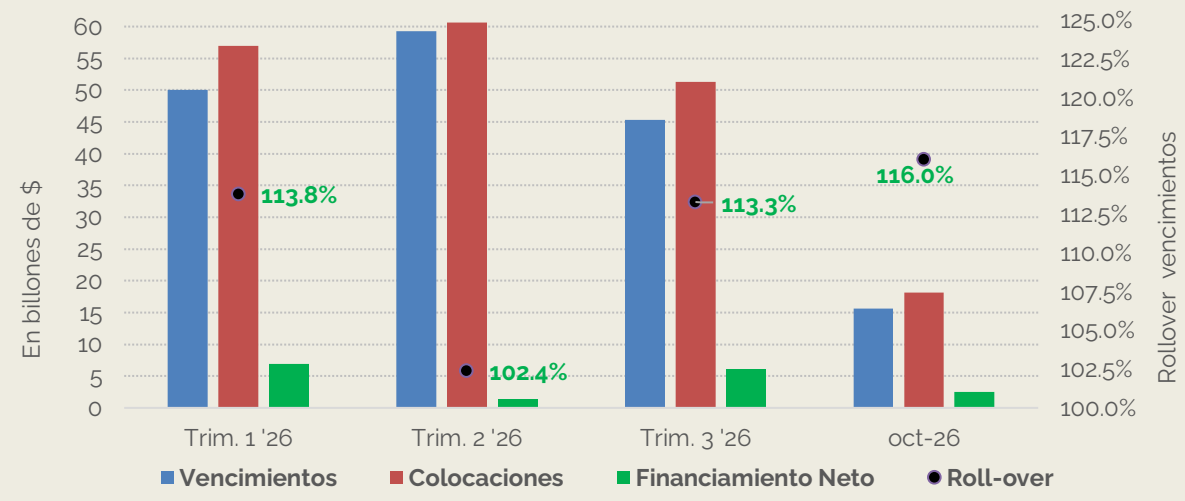
FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Luego de esta licitación **el Tesoro aumentó sensiblemente el plazo promedio de los instrumentos emitidos durante el mes de octubre (421 días) respecto al mes previo (153)** cuando se alcanzó el menor valor en cerca de un año. A **lo largo del mes el Tesoro logró colocar instrumentos con vencimientos en 2028 y 2029 por unos $7,44 billones que representaron el 41% del total colocado en octubre ($18,17 billones).**

La tasa de refinanciamiento en octubre alcanzó el 116% comparado con el 113,3% de septiembre. Durante los diez meses del año las colocaciones del Tesoro permitieron retirar del mercado unos $16,83 billones y compensar en gran medida la expansión monetaria del B.C.R.A. por sus compras de divisas en el mercado de cambios (unos $22,7 billones).

Vencimientos, colocaciones y *roll-over*

Por trimestre y último mes. En billones de $ y en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

En la última licitación del mes **el Tesoro no pudo volver a ofrecer el bono denominado y pagadero en dólares estadounidenses con vencimiento en octubre de 2029. Desde la licitación del 14.8,** cuando emitió USD100 millones a 8,72% anual**, la suba en la tasa de rendimiento del bono a valores superiores a dos dígitos vuelve insostenible su emisión** (al cierre de este jueves la tasa de rendimiento en el mercado secundario era de 13,3%).

De esta forma**, a la fecha el Tesoro logró captar unos USD5.126 millones en el mercado local de los USD11.000 millones previstos en el programa financiero 2026-2027.**

Durante noviembre el Tesoro afrontará vencimientos por unos $33 billones, con la próxima licitación prevista para el miércoles 11 de noviembre.

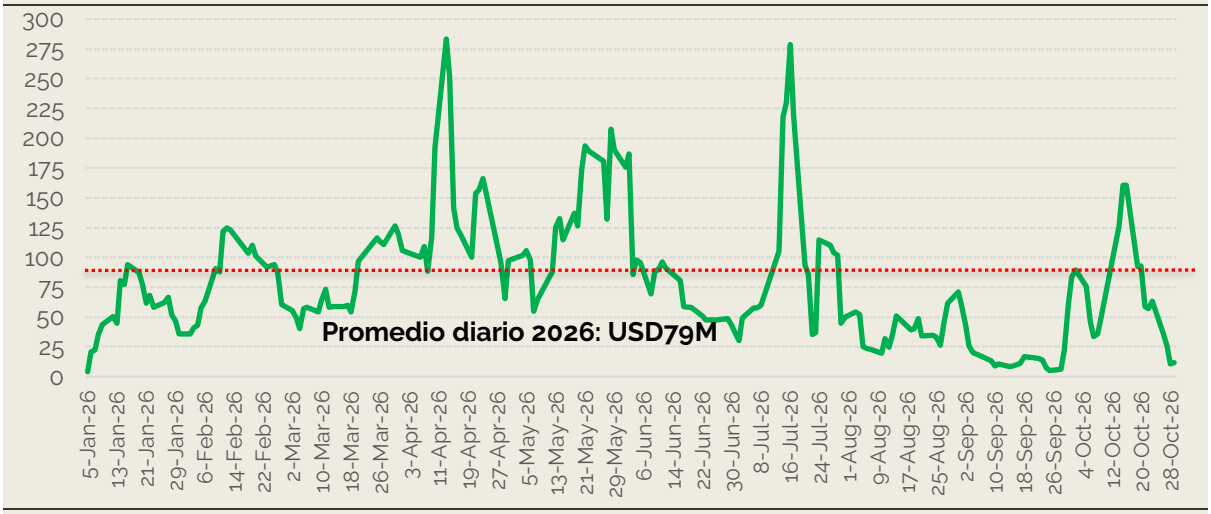
El tipo de cambio cierra el mes de octubre cerca de los $1.540 y encadenaría su sexto mes consecutivo de subas. El BCRA interrumpió sus intervenciones en la semana para no presionar sobre el precio, pero cierra el mes con compras por USD1.300 millones y en el año 2026 totaliza unos USD15.881 millones.

El tipo de cambio oficial (A3500) cerró este jueves a $1.539,59 unos $11 por encima de la semana previa **(+0,7%)** y **a falta de una jornada acumula en octubre una suba del 1,5% y se encamina al sexto mes consecutivo de alzas** (la mayor desde el 5,2% en junio).

Por su parte, **el BCRA interrumpió en tres de las cuatro jornadas de esta semana sus compras de divisas en el mercado de cambios** (para no presionar más sobre el precio), **aunque al 29.10 acumula en un total de USD1.300 millones a falta de una jornada para el cierre del mes. Así, el mes cerraría en el mayor registro de los últimos tres meses** (en agosto y septiembre las compras totalizaron unos USD1.244 millones en el bimestre).

Saldo intervención del BCRA en el mercado de cambios

Promedio móvil 5 días, en millones de USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a BCRA

A **pesar de esta suba mensual del tipo de cambio, al 29.10 se acumula una suba nominal del 5,9% durante 2026** (con una inflación acumulada del 23,6% a septiembre). En tanto, **en el mercado de futuros todos los contratos cotizaron por amplio margen debajo de las bandas cambiarias con rangos de TNA21% para fines de noviembre y de TNA 23,6% para fines de agosto de 2027** (mes de las PASO presidenciales, que cotizó a $1.850,5 este jueves).

En tanto, **al 29.10 las reservas brutas sumaban USD50.154 millones y suben en el mes de octubre unos USD4.062 millones** (a partir de las mencionadas compras por USD1.300 millones y la suba de encajes por USD3.292 millones, compensadas parcialmente por caídas de otros rubros) **en tanto que el alza en lo que va de 2026 es de unos USD8.987 millones.**

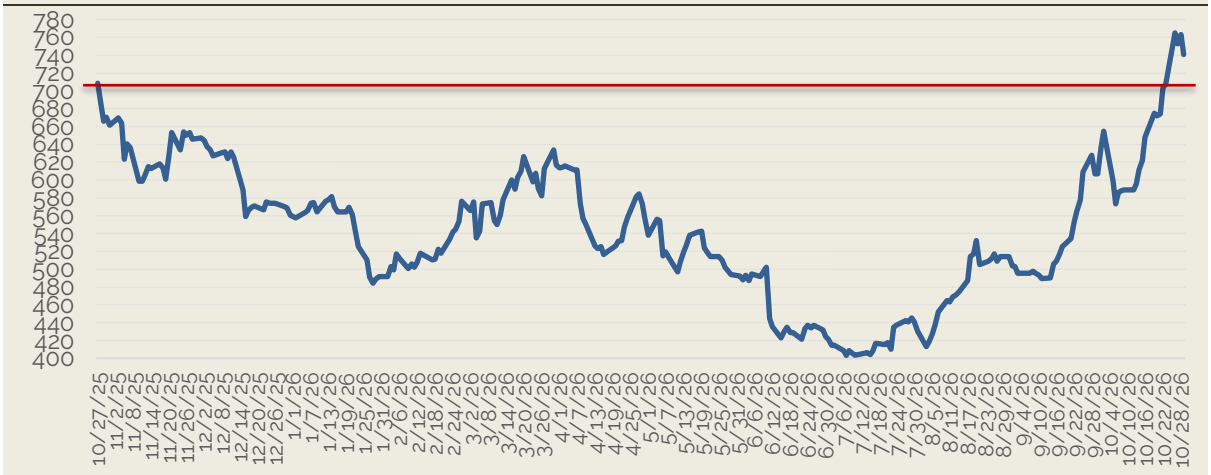
El riesgo país aclanzó nuevos máximos durante esta semana aunque este jueves retrocedió unos 22 pbs probablemente reflejando el efecto del anunciado acuerdo a nivel staff con el FMI, que implicará un nuevo desembolso por USD900 millones a principios de diciembre próximo.

El lunes de esta semana el riesgo país alcanzó su mayor valor en el año al tocar los 765 pbs y aumentó ese día unos 58 bps, afectado por el triunfo de Lula en Brasil que el mercado no había anticipado en sus precios.

Este jueves retrocedió unos 22 pbs hasta los 741 bps, probablemente afectado positivamente por el anunciado acuerdo a nivel técnico con el staff del FMI por la tercera revisión del programa EFF 2025, que implicará un nuevo desembolso por USD900 millones a principios del mes de diciembre.

Riesgo país argentino durante el último año

Índice EMBI+ en pbs, datos diarios



FUENTE: @SuramericanaV en base a J.P. Morgan

El actual nivel de riesgo país es unos 75 pbs superior a igual fecha de 2025, acumula en lo que va del mes un alza de 134 pbs y de unos 180 pbs en el acumulado de 2026.

La FED mantuvo sin cambios su tasa de política monetaria y el mercado sigue tratando de adaptarse al nuevo esquema de comunicación de la entidad. Para la última reunión del año (8 y 9.12 próximos) se espera una nueva suba de 25 pbs y otras dos de igual cuantía a lo largo del año 2027.

Este miércoles la Fed decidió mantener sin cambios su tasa de política monetaria en el actual nivel objetivo de 3,75-4% anual.

En su comunicado, que fue aprobado por 10 miembros con el voto contrario de otros dos miembros, la entidad sostuvo**: …**" La actividad económica se está expandiendo a un ritmo sólido. Si bien la incertidumbre sigue siendo elevada —debido, en parte, a acontecimientos geopolíticos—, el gasto interno se ha mostrado resiliente. **La inflación sigue siendo elevada. La recopilación de más información ayudará al Comité a determinar la orientación de la política monetaria adecuada para garantizar que la inflación regrese, de manera oportuna, al objetivo del 2 por ciento establecido por el Comité."**

Las expectativas implícitas en el mercado de futuros de tasas mostraron gran volatilidad en las semanas previas a la decisión de la FED: mientras que **a fines de septiembre la probabilidad de una suba de 25 pbs había alcanzado un máximo de 71%, la misma se fue cayendo a lo largo del mes y el día previo a la decisión había bajado hasta el 7%.**

Luego de la decisión, y como ilustra la figura a continuación, **el mercado anticipa ahora con una probabilidad del 83% una suba de 25 pbs de la tasa en la última reunión del año de la FED que se desarrollará entre el 8 y 9 de diciembre próximo.**

Probabilidad agregada de nivel de la tasa de política monetaria de la FED

	CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES			
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475
12/9/2026	16.74%	83.26%	0.00%	0.00%
1/27/2027	0.00%	80.00%	20.00%	0.00%
3/17/2027	0.00%	18.29%	81.71%	0.00%
4/28/2027	0.00%	0.00%	84.00%	16.00%
6/9/2027	0.00%	0.00%	45.29%	54.71%
7/28/2027	0.00%	0.00%	32.00%	68.00%
9/15/2027	0.00%	0.00%	19.85%	80.15%
10/27/2027	0.00%	0.00%	21.00%	79.00%
12/8/2027	0.00%	0.00%	29.09%	70.91%

FUENTE: @SuramericanaV en base a Bloomberg

En tanto, **respecto al nivel de la tasa durante 2027, el mercado de espera dos subas adicionales de 25 pbs que llevaría la tasa de política monetaria al 4,5-4,75% a fines del año.**

Desde la asunción del nuevo titular de la FED y de **su nueva estrategia de comunicación**, que abandona la anterior "*forward guidance*" (que deja a los mercados sin una guía de referencia sobre los próximos pasos de la entidad), **se sigue observando una mayor volatilidad en las tasas de interés, lo que ha afectado los precios de otros activos.**

La FED deberá mostrar en este nuevo esquema su verdadero compromiso con la estabilidad de precios, en un contexto donde se ha desviado de su objetivo por más de cinco años en forma consecutiva. Ello, de acuerdo a lo que reflejan las propias expectativas del mercado de tasa de la FED**, implicará un mayor nivel y por mayor tiempo de la tasa de política monetaria** (*higher for longer*)**.**

.

Resumen mercados internacionales(*)

(*) cierres al jueves 29.10

Tasas EE.UU.		Var. Sem	Var. Año
FED	3,88%	0	24 pbs
1M	4,06%	-5 pbs	32 pbs
3M	4,18%	-4 pbs	51 pbs
6M	4,28%	-2 pbs	69 pbs
1Y	4,42%	-2 pbs	94 pbs
10Y	4,98%	-2 pbs	80 pbs

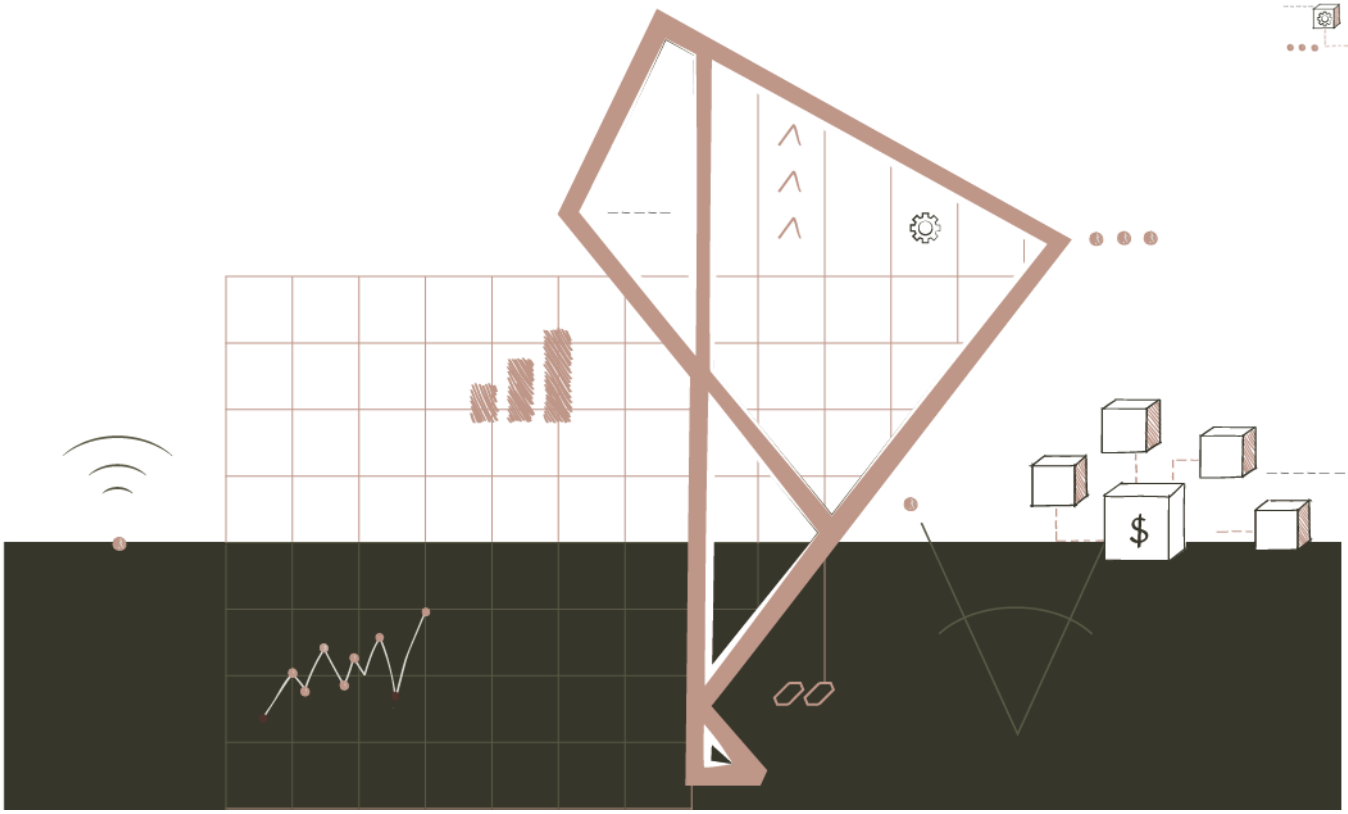
Precios Commodities		Var. Sem	Var. Año
Oro	4.035,30	0,7%	-6,7%
Petróleo	102,83	-0,4%	79,1%
Gas Natural	2,90	9,9%	-21,3%
Trigo	164,18	-3,5%	19,0%
Maíz	139,88	-1,0%	2,5%
Soja	335,98	-1,8%	19,8%

Monedas		Var. Sem	Var. Año
	1,1184	-0,3%	-4,8%
	1,3382	-0,2%	-0,6%
	157,68	0,8%	0,8%
	6,6605	-0,3%	-4,8%
	5,3786	6,5%	-1,8%
	1538,00	0,7%	6,0%

Bolsas internacionales		Var. Sem	Var. Año
Dow Jones	52.342,56	0,2%	8,9%
S&P 500	7.720,39	1,3%	12,8%
NASDAQ	26.184,72	0,9%	12,7%
Shenzhen	11.138,20	-4,6%	-17,6%
IBOVESPA	169.186,42	-17,5%	5,0%
MSCI MERVAL	94.529,80	-7,6%	-11,7%

Tasas Argentinas	TNA	TEA	Var. Año
Riesgo País (EMBI+), en pbs		741	180 pbs
Caución 1d	20,28%	22,48%	-7149 pbs
BADLAR Priv.	23,50%	26,23%	-401 pbs
TAMAR Priv.	23,88%	26,67%	-434 pbs
TM20 Priv.	23,50%	26,23%	-401 pbs
PF Personas	24,56%	27,53%	-550 pbs

Dólar oficial, futuros y financieros		Var. Sem	Var. Año
CCL	1.652,58	-0,1%	7,8%
MEP	1.566,55	0,5%	5,2%
Turismo	2.001,47	0,7%	5,9%
BCRA	1.539,59	0,7%	5,9%
ROFEX Dic '26	1.595,50	0,3%	-15,8%





Equipo de trabajo

Fundador:
Martín Guzmán

Elaboración del informe:
Martín Guzmán, Guillermo Hang, Ramiro Tosi

Economista líder del Informe: Ramiro Tosi
Editorial: Martín Guzman

DISCLAIMER: La información contenida en este documento se produce solamente con fines informativos y no constituye una oferta de compra ni una solicitud para vender, ni constituye base para ningún contrato o compromiso alguno que se adopte en materia de inversión.

SUR
AMERICANA

+54 9 2216 00 5547

info@suramericanavision