SEMANA DEL 2 AL 6 DE NOVIEMBRE DE 2026

El mercado pone precio a 2027. La respuesta es más disciplina, no menos

El riesgo país subió en las cinco ruedas y cerró en 939 pb (+152 pb), máximo del año, tras unas elecciones de medio término en EE.UU. que dejaron dudas sobre el respaldo de Washington. El S&P Merval perdió 8,7% y los bonos en dólares 4,9%. El ancla cambiaria resistió: el mayorista quedó 26,7% debajo del techo de la banda y la brecha CCL en 7,7%.

PUNTOS CLAVE

- **Riesgo país en máximos.** Subió todos los días: 787 → 805 → 831 → 852 → 925 → **939 pb** (+152 pb en la semana). El mínimo del año fue 402 pb, el 10/7.
- **Acciones y bonos, en rojo.** El S&P Merval cayó 8,7% en pesos, a 84.093 puntos; el panel líder perdió 6,4% en promedio y los bonos en dólares 4,9%. Entre los ADRs, Vista (−18,5%) e YPF (−17,7%) fueron los peores; solo Globant subió (+1,5%).
- **El ancla resistió.** El mayorista cerró en $ 1.545,40 (+0,52%), 26,7% debajo del techo de la banda. MEP $ 1.588,0, CCL $ 1.664,9 y brecha CCL de 7,7%.
- **BCRA.** Volvió a comprar, aunque poco, y acumula más de US$ 16.000 M en el año. Las reservas brutas cerraron el 5/11 en US$ 49.642 M, tras pagar unos US$ 880 M al FMI. BADLAR 21,50% y TAMAR 23,56% TNA.
- **Afuera, aversión al riesgo.** Los demócratas ganaron el Congreso de EE.UU. El S&P 500 perdió 2,7% y el Nasdaq 3,4%; el Treasury a 10 años bajó 8 pb, a 4,86%.

INDICADORES DE LA SEMANA

	ÚLTIMO	SEMANA
Riesgo país (pb)	939	+152
Dólar A3500 ($)	1.545,40	+0,52%
Brecha CCL (%)	7,7	
Reservas (US$ M)	50.298	+1.733
Panel líder BYMA		−6,4 %
Bonos en US$		−4,9 %
Ibovespa		+0,3 %
EMAE i.a. (ago-26)	−1,7 %	
IPC i.a. (sep-26)	33,4 %	

GRÁFICO 1 **Cinco ruedas de suba: el riesgo país cerró en 939 pb, máximo del año**

Riesgo país (EMBI), en puntos básicos. Últimos 6 meses



Este informe no constituye una recomendación de inversión. Ver aviso legal en la última página.

01 · SEMANA DEL 2 AL 6 DE NOVIEMBRE DE 2026

Sumario ejecutivo

RIESGO PAÍS	DÓLAR MAYORISTA A3500	DÓLAR CCL
939 pb	$ 1.545,40	$ 1.664,9
+152 pb en la semana	+0,52% en la semana	+0,88% en la semana
Máximo del año	26,7% debajo del techo de la banda	Brecha con el mayorista: 7,7%

RESERVAS BRUTAS BCRA	PANEL LÍDER BYMA	SEMÁFORO DE ACTIVIDAD
US$ 50.298 M	−6,4%	6 · 9 · 13
+1.733 M en la semana	23 de 24 papeles en baja	13 de 28 en rojo
Base monetaria: −0,68% en la semana	Variación semanal promedio, en pesos	Indicadores clave y sectores del EMAE

NUESTRA VISIÓN

El mercado cobra el riesgo político de 2027. La única defensa es convertir la disciplina en regla

El riesgo país subió +152 pb en la semana, a 939 pb, más del doble del mínimo del año (402 pb el 10/7). El disparador fue externo: unas elecciones de medio término que le quitaron a Trump el control del Congreso y abrieron dudas sobre el respaldo financiero de Washington, en una semana de ventas en Wall Street. Pero el castigo fue mucho mayor que el de otros emergentes, y eso habla de algo propio.

En nuestra visión, el mercado ya está poniendo precio a 2027. El ministro Caputo lo dijo a su manera: el miedo no es al gobierno, sino a que no esté. Cuando el inversor duda de que el rumbo sobreviva a una elección, exige una prima que hoy encarece cada dólar de deuda y aleja la vuelta a los mercados.

Lo que resistió es lo que se construyó con reglas: el mayorista se movió +0,52%, la brecha CCL quedó en 7,7% y el BCRA siguió comprando. Nuestra conclusión es redoblar la apuesta: no usar reservas para sostener bonos, mantener el superávit y convertir la disciplina fiscal y monetaria en reglas que no dependan de quién gobierne.

El frente pendiente sigue siendo la actividad: 13 de 28 series del semáforo PyT están en rojo. Las medidas de alivio a pymes (tregua de embargos de ARCA) y la propuesta de eliminar Ingresos Brutos y Sellos van en la dirección correcta: bajar impuestos distorsivos es la mejor política de crecimiento.

POSICIONAMIENTO: ESCENARIOS Y QUÉ MIRAR

ESCENARIO	DISPARADORES	SEÑALES EN EL TABLERO
Base Volatilidad alta, ancla firme	El ruido político local y externo sigue, pero el BCRA mantiene las compras y no expande la base. El frente fiscal no cede.	Riesgo país entre 850 y 939 pb · A3500 lejos del techo ($ 1.958,16) · brecha CCL en torno a 7,7%.
Alcista Reglas que calman	Señales concretas de respaldo externo, aprobación de la tercera revisión del FMI y un IPC de octubre en baja. Avances en la baja de impuestos distorsivos.	Riesgo país de vuelta debajo de 852 pb · bonos en US$ recuperando la caída de 4,9% · IPC (12/11) por debajo de 1,9%.
Bajista Prima política que se instala	Más dudas sobre el apoyo de EE.UU. o presiones para relajar la disciplina o usar reservas para contener precios.	Riesgo país arriba de 939 pb · brecha CCL ampliándose desde 7,7% · reservas en baja · A3500 acercándose al techo.

Escenarios cualitativos de Pizarra y Tasa, sin probabilidades asignadas. No constituyen una recomendación de inversión ni sugieren instrumentos.

02 · MERCADOS

Cinco ruedas seguidas de suba del riesgo país

LOS DATOS

Fue la peor semana del año para la deuda argentina. El riesgo país pasó de 787 a 805 pb el lunes y no paró de subir: el salto más fuerte fue el jueves (de 852 a 925 pb), el día en que Wall Street se desplomó, y el viernes cerró en 939 pb. En BYMA, el S&P Merval perdió 8,7%, el panel líder 6,4% en promedio, GGAL −8,3% y los bonos en dólares 4,9%. El viernes, Día del Bancario, se operó sin liquidación.

NUESTRA LECTURA

La suba del riesgo país no es solo contagio: el mercado diferencia a la Argentina para mal cuando duda de que el rumbo sobreviva a 2027.

La forma de bajar esa prima no es un anuncio, sino reglas: superávit sostenido, un banco central que no financie al Tesoro y cambios institucionales difíciles de revertir.

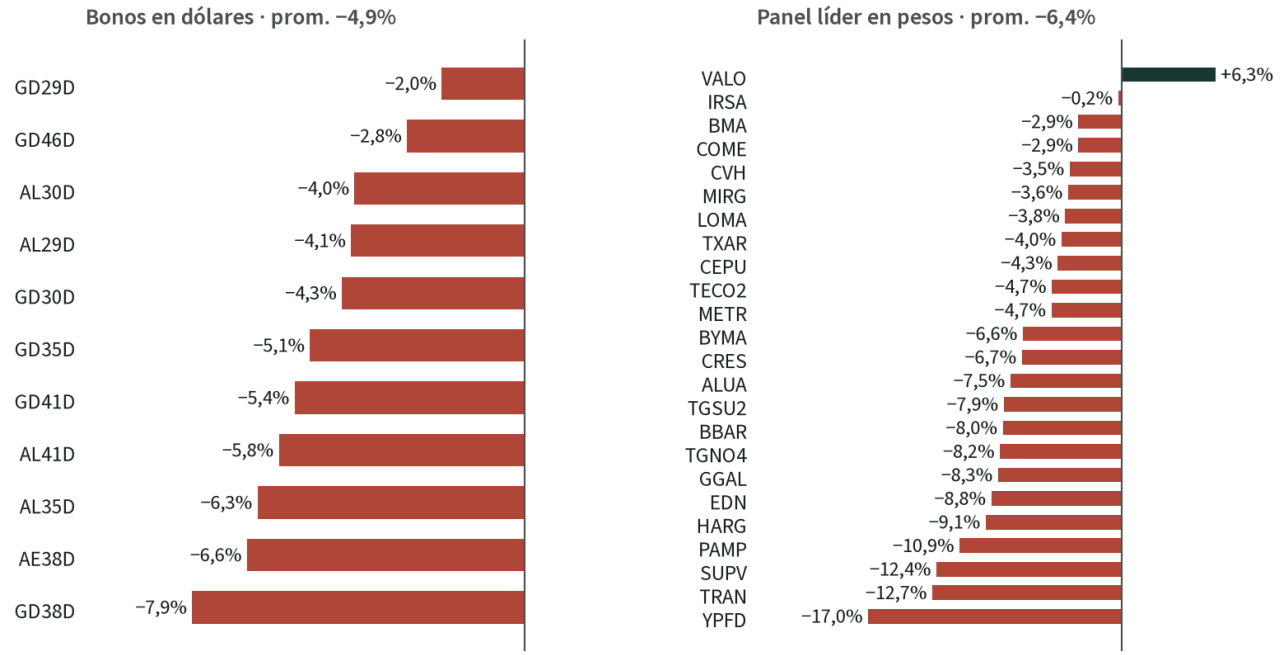
GRÁFICO 2 En doce meses, el riesgo país fue de un mínimo de 402 pb (10/7) a 939 pb

Riesgo país (EMBI), en puntos básicos. Últimos 12 meses



GRÁFICO 3 Semana roja en BYMA: el panel líder cayó 6,4% en promedio

Variación % semanal, cierre del 30/10 al 6/11



03 · CAMBIARIO Y BCRA

El dólar no acompañó: el shock quedó en los bonos

LOS DATOS

El tipo de cambio se mantuvo en su carril. El mayorista cerró en $ 1.545,40 (+0,52%), lejos del techo de la banda ($ 1.958,16). El MEP quedó en $ 1.588,0, con una brecha de 2,8%, y el CCL en $ 1.664,9 (7,7%). Las reservas brutas, tras el habitual vaivén de fin de mes, sumaron US$ 1.733 M hasta el 3/11, a US$ 50.298 M; el 5/11 bajaron a US$ 49.642 M por el pago de unos US$ 880 M al FMI. La BADLAR quedó en 21,50% y la TAMAR en 23,56% TNA.

NUESTRA LECTURA

Que el dólar no acompañara a los bonos es el dividendo de no emitir: el shock quedó en los precios de los activos y no pasó al peso.

Usar reservas para sostener bonos sería un error. Pagar al FMI con recursos propios y seguir comprando es lo que da credibilidad.

GRÁFICO 4 El ancla resistió: el mayorista sigue 26,7% debajo del techo de la banda

Pesos por dólar. Últimos 90 días

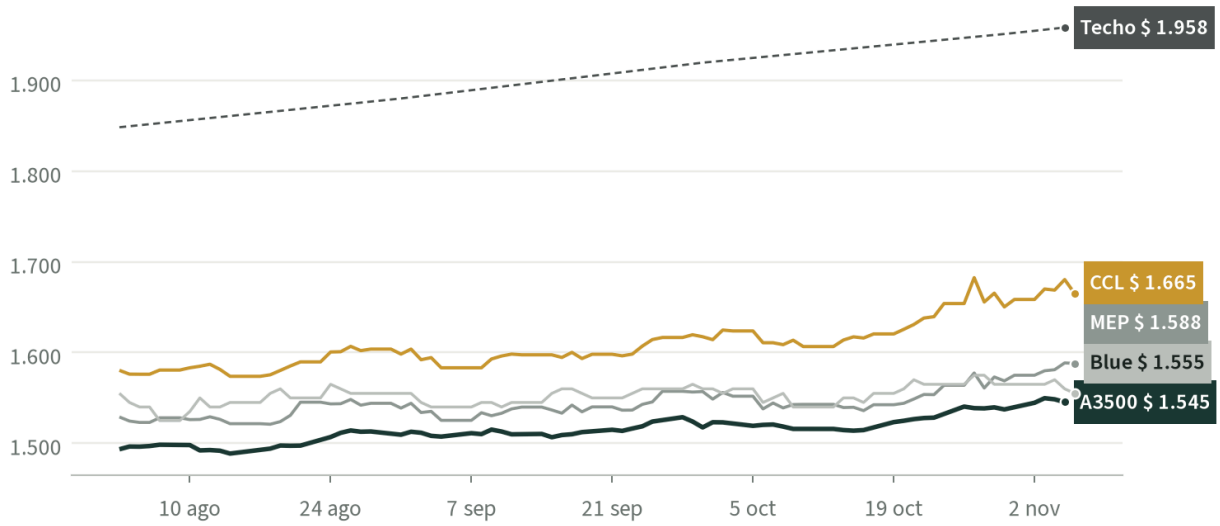
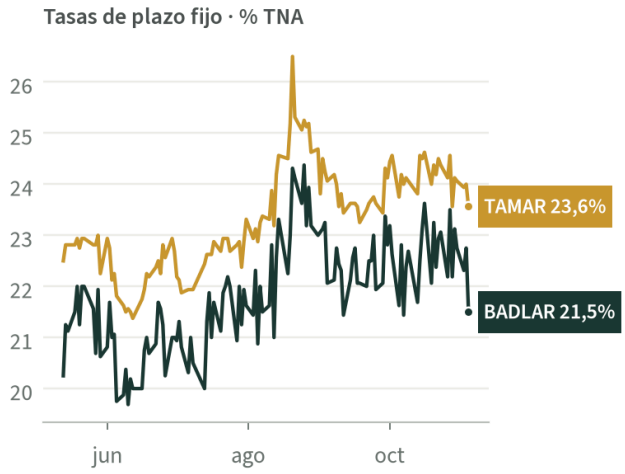


GRÁFICO 5 Reservas: vaivén de fin de mes y pago al FMI

Últimos 6 meses





CIERRES DE LA SEMANA

Tablero de mercado

LOS DATOS

La foto de la semana: castigo fuerte a la deuda y a las acciones, con el dólar y la brecha quietos. La brecha CCL (7,7%) sigue acotada y el mayorista conserva un margen de 26,7% hasta el techo de la banda.

NUESTRA LECTURA

Un mercado que vende bonos pero no corre al dólar duda del futuro, no del presente. Hay que cuidar esa diferencia.

CUADRO 1 Mercado local

Cierre del 6/11 y variación semanal

VARIABLE	UNIDAD	ÚLTIMO	VAR. SEM.
DÓLAR			
Mayorista A3500	$	1.545,40	+0,52%
Oficial BNA (venta)	$	1.570	+0,64%
MEP	$	1.588,0	+1,22%
CCL	$	1.664,9	+0,88%
Blue	$	1.555	−0,64%
Brecha CCL / mayorista	%	7,7	
Techo de la banda	$	1.958,16	
Piso de la banda	$	709,69	
RIESGO Y BONOS			
Riesgo país (EMBI)	pb	939	+152 pb
Bonos en US$ (promedio de 11)			−4,9 %
GD30	US$ c/100 VN	53,13	−4,32%
AL30	US$ c/100 VN	51,30	−4,02%
GD35	US$ c/100 VN	68,09	−5,07%
GD41	US$ c/100 VN	63,62	−5,44%
ACCIONES			
Panel líder (promedio de 24)			−6,4 %
MSCI Merval (var. diaria)	puntos	84.093,11	−0,59%
BCRA Y TASAS			
Reservas brutas	US$ M	50.298	+1.733 M
Base monetaria	$ bill.	47,00	−0,68%
BADLAR privados	% TNA	21,50	−1,25pp
TAMAR privados	% TNA	23,56	−0,50pp

CUADRO 2 ADRs argentinos en Nueva York

Variación semanal, en dólares

Vista **−18,5%**	YPF **−17,7%**	Cresud **−15,2%**	Supervielle **−12,6%**
Pampa **−12,5%**	IRSA **−11,7%**	Edenor **−9,9%**	TGS **−9,0%**
Galicia **−8,9%**	BBVA Arg. **−8,7%**	Mercado Libre **−7,1%**	Central Puerto **−6,1%**
Telecom **−6,0%**	Loma Negra **−5,1%**	Macro **−4,0%**	Globant **+1,5%**

CUADRO 3 Cierres globales

Último y variación semanal

ACTIVO	CIERRE	VAR. SEM.
Ibovespa	168.499,00	+0,34%
Real por dólar (sube = se deprecia)	5,50	+2,20%
ETF Argentina (ARGT)	73,67	−6,96%
ETF emergentes (EEM)	59,33	−2,80%
S&P 500	7.376,86	−2,68%
Nasdaq	24.579,43	−3,37%
Índice dólar DXY	102,30	+0,41%
Brent (dic-26)	98,32	−16,42%
Oro	4.074,90	+4,51%
Cobre	6,24	−3,42%
Soja CBOT	1.193,75	−2,33%
Maíz CBOT	441,50	−1,40%
Trigo CBOT	591,25	−2,03%
Tesoro EE.UU. 10 años	4,86%	−8 pb
Tesoro EE.UU. 2 años	4,51%	−5 pb

04 · CONTEXTO GLOBAL

Midterms, inteligencia artificial y petróleo: una semana de aversión al riesgo

LOS DATOS

Los demócratas se quedaron con el control de las dos cámaras del Congreso de EE.UU. El jueves, la venta de acciones ligadas a la inteligencia artificial golpeó a Wall Street: en la semana, el S&P 500 bajó 2,7% y el Nasdaq 3,4%. Las tasas del Tesoro bajaron: la de 10 años cayó 8 pb, a 4,86%, y la de 2 años 5 pb, a 4,51%. El Brent cerró en US$ 98,32 por barril. En Brasil, el Ibovespa terminó la semana casi sin cambios y el real se depreció 2,2%.

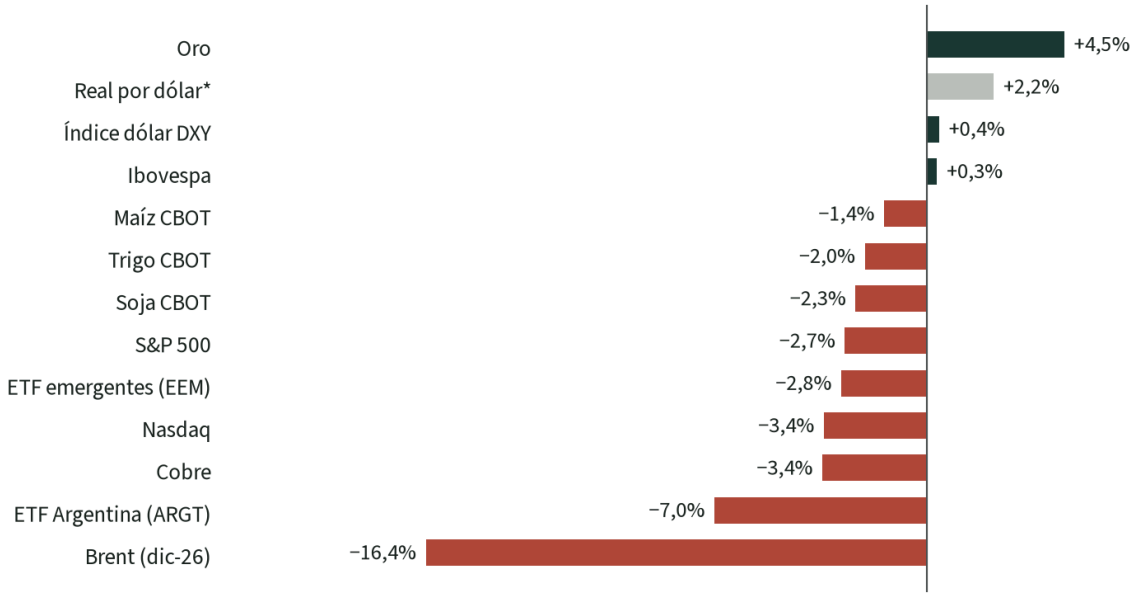
NUESTRA LECTURA

Con el Treasury a 10 años en 4,86%, el capital sigue caro: los emergentes compiten por él con reglas, no con promesas.

Depender del respaldo político de otro país es frágil. La solvencia propia es la única garantía que no cambia con una elección ajena.

GRÁFICO 6 Wall Street, golpeada por las ventas en IA: el Nasdaq perdió 3,4%

Variación % semanal. *Real por dólar: una suba es depreciación del real (en gris)



CUADRO 4 Pizarra de Rosario

Pesos y dólares por tonelada

GRANO	$/T	US$/T
Soja	535.000	348
Maíz	275.000	179
Trigo	316.519	206
Girasol (E)	775.932	505
Sorgo (E)	276.570	180

(E) Sin cotización: precio estimativo de la Cámara Arbitral.

CUADRO 5 Cosecha 2025/26

Millones de toneladas y variación anual

CULTIVO	MT	VAR.
Soja	49,26	−3,6 %
Maíz	72,61	+40,5 %
Trigo	27,89	+50,6 %
Girasol	7,61	+36,1 %

CUADRO 6 Energía

INDICADOR	ÚLTIMO	VAR.
Brent dic-26 (US$/barril), semana	98,32	−16,42%
Gas natural, producción (i.a. 3m a jun-26)		+3,1 %

05 · ECONOMÍA REAL

La actividad no despega: la salida es por la oferta

LOS DATOS

Esta semana no hubo datos nuevos de actividad en nuestra base. El EMAE de agosto subió +0,1% mensual desestacionalizado, pero sigue −1,7% interanual. En el semáforo PyT, de 28 indicadores y sectores, 6 están en verde, 9 en amarillo y 13 en rojo. Las ventas de autos nacionales caen 37% interanual en 3 meses.

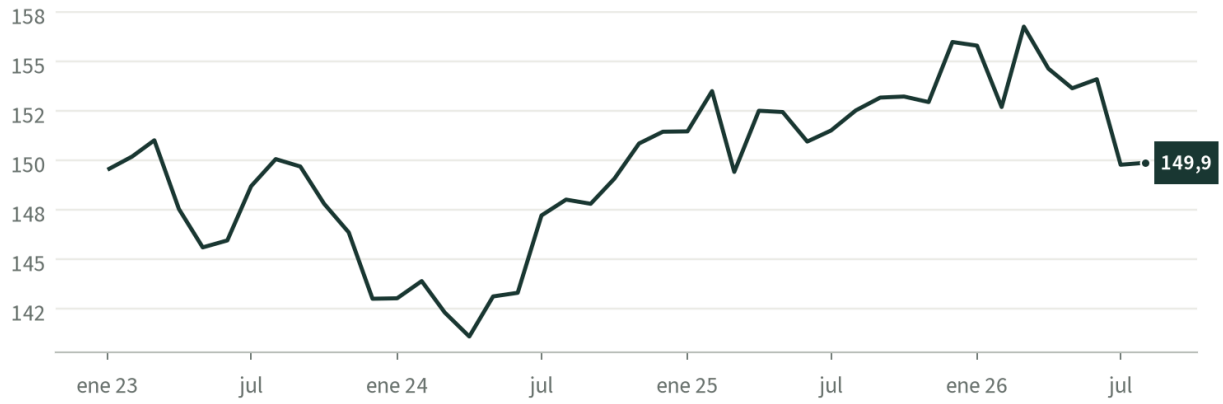
NUESTRA LECTURA

Con una inflación de 33,4% interanual no hay margen para reactivar con gasto ni emisión.

La salida es por la oferta: menos impuestos distorsivos, desregulación y apertura.

GRÁFICO 7 La actividad sigue plana: +0,1% mensual en agosto y −1,7% interanual

EMAE desestacionalizado, índice 2004 = 100. Desde enero de 2023



CUADRO 7 Semáforo PyT: indicadores clave

Color según la variación interanual de 3 meses y el impulso

3 en verde · 2 en amarillo · 7 en rojo — 12 series

INDICADOR	ÚLTIMO	I.A. MES	I.A. 3M	IMPULSO	PERCENTIL
Producción de gas natural	jun-26	+0,3 %	+3,1 %	+3,8 pp	50
Siderurgia (IPI)	sep-26	−4,1 %	+2,8 %	+6,1 pp	63
Recaudación tributaria real (deflactada por IPC) Recaudación nominal deflactada por el IPC mensual.	sep-26	+3,7 %	+1,5 %	+4,7 pp	s/d
EMAE (actividad total)	ago-26	−1,7 %	0,0 %	−2,4 %	48
Ventas en supermercados a precios constantes	jul-26	−2,1 %	−2,0 %	+2,0 pp	41
Hierro redondo para hormigón (insumo ISAC)	ago-26	−3,7 %	−1,2 %	−6,7 pp	50
ISAC (construcción)	ago-26	−4,4 %	−1,7 %	−4,7 %	49
Asalariados privados registrados (SIPA, s.e.)	jun-26	−2,0 %	−2,0 %	−0,4 %	24
IPI manufacturero (industria)	sep-26	−1,8 %	−3,3 %	−3,2 %	37
Despachos de cemento portland (insumo ISAC)	ago-26	−4,4 %	−5,9 %	−4,7 pp	36
Vehículos automotores (IPI)	sep-26	−11,9 %	−10,7 %	+5,7 pp	33
Ventas de autos nacionales al mercado interno (ADEFA)	sep-26	−28,3 %	−37,0 %	+5,0 pp	20

EMAE POR RAMA DE ACTIVIDAD

Semáforo por sector: no todo rojo es una mala noticia

LOS DATOS

De los 16 sectores del EMAE, 3 están en verde, 7 en amarillo y 6 en rojo. Lideran minas y canteras (+11,9% interanual en 3 meses) y hoteles y restaurantes (+2,5%). En rojo están la industria (−2,1%), el comercio (−1,8%), la construcción (−1,3%), el transporte (−1,1%) y la administración pública (−1,6%).

NUESTRA LECTURA

La caída de la administración pública (−1,6%) figura en rojo por criterio estadístico, pero en nuestra lectura es coherente con un Estado que gasta menos. El rojo que preocupa es el del sector privado: industria, comercio y construcción.

CUADRO 8 Semáforo PyT: sectores del EMAE

Mismo criterio que el Cuadro anterior

3 en verde · 7 en amarillo · 6 en rojo — 16 series

INDICADOR	ÚLTIMO	I.A. MES	I.A. 3M	IMPULSO	PERCENTIL
Pesca Serie muy volátil por zafras; leer con cautela.	ago-26	−15,7 %	**+111,5 %**	+116,8 pp	99
Explotación de minas y canteras	ago-26	+11,1 %	**+11,9 %**	−4,7 pp	84
Hoteles y restaurantes	ago-26	+3,1 %	**+2,5 %**	+0,1 pp	50
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	ago-26	−1,0 %	**+2,6 %**	−8,5 pp	54
Electricidad, gas y agua	ago-26	+4,3 %	**+2,1 %**	−5,2 pp	69
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	ago-26	+0,4 %	**+0,6 %**	−0,4 pp	41
Servicios sociales y de salud	ago-26	+0,6 %	**+0,4 %**	0,0 pp	39
Enseñanza	ago-26	−0,3 %	**−0,1 %**	−0,3 pp	11
Intermediación financiera	ago-26	−3,8 %	**−0,4 %**	−6,2 pp	47
Otras actividades de servicios comunitarios, sociales y personales	ago-26	−0,6 %	**−0,6 %**	−0,1 pp	45
Transporte y comunicaciones	ago-26	−2,9 %	**−1,1 %**	−3,8 pp	24
Construcción	ago-26	−2,5 %	**−1,3 %**	−3,9 pp	41
Administración pública y defensa; planes de seguridad social de afiliación obligatoria	ago-26	−1,6 %	**−1,6 %**	−0,2 pp	15
Comercio mayorista, minorista y reparaciones	ago-26	−3,5 %	**−1,8 %**	−2,2 pp	39
Industria manufacturera	ago-26	−3,2 %	**−2,1 %**	−1,0 pp	52
Impuestos netos de subsidios	ago-26	−4,2 %	**−2,3 %**	−5,7 pp	38

06 · SEMÁFORO PROVINCIAL

El empleo privado cae en casi todo el país

LOS DATOS

El empleo asalariado privado registrado de junio está en rojo en 20 de 24 jurisdicciones, en amarillo en 1 y en verde en 3. Las mejores son Neuquén, Río Negro y San Juan; las peores, Tierra del Fuego, Misiones y Corrientes. Fuera de esas tres provincias en verde, el mapa es casi todo rojo.

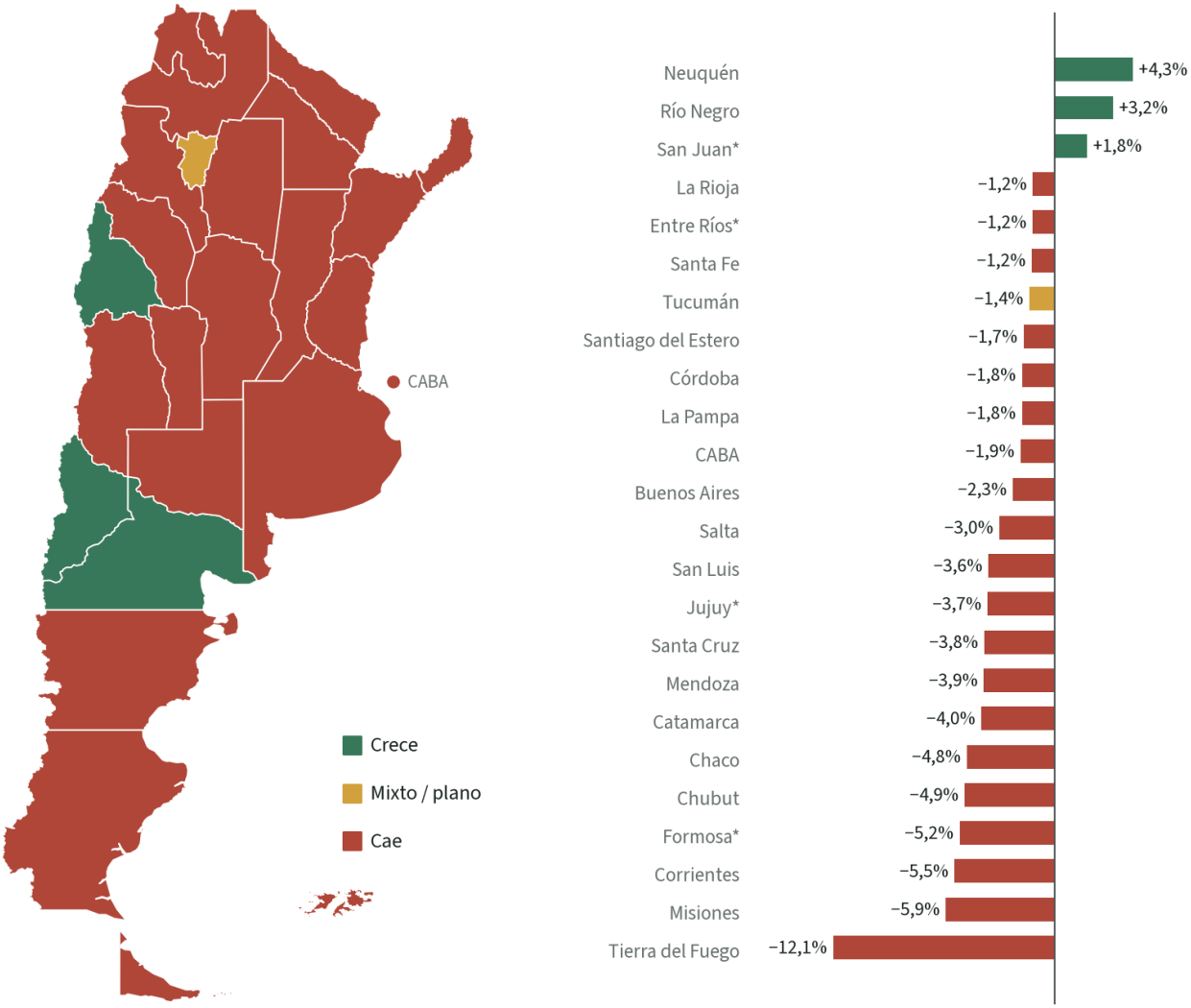
NUESTRA LECTURA

Crear empleo formal requiere que contratar sea barato y previsible. Esa agenda no es solo nacional: los impuestos provinciales y municipales distorsivos, como Ingresos Brutos y las tasas locales, también encarecen producir y contratar.

Este informe no atribuye el mapa a la política de cada provincia: para eso hacen falta datos fiscales provinciales que todavía no están en nuestra base.

GRÁFICO 8 El empleo privado registrado cae en 20 de 24 provincias

Asalariados privados registrados: variación % interanual del promedio de 3 meses a junio. * Serie sin desestacionalizar; umbral de 0,5%



07 · LO QUE VIENE

Agenda, qué mirar y metodología

CUADRO 9 Calendario INDEC

Publicaciones destacadas hasta fin de diciembre

11 nov	mié	Indicador sintético de servicios públicos (ISSP). Agosto de 2026
12 nov	jue	Índice de precios al consumidor (IPC). Cobertura nacional. Octubre de 2026
12 nov	jue	Valorización mensual de la canasta básica alimentaria (CBA) y de la canasta básica total (CBT). Octubre de 2026
13 nov	vie	Índice de salarios. Septiembre de 2026
13 nov	vie	Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII). Septiembre de 2026
17 nov	mar	Índice del costo de la construcción (ICC). Octubre de 2026
17 nov	mar	Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM). Octubre de 2026
19 nov	jue	Intercambio comercial argentino (ICA). Bienes. Octubre de 2026
19 nov	jue	Encuesta de tendencia de negocios. Supermercados y autoservicios mayoristas. Expectativas noviembre de 2026-enero de 2027
24 nov	mar	Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Septiembre de 2026

El miércoles 11/11 el Tesoro licita cinco instrumentos, entre ellos una nueva letra a tasa TAMAR. El 12/11 se conoce el IPC de octubre: el de septiembre fue 1,9% mensual y 33,4% interanual, y el REM espera 21,8% para los próximos 12 meses. A comienzos de diciembre, el Directorio del FMI trataría la tercera revisión, que destrabaría unos US$ 900 M.

CUADRO 10 Qué mirar

Umbrales de referencia tomados de los datos de este informe

INDICADOR	ÚLTIMO	SEÑAL FAVORABLE	SEÑAL DE ALERTA
Riesgo país	**939 pb**	Debajo de 852 pb	Arriba de 939 pb
Brecha CCL	**7,7%**	Acotada o en baja	En alza sostenida
Reservas brutas	**US$ 49.642 M (5/11)**	Vuelven a sumar	Caen semana a semana
Compras BCRA	**+US$ 16.000 M en 2026**	Siguen	Se frenan
A3500 vs. techo	**26,7% de margen**	Margen estable	El margen se achica
Licitación Tesoro (11/11)	**5 instrumentos**	Rollover pleno	Rollover bajo
IPC (12/11)	**1,9% m/m (sep.)**	Debajo de 1,9%	Encima de 1,9%
FMI (dic.)	**3.ª revisión**	Aprobación	Demora

Metodología

Variaciones semanales. Cierre del 6/11 contra el del 30/10 (reservas y base monetaria al 3/11; tasas al 4/11; pizarra de Rosario al 5/11). El panel líder es el promedio simple de 24 acciones en pesos (ALUA, BBAR, BMA, BYMA, CEPU, COME, CRES, CVH, EDN, GGAL, HARG, IRSA, LOMA, METR, MIRG, PAMP, SUPV, TECO2, TGNO4, TGSU2, TRAN, TXAR, VALO, YPFD); los bonos, el de 11 títulos en dólares (AE38D, AL29D, AL30D, AL35D, AL41D, GD29D, GD30D, GD35D, GD38D, GD41D, GD46D).

Semáforo PyT. i.a. 3m: variación interanual del promedio de los últimos 3 meses. **Impulso**: últimos 3 meses contra los 3 previos en series desestacionalizadas (%); si no hay, cambio de la i.a. 3m frente al trimestre previo (pp). **Percentil**: posición de la i.a. 3m en su historia desde 2016 (0 = peor, 100 = mejor). 🟢 Verde: i.a. 3m ≥ +u con impulso ≥ 0, o ≥ +3u. 🔴 Rojo: i.a. 3m ≤ −u con impulso ≤ 0, o ≤ −3u. 🟡 Amarillo: el resto. Umbral u = 1% (0,5% para empleo).

Recaudación real: recaudación nominal deflactada por el IPC mensual. **Provincias**: asalariados privados registrados (SIPA), serie desestacionalizada; con * la serie original. **Brecha**: CCL o MEP sobre el mayorista A3500.

Pizarra y Tasa

Aviso legal. Este informe tiene fines informativos y no constituye una recomendación de compra o venta de activos ni asesoramiento de inversión. Las secciones «Nuestra visión» y «Nuestra lectura» expresan la opinión editorial de Pizarra y Tasa; el resto del informe es descriptivo y se basa en datos públicos.

Datos: BCRA, INDEC, BYMA, Secretaría de Trabajo (SIPA), Secretaría de Energía, ARCA, ADEFA, MAGyP, Bolsa de Comercio de Rosario, JP Morgan (EMBI), Tesoro de EE.UU. y datos.gob.ar. Gráficos y cálculos: Pizarra y Tasa.