

TESIS DE LA SEMANA

Moody's completa el triple upgrade. Las tres calificadoras alineadas en B3 por primera vez en más de una década.

El mercado de capitales local acumula un crecimiento del 90%. La deuda corporativa se convierte en la nueva frontera.

Moody's elevó la nota soberana de Argentina de Caa1 a B3 con perspectiva positiva — el tercer upgrade en menos de tres meses, luego de Fitch en mayo y S&P en junio. Por primera vez en más de una década, las tres grandes calificadoras están alineadas. El impacto inmediato en el mercado fue moderado: el grueso de los flujos institucionales ya había entrado con los dos upgrades anteriores. El impacto de fondo es diferente: **se habilita el último grupo de fondos con mandato de tomar el peor rating de las tres agencias, y la perspectiva positiva de Moody's abre la puerta a un cuarto upgrade si el programa se consolida.** En paralelo, el mercado de capitales local creció 90% desde el inicio de la gestión, con 173 emisiones corporativas en el primer semestre de 2026 y un financiamiento total de USD 17.300 MM entre empresas y provincias desde octubre de 2025. El ciclo de los bonos soberanos está madurando. El ciclo de la deuda corporativa recién empieza.

RATING MOODY'S B3 Perspectiva positiva	RIESGO PAÍS ~410 pb Rebote por suba tasas EEUU	BCRA COMPRAS EN EL AÑO USD 12.609 MM Semana 29: USD 1.154 MM	MERCADO DE CAPITAL +90% Crecimiento desde inicio gestión	DEPÓSITOS EN USD USD 40.458 MM Récord desde 1993	PETRÓLEO BRENT USD +80/bbl Sube por escalada Medio Oriente
---	---	---	---	---	---

LO QUE CONSOLIDA EL ESCENARIO

- Triple upgrade completada: **Fitch (mayo), S&P (junio), Moody's (julio).** Perspectiva positiva de Moody's abre puerta a un cuarto upgrade si el programa se sostiene
- Mercado de capitales local **creció 90%** desde el inicio de la gestión. 173 emisiones corporativas en H1 2026. USD 17.300 MM de financiamiento entre empresas y provincias desde oct-25
- BCRA acumula **USD 12.609 MM en compras** en el año. Semana récord de USD 1.154 MM. Fitch advierte que 2027 será más exigente — la acumulación de este año es el colchón
- Depósitos privados en dólares en **USD 40.458 MM** — récord histórico desde 1993. El ahorro que estaba fuera del sistema está volviendo
- CNV "Big Bang" regulatorio: **aprobación automática de ONs**, reducción de tiempos de 6-8 meses a días. Empresas medianas que antes tardaban semanas ahora pueden emitir por semana

RIESGOS QUE EL MERCADO MONITOREA

- Riesgo país no perfora los 400 pb: **tasas del Tesoro de EEUU en máximos** (10Y al 4,59%, 30Y al 5,12%) presionan toda la renta fija emergente. El contexto global importa más ahora
- Petróleo Brent supera los **USD 80/barril** por nueva escalada Israel-Irán. Reaviva expectativas de inflación global y suba de tasas de la Fed — el mercado ya descuenta 55% de probabilidad de suba en septiembre
- Fitch advierte: la acumulación de reservas en **2027 será más difícil**. La demanda privada de dólares preelectoral puede coincidir con menor oferta estacional del agro
- Duales y CER: **tasa real forward al 7-10% anual** para 2028-2029. El mercado pricea un escenario de tasas reales crecientes — si eso no ocurre, los duales largos tienen duration que gestionar
- Vencimiento **LeLink USD 4.098 MM** al 31 de julio. El Tesoro ya canjeó el 45% en especie — queda el saldo pendiente en la licitación de la próxima semana

1 Triple upgrade completado: qué cambia, qué ya estaba descontado y qué puede pasar ahora

B3
NUEVA NOTA MOODY'S

Positiva
PERSPECTIVA MOODY'S

6 escalones
DISTANCIA A INVESTMENT GRADE

~410 pb
RIESGO PAÍS ACTUAL

GD35 +0,66%
REACCIÓN BONOS 22/7

El upgrade de Moody's de Caal a B3 con perspectiva positiva completó lo que el mercado esperaba desde que Fitch subió la nota en mayo. El impacto en precios fue moderado — los Globales subieron entre 0,4% y 0,8% en la apertura del miércoles — porque la mayor parte de los flujos institucionales ya había entrado con los upgrades anteriores. La dinámica es la que describió Yarde Buller (Facimex): el upgrade más importante fue el primero, que llevó el rating promedio a B-. El de Moody's libera al último grupo de fondos con mandato de tomar el peor rating de las tres calificadoras — un universo más reducido pero concreto. Lo más relevante del informe de Moody's no es el cambio de nota sino dos señales: la perspectiva positiva (que habilita otro upgrade si el programa se consolida) y el reconocimiento explícito de que Argentina dejó de depender del agro como única fuente de divisas — energía, minería, manufactura y servicios exportables configuran una base más diversificada. Los fundamentos que Moody's cita para una eventual nueva mejora: acumulación sostenida de reservas, disciplina fiscal y que las inversiones del RIGI (cartera de USD 141.700 MM, de los cuales USD 45.000 MM ya en ejecución) se traduzcan en exportaciones concretas. **El riesgo que identifica es el mismo que identificó en los ciclos anteriores: el año electoral de 2027.** La diferencia es que esta vez reduce la probabilidad de un giro abrupto porque el consenso social alrededor del equilibrio fiscal es más amplio y las inversiones en energía y minería generan inercia económica difícil de revertir.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

El triple upgrade cierra un capítulo y abre otro. **Para una empresa que evalúa emitir deuda en dólares: el costo de emisión bajo el soberano en B3 es estructuralmente menor que hace seis meses.** Ese diferencial no desaparece mañana, pero se achica a medida que el mercado incorpora el nuevo equilibrio. La ventana de emisión corporativa sigue abierta — y los spreads corporativos sobre el soberano todavía ofrecen valor relativo.

2 Mercado de capitales local +90%: el "Big Bang" regulatorio y el ciclo de la deuda corporativa

+90%
CRECIMIENTO MERCADO DESDE INICIO GESTIÓN

173
EMISIONES CORPORATIVAS H1 2026

USD 13.649 MM
CAPTADO POR EMPRESAS OCT-25/JUN-26

USD 3.650 MM
CAPTADO POR PROVINCIAS

6-8% anual
RENDIM. ONS ENERGÍA USD

El mercado de capitales argentino creció 90% desde el inicio de la gestión. En el primer semestre de 2026 se concretaron 173 emisiones corporativas — un ritmo que, de sostenerse, disputaría el récord histórico de 2024 y 2025. Las empresas captaron USD 13.649 MM y las provincias otros USD 3.650 MM desde octubre de 2025 hasta junio de 2026. El "Big Bang" regulatorio de la CNV llegó para acelerar ese proceso: la aprobación automática reemplaza la autorización previa, los tiempos bajan de 6-8 meses a días, y las empresas que antes mantenían múltiples procesos abiertos simultáneamente ahora pueden emitir con la frecuencia que necesitan. Allaria y Bank of America coinciden en la misma lectura desde distintas perspectivas: el ciclo de compresión de spreads soberanos está madurando. El próximo motor de retorno es el carry corporativo. Las ONS de Vista (VSCVO, ~6,4% anual), Pampa (MGCOO, ~7,1%), Tecpetrol (TTCDQ, ~6,7%) e YPF (YM34Q, ~6,9%) ofrecen rendimientos que combinan flujo dolarizado verificable, balances con apalancamiento de 1x a 1,5x EBITDA y crecimiento operativo de entre 80% y 90% proyectado. **El diferencial entre soberano y corporativo — hoy entre 100 y 200 pb según el emisor — es donde Praxis Finanzas identifica el mayor valor relativo para el segundo semestre.** Pero hay una advertencia del propio mercado: la desregulación beneficia más a las empresas de energía, minería y exportación. Las pymes y las empresas orientadas al consumo interno todavía encuentran obstáculos reales — cadena de pagos frágil, selectividad del inversor, ausencia de garantías SGR — que la norma no resuelve por sí sola.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

La desregulación abre la puerta. Quién la aprovecha depende de la estructura crediticia de cada empresa. **Para empresas con flujo exportador o ingresos dolarizados: la ventana está abierta y el timing es ahora.** Para empresas con exposición al ciclo doméstico: la desregulación reduce el costo del proceso pero no el costo del crédito. La estrategia de financiamiento en el mercado de capitales sigue siendo una conversación que hay que tener antes de necesitar el dinero, no cuando ya lo necesitan.

3 Curva de pesos: tasa real al alza, duales como posición central y lo que las forwards dicen

22,63% TNA
TAMAR ACTUAL

-4,4%
TASA REAL TAMAR ANUAL

7,65%
TASA REAL FORWARD OCT-26/OCT-27

9,89%
FORWARD CER DIC-27/DIC-28

TAMAR+9%
DUALES 2029-2030

La curva de pesos está enviando una señal que merece atención. Con la TAMAR en 22,63% TNA y la inflación de junio en 1,9% mensual, la tasa real de corto plazo está en -4,4% anual — territorio negativo. Pero las tasas reales forward cuentan otra historia: la forward a un año dentro de tres meses (TZX07/TZX06) está en 7,65% real. Los tramos que cruzan la elección de 2027 están entre 8,4% y 12,4%. Los tramos poselectorales, entre 9,9% y 12,8%. Bull Market Research plantea el punto técnico más relevante de la semana: para que esa forward de 5,89% entre los 30 días y el año se mantuviera, la TAMAR tendría que ir al 23% real en tres meses — lo que claramente no va a ocurrir. Lo que sí va a ocurrir es un empinamiento progresivo de la curva CER a medida que la elección se acerque: más incentivo a financiarse en TAMAR y comprar CER, con cada vez menos riesgo de duration. En ese contexto, los bonos duales CER/TAMAR (TXMJ0, TXMD9, TXMD8) ofrecen la posición más robusta: capturan la pata que pague más entre CER y TAMAR en cada período, sin necesidad de apostar a un escenario específico. Desde Cohen: TXMD8 (TAMAR+7,50%) y TXMD9 (TAMAR+8,60%) con paridades del 90% y 83%, con retornos de hasta 11,6% y 13,1% en escenario de compresión de 100 pb. **Bull Market Research favorece trades de empinamiento: long TZXS7 / short TZXD6 (upside 1,03% a 4 meses) y posiciones en tramos poselectorales como TXMJ8 / short TZXD7.**

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

La tasa real negativa de hoy no es el punto de llegada — es la fotografía de un momento de transición. **Los duales largos (TXMJ0, TXMD9) siguen siendo la posición estructural para quien tiene horizonte a 2-3 años.** Para liquidez de corto plazo, Lecaps cortas como S30S6 (TEM 1,9%) siguen siendo la alternativa más eficiente. La tasa fija larga sigue siendo la posición más arriesgada de la curva en este entorno.

4 Reservas, petróleo y el contexto externo: dos variables que cambiaron de signo esta semana

USD 12.609 MM
BCRA COMPRAS EN EL AÑO

USD 1.154 MM
COMPRA SEMANAL RÉCORD (SEM. 29)

USD +80/bbl
BRENT (ESCALADA MEDIO ORIENTE)

4,59%
TREASURY 10Y EEUU

5,12%
TREASURY 30Y EEUU

El BCRA acumuló USD 1.154 MM en la semana 29 — la mayor compra semanal del año — y lleva USD 12.609 MM acumulados en 2026, ya por encima del piso de la meta FMI. Fitch lo reconoció pero planteó la advertencia correcta: la segunda mitad del año suele ser más difícil para acumular reservas (menor liquidación de agro, mayor demanda estacional de dólares), y 2027 agrega la variable electoral. El contexto externo tuvo un giro esta semana que merece atención. El Brent volvió a superar los USD 80/barril por la nueva escalada Israel-Irán y el riesgo de interrupción del estrecho de Ormuz. Ese movimiento tiene dos efectos simultáneos y en sentido opuesto para Argentina: por un lado, más ingresos de divisas por exportaciones energéticas (positivo para reservas); por el otro, mayor presión inflacionaria global que empuja a la Fed hacia tasas más altas (negativo para renta fija emergente). Los Treasuries reflejan esa tensión: el 10 años en 4,59% y el 30 años en 5,12%, máximos del año. El mercado pasó de descontar recortes de tasas a proyectar una probabilidad del 55,1% de que la Fed suba en septiembre. **Con el riesgo país argentino en 410 pb, la Argentina quedó más expuesta a los factores globales que cuando estaba en 3.000 pb** — el spread local es más chico y el ruido externo pesa más. El análisis correcto, como señala Waitzel (AT Inversiones), es distinguir el driver: lo que mueve el riesgo país argentino hoy es el spread soberano local, no la tasa libre de riesgo. Y ese spread sigue comprimiendo por fundamentos domésticos.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

El petróleo arriba de USD 80 es la variable más relevante de la semana para la Argentina. **Para exportadores energéticos: más divisas, mejor flujo de caja, menor presión cambiaria.** Para el resto de la economía: presión inflacionaria importada y potencial endurecimiento de la Fed que encarece el financiamiento externo. El net para Argentina es positivo dado su condición de exportador neto — pero no es neutro para todos los sectores.

5 Depósitos en USD en récord histórico y la gestión de liquidez corporativa en dólares

USD 40.458 MM

DEPÓSITOS PRIVADOS EN USD

USD 26.332 MM

AUMENTO DESDE DIC-23

2-3%

TASA DEPÓSITO BANCARIO USD

~8%

AO29 RENDIMIENTO EN USD

6,4-7,1%

ONS ENERGÍA EN USD

Los depósitos privados en dólares alcanzaron USD 40.458 MM — el máximo desde que el BCRA empezó la serie en enero de 1993. Desde que asumió Milei entraron USD 26.332 MM al sistema bancario en moneda extranjera. El fenómeno tiene una lectura directa: el ahorro que estaba fuera del sistema está volviendo. Y una advertencia que el propio mercado señala: 2027 es el año en que esa dolarización preelectoral puede generar presiones en sentido inverso — retiro de depósitos por parte de ahorristas con mayor aversión al riesgo. Pero hay algo más relevante para una tesorería corporativa: USD 40.458 MM depositados en bancos a tasas de entre 2% y 3% anual representan un diferencial enorme respecto de las alternativas disponibles. El AO29 rinde ~8% anual. Las ONs de energía, entre 6,4% y 7,1%. La diferencia entre dejar los dólares en un depósito bancario y estructurar una posición en el mercado es entre 300 y 500 puntos básicos anuales. **Para una empresa con USD 5 millones en cuenta corriente en dólares, ese diferencial es entre USD 150.000 y USD 250.000 anuales de rendimiento no capturado.** No es una decisión de inversión — es una decisión de gestión de tesorería que muchas empresas todavía no tomaron.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

El récord de depósitos en dólares es una buena señal para el sistema financiero. Para la tesorería corporativa, es también un recordatorio de que **el costo de oportunidad de no gestionar los excedentes en USD es medible, concreto y creciente**. La conversación que hay que tener no es si el mercado va a seguir mejorando. Es si los dólares de la empresa están trabajando al ritmo del mercado o al ritmo de un plazo fijo bancario de 2025.

6 Vencimiento Lelink y gestión de deuda: la señal que el canje del Tesoro deja para las empresas

USD 4.098 MM

LELINK VENCE 31 DE JULIO

45%

CANJEADO EN ESPECIE (21/7)

90%

ELIGIÓ LELINK A AGOSTO (CORTO)

USD 2.203 MM

SALDO PENDIENTE PRÓXIMA LICITACIÓN

El Tesoro tiene un vencimiento de USD 4.098 MM en Lelinks al 31 de julio. Para descomprimir, realizó el lunes una licitación fuera de calendario en especie: ofreció canjear la Lelink de julio por una de agosto o por un bono a diciembre 2028. El resultado fue claro: adjudicó USD 1.895 MM, con el 90% de los tenedores eligiendo la Lelink corta a agosto. El mercado prefirió cobertura cambiaria de corto plazo sobre extensión de duration — exactamente el mismo patrón del canje del 18 de junio (58% de aceptación, 90% en el tramo corto). El saldo pendiente — USD 2.203 MM — va a la licitación regular de la próxima semana. Hay dos lecturas de esta operación. La primera, técnica: el Tesoro maneja con precisión quirúrgica el calendario de vencimientos, reduciendo la concentración antes de cada test de mercado. La segunda, de mercado: **cuando el mercado tiene que elegir entre cobertura cambiaria a 30 días y extensión de duration a 18 meses, elige el corto**. Eso dice algo sobre cómo está leyendo el riesgo cambiario de corto plazo. Para empresas con deuda dólar-linked con vencimientos en julio-agosto: el canje del Tesoro demostró que hay demanda institucional por el tramo corto — eso puede influir en las condiciones de refinanciación del mercado corporativo en el mismo segmento.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

La preferencia del mercado por cobertura cambiaria corta no es una señal de pánico — es racionalidad en un contexto donde la curva ROFEX ya incorpora la depreciación esperada y el costo de la cobertura larga creció. **Para empresas con deuda dólar-linked: la lógica del Tesoro aplica también al sector corporativo — rotar hacia tramos cortos y evaluar el costo-beneficio de extender duration en este momento.**

Instrumento	Análisis	Postura
Deuda soberana hard dollar		
GD35 / GD41	Triple upgrade completada. Perspectiva positiva de Moody's abre la puerta a un cuarto. El potencial de compresión adicional desde 410 pb es real pero más acotado que hace 6 meses. Ruido de tasas globales (Treasury 10Y en 4,59%) limita la velocidad — no la dirección. GD41 con mayor potencial en tramos largos según Facimex (retorno base 129%).	Sobreponderar
AL35 / GD38	Para perfiles defensivos: AL35 con menor duration y menor exposición al ruido de tasas globales. GD38 para capturar carry con duration intermedia. Criteria prefiere combinación AL30 + AE38 para carteras en dólares de largo plazo.	Reinversión selectiva
AO29 (Bonar 2029)	~8% anual en USD, cupón mensual, vencimiento oct-29. Para excedentes corporativos en USD: diferencial de 500-600 pb sobre depósitos bancarios con riesgo soberano en mínimos del ciclo. La primera subasta marcó el precio de referencia para las siguientes.	Posición central USD
Curva pesos		
TXMJ0 / TXMD9 (Duales CER/TAMAR)	Posición estructural confirmada. Tasa real forward entre 7,65% y 9,89% para los tramos que cruzan la elección. Los duales capturan la pata que pague más sin necesidad de elegir escenario. TXMD9 (TAMAR+8,60%, paridad 83%) con mejor relación riesgo-retorno según Cohen: retorno de hasta 13,1% en compresión de 100 pb.	Posición estructural
TXMD8 (Dual CER/TAMAR dic-28)	TAMAR+7,50%, paridad 90%. Duration más corta que TXMD9. Retorno de hasta 11,6% en escenario de compresión de 100 pb. Para quien quiere exposición a duales con menor duration que el tramo 2029-2030.	Sobreponderar
LECAPs cortas (S30S6)	TEM 1,9%, alineada con la inflación de junio. Para liquidez corporativa de cortísimo plazo. La tasa real es negativa hoy, pero es el instrumento más eficiente para cash de menos de 90 días. Monitorear si el BCRA ajusta el piso de tasa REPO.	Liquidez c/p
Bonos CER tramo medio (TZXS7 / TZXS8)	CER+6% y CER+8% respectivamente — las tasas más atractivas de la curva CER según PPI. TZXS8 (vencimiento sep-28) con rendimiento de 7,9% real y duration de 22 años, preferido por Research Marva para relación riesgo-retorno. Alternativa al dual para quien prioriza CER puro sobre opción alidad TAMAR.	Selectivo
Tasa fija larga (BONCAPs >dic-27)	La curva price tea tasas reales de 7-10% para los tramos poselectorales. Duration en tasa fija larga tiene downside asimétrico si esas tasas reales se materializan. Upside acotado, riesgo creciente a medida que nos acercamos al año electoral.	Reducir exposición
Dólar Linked / Futuros TC	El mercado reveló su preferencia esta semana: cobertura cambiaría corta (90% eligió Lelink agosto vs. diciembre 2028). La curva ROFEX sigue siendo la referencia correcta. Cobertura racional para posiciones a más de 60 días, pero evaluar costo-beneficio antes de cerrar duration larga.	Cobertura corta — selectivo

Instrumento	ANÁLISIS	Postura
ACCIONES		
Energía (VIST, YPF, PAMP)	Petróleo arriba de USD 80 por escalada Medio Oriente — catalizador de corto plazo para acciones energéticas. Fundamentos de Vaca Muerta intactos. RIGI con USD 45.000 MM en ejecución, Moody's cita la diversificación energética como factor central del upgrade. RICSА proyecta upside de hasta 62%. Selectivo por empresa y exposición al precio del crudo.	Selectivo / entrada corrección
Finanzas / Bancos (GGAL, BBAR)	Triple upgrade habilita nuevos fondos institucionales. Crédito hipotecario en expansión. BofA recomienda TGS dentro de su cartera argentina — flujo predecible y desapalancamiento. Upside real si el riesgo país comprime a 350 pb y se consolida el acceso al mercado de capitales.	Mantener / acumular
Industria / Consumo	La recuperación del consumo doméstico depende de que la desinflación se transmita al crédito — proceso lento que el propio Daza admitió. Sin señales de reversión de corto plazo. Presupuesto 2027 proyecta mejora del salario real — señal de dirección, no de timing.	Cautela
CRÉDITO CORPORATIVO Y ALTERNATIVAS		
ONs energía / agro — primaria	Con el soberano en B3 y el mercado de capitales local creciendo al 90%, las ONs corporativas de emisores con flujo exportador verificable son la posición de mayor valor relativo del segundo semestre. Vista (VSCVO ~6,4%), Pam pa (MGCOO ~7,1%), Teqpetrol (TTCDO ~6,7%), YPF (YM34O ~6,9%). Diferencial corporativo/soberano de 100-200 pb: ahí está el valor.	Posición central H2
ONs energía — secundario (YMCXO)	Para inversores con horizonte a 2-3 años: las ONs en el mercado secundario ofrecen acceso inmediato al carry corporativo sin necesidad de esperar una ventana de primaria. La selectividad es clave: balances con apalancamiento de 1x a 1,5x EBITDA y crecimiento operativo verificable.	Sobreponderar
AO29 — excedentes corporativos en USD	~8% anual, riesgo soberano en mínimos del ciclo. Para tesorerías con dólares en depósitos bancarios al 2-3%: el diferencial de 500-600 pb es el costo de oportunidad más concreto de la cartera. La primera subasta marcó el precio de referencia para las siguientes colocaciones.	Entrada activa
Deuda corporativa en pesos — renovaciones	La curva price tea suba de tasas reales para 2027. Las condiciones de renovación de deuda en pesos son mejores hoy que en el segundo semestre electoral. Empresas con vencimientos agosto-octubre: negociar ahora. La desregulación de la CNV redujo los tiempos de emisión de 6-8 meses a días.	Revisión urgente
Fideicomisos / Estructurados exportadores	Estructuras con flujo exportador verificable o respaldo real mantienen acceso al mercado con spreads atractivos. Las 250 emisiones entre empresas y provincias desde oct-25 demuestran que el mercado tiene apetito — pero discrimina por calidad del subyacente. Discriminar por flujo, no por categoría del vehículo.	Selectivo
Fideicomisos consumo doméstico	Consumo doméstico sin recuperación visible. El crédito corporativo sigue siendo "prohibitivo" según Daza. Estructuras ligadas al ciclo doméstico bajo presión de pricing y mayor selectividad del inversor. La desregulación de la CNV no resuelve el riesgo de subyacente.	Cautela