

TESIS DE LA SEMANA

La semana se define el miércoles, no en la Fed. Cuatro decisiones de caja antes del cierre de la licitación.

Toda la información de la semana converge en un solo lugar y en 72 horas: la licitación del Tesoro del miércoles y un dólar que el BCRA está planchando a mano. No es un dato de color —es donde una tesorería corporativa define, esta semana, qué hace con cada parte de su balance. El Tesoro sale a renovar **\$8,5 billones** con un menú que reintroduce los duales y acorta la tasa fija a 77 días; el futuro de dólar cotiza **por debajo del spot**; el AO29 rinde 8% con cupón mensual mientras un plazo fijo en dólares paga 2-3%; y en diciembre vence un muro de \$53 billones en pesos. Cada uno de esos hechos es una instrucción para la caja. El contexto externo —tasas de EE.UU. en máximos— importa por una sola razón: es el motivo por el que estas ventanas están abiertas **ahora** y no se van a quedar abiertas. Lo que sigue son las cuatro decisiones, con su fecha y su costo de no tomarlas.

LICITACIÓN 29/7

\$8,5 billones

Eleje de la semana

DUAL NUEVO

TMVE8

TAMAR/DLa enero 2028

COBERTURA JUL

Implícita neg.

El BCRA la subsidia

AO29

8% + mensual

vs. plazo fijo USD 2-3%

VENC. PESOS DIC

\$53 billones

El muro de Q4

TEM ROLLOVER

1,92%

Mínimo del año

▲ LO QUE LA TESORERÍA APROVECHA ESTA SEMANA

- **Cobertura cambiaria subsidiada:** el futuro de julio cotiza por debajo del spot — fijar flujos dolarizados comprometidos antes del viernes.
- **AO29 al 8% con cupón mensual:** destino para dólares ociosos que hoy rinden 2-3% en un plazo fijo.
- Menú con duales: el **TMVE8** permite renovar pesos cubriendo la ventana electoral sin elegir escenario.
- Rollover en 1,92% TEM (mínimo del año) y crédito a empresas con tasas en baja — ventana de fondeo en pesos más barata.
- Cuentas sueldo en dólares habilitadas — herramienta nueva para ordenar nómina y caja en USD sin costos.

▼ LO QUE LA TESORERÍA DEBE DEFENDER

- Muro de vencimientos en pesos: **\$53 billones en diciembre** — renegociar Q4 ahora, no al vencimiento.
- Dólar sobre \$1.500, brecha CCL-spot de 6,7% y compras del BCRA en baja (USD 35 MM/día) — la calma cambiaria tiene fecha.
- Crédito al consumo en estrés (personales al 60%, mora en alza) y depósitos/crédito en pesos desacelerando — liquidez local más ajustada.
- Industria en retracción y competencia china (Vicuña) — el spread castiga al emisor de demanda interna.
- Tasa fija larga: ni el Tesoro la coloca limpia hacia la elección — evitar duration en pesos sin cobertura.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

La semana ofrece cuatro decisiones de caja, todas locales y todas con fecha. **Primero:** cubrir los dólares comprometidos hasta enero mientras el BCRA subsidia el futuro —la ventana cierra el viernes. **Segundo:** estacionar la liquidez ociosa en dólares en el AO29 al 8% con cupón mensual, en vez de dejarla al 2-3% en un plazo fijo. **Tercero:** en la licitación del miércoles, elegir el dual TMVE8 para renovar pesos con cobertura y dejar afuera la tasa fija larga. **Cuarto:** adelantar la renegociación de todo vencimiento en pesos de Q4 antes del muro de diciembre. Ninguna depende de una visión de mercado: todas, de **actuar antes de que la ventana se cierre**. Esta semana el retorno de la tesorería no lo define cuánto rinde cada instrumento, sino el timing con que se toman estas cuatro decisiones.

1 Los pesos excedentes: qué elegir en la licitación del miércoles

\$8,5 bill.

ARENOVAR · MIÉRCOLES 29

TMVE8

DUAL TAMAR/DL · ESTRENO AENE-28

77 días

LECAP S16O6 · LA MÁS CORTA

1,92%

TEM ÚLTIMO ROLLOVER

20% / 23%

CAUCIÓN / PLAZO FIJO ANUAL

Furiase puso sobre la mesa seis instrumentos para renovar \$8,5 billones, y el menú mismo es la señal. Reabre el dual CER/TAMAR a diciembre de 2028 (TXMD8), estrena un dual TAMAR/dólar-linked a enero de 2028 (TMVE8), ofrece una LECAP deliberadamente corta a 77 días (S16O6), dos dólar-linked (una nueva a enero de 2027) y la reapertura del AO29. Para una tesorería con pesos excedentes, la traducción es directa. **El TMVE8 es el instrumento del mes:** paga la tasa mayorista (TAMAR) y, al vencimiento, deja elegir entre esa tasa y la evolución del dólar — cubre la ventana electoral sin obligar a la empresa a apostar por un escenario. La LECAP a 77 días es para liquidez de cartísimo plazo, no para posicionarse en tasa. Y la tasa fija larga queda afuera: si el propio Tesoro la acorta a 77 días, no hay razón para que la caja de la empresa la estire.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

El Tesoro le está mostrando a la empresa qué hacer con sus pesos: cubrirse, no apostar. La instrucción para la caja excedente es **entrar al TMVE8 en la licitación** —renta TAMAR con piso cambiario a enero— y usar la LECAP corta solo para lo que necesite estar líquido en semanas. Lo que hay que evitar es quedar en tasa fija plana hacia el cuarto trimestre: es la única posición que ni el emisor soberano está dispuesto a tomar. El costo de elegir mal acá no es un rendimiento menor; es entrar a la ventana electoral sin cobertura.

2 Los dólares ociosos: 8% con cupón mensual contra el plazo fijo al 2-3%

8% TNA

AO29 · CUPÓN MENSUAL

<8%

YA COMPRIMIÓ vs MEP

2-3%

PLAZO FIJO USD BANCARIO

USD 1.351 MM

TOPE LICITACIÓN + 150 2DA VUELTA

~2x

SOBRESUSCRIPCIÓN EN EL DEBUT

El AO29 vuelve a licitarse el miércoles (tope USD 1.351 MM más USD 150 MM de segunda vuelta), y su perfil lo vuelve la respuesta más concreta a un problema que casi toda tesorería tiene: dólares parados en el banco rindiendo 2-3% anual. El bono paga cerca de 8% con **cupón mensual —flujo, no promesa—** y ya comprimió por debajo de 8% contra MEP en su primera semana, con la colocación inicial sobresuscripta unas dos veces. El riesgo es soberano y está en mínimos del ciclo. Para una empresa con, por ejemplo, USD 5 millones de caja transaccional en dólares, el diferencial entre 2-3% y 8% no es marginal: son cientos de miles de dólares anuales de rendimiento que hoy no se están capturando.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

Esto no es una recomendación de inversión: es gestión de tesorería. La caja en dólares que una empresa necesita tener disponible, pero no va a tocar en los próximos meses, rindiendo 2-3% en un plazo fijo es **capital ocioso con un costo de oportunidad medible**. El AO29 —líquido, con cupón mensual y riesgo soberano en mínimos— es el destino natural de esos excedentes y la reapertura del miércoles es la vía de entrada al precio de corte. La decisión no es si el mercado va a seguir mejorando; es si los dólares de la empresa trabajan al ritmo del mercado o al de un plazo fijo.

3 La cobertura cambiaria: el BCRA la está subsidiando, hasta el viernes

\$1.496,50

FUTURO JULIO · < SPOT

\$1.498,50

SPOT MAYORISTA

Negativa

IMPLÍCITA A3 · ANOMALÍA

6,7%

BRECHA CCL-SPOT

USD 35 MM/día

COMPRAS BCRA · YA EN BAJA

El futuro de dólar de julio cerró en \$1.496,50, por debajo del spot mayorista de \$1.498,50: tasa implícita negativa a una semana del vencimiento. No es mercado, es intervención —el BCRA está vendiendo futuros (volvió a hacerlo por primera vez desde septiembre) y con eso mantiene el precio de la cobertura artificialmente bajo. El contrato vence el viernes. En paralelo, el spot ya presiona sobre \$1.500, la brecha CCL-spot es de 6,7%, las compras del BCRA se moderaron a USD 35 MM diarios y el segundo semestre es estacionalmente más demandante de divisas. **La calma cambiaria es real, pero es administrada y tiene fecha.**

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

Para una tesorería con un pago de importación, un vencimiento de deuda en dólares o cualquier compromiso en moneda dura dentro de la ventana electoral, hoy el mercado le paga por cubrirse: puede fijar el tipo de cambio **por debajo del spot**. Eso casi nunca ocurre, y no exige tener una visión sobre el dólar —solo aprovechar una anomalía que el BCRA sostiene con su intervención. La decisión no es “cubrir o no cubrir”, es “cubrir ahora o cubrir después”, y el costo de esperar es la diferencia entre la implícita negativa de hoy y la positiva que reaparece apenas el BCRA suelte el mercado tras el viernes. **Cerrar la cobertura de los flujos comprometidos hasta enero antes de esa fecha.**

4 La deuda en pesos: renegociar Q4 antes del muro de diciembre

\$53 bill.

VENCE SOLO EN DICIEMBRE

>\$100 bill.

VENCIMIENTOS DEL SEMESTRE

77 días

HASTA LO QUE COLOCA EL TESORO

60%

CRÉDITO PERSONAL · MORA SUBE

En baja

TASA DE CRÉDITO A EMPRESAS

El Tesoro enfrenta más de \$100 billones de vencimientos en pesos en el semestre, con \$53 billones concentrados solo en diciembre —y para atravesarlos tuvo que reintroducir opcionalidad y acortar la tasa fija a 77 días. Para una empresa con deuda en pesos que vence en el cuarto trimestre, esa foto es una **advertencia operativa**: en diciembre va a intentar refinanciar en el mismo momento en que el soberano absorbe el mayor volumen de pesos del año, compitiendo por la misma demanda. Del lado del crédito bancario el cuadro es mixto: las tasas a empresas vienen bajando, pero las de crédito personal están en 60% con mora en aumento, y los depósitos y créditos en pesos se desaceleraron tras canalizarse el aguinaldo a cancelar tarjetas. La liquidez local, en el margen, se está ajustando.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

Si el emisor soberano —con poder para fijar su propia tasa— no se anima a colocar tasa fija larga limpia hacia la elección, una empresa que llegue a diciembre a renovar deuda en pesos a tasa plana está tomando un riesgo que el Estado esquivo. La instrucción es **adelantarse: renegociar ahora todo vencimiento de pesos entre septiembre y diciembre**, incorporando la misma opcionalidad (CER/TAMAR o TAMAR/dólar-linked) que el Tesoro está validando, y aprovechar que la tasa a empresas todavía está en baja. Esperar al vencimiento es refinanciar en el peor momento del año —contra \$53 billones soberanos y con la liquidez en pesos más ajustada.

5 El crédito corporativo: de qué lado del flujo pararse

8%

AO 29 · BENCHMARK SOBERANO

-6,3%

METALÚRGICAS ENERGÍA · ADIMRA

USD 7.100 MM

VICUÑA · MÓDULOS ACHINA

> soberano

PROVINCIA YA MEJOR CALIFICADA

El flujo

EL CRITERIO, NO EL NOMBRE

La pregunta que la city se hace esta semana —soberano o corporativo— tiene, para una tesorería, una respuesta que no pasa por el nombre sino por el flujo. El dato que separa a un emisor de otro es **de qué lado de la economía está**: la fábrica de dólares (energía, agro, minería) corre a récord, mientras la industria de demanda interna se retrae —las metalúrgicas ligadas a energía cayeron 6,3% interanual (Adimra) y el caso Vicuña (USD 7.100 MM) muestra a un proyecto minero comprando sus módulos a un proveedor chino en lugar de la proveeduría local. Ese contraste se paga en el spread de crédito. En paralelo, ya hay una provincia que califica por encima del soberano, señal de que el crédito subsoberano selectivo también ofrece valor.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

Para la empresa que invierte excedentes en crédito corporativo, la instrucción es **discriminar por exposición al dólar, no por tasa nominal ni por marca**: ON de energía, agro y minería —flujo dolarizado verificable— como núcleo, con el AO29 al 8% como piso de comparación soberano; industria de demanda interna y consumo, solo con un premio que compense un viento de frente que es estructural, no coyuntural. Para la empresa que **es** emisora, el mensaje es el espejo: la ventana de crédito barato está abierta para quien tiene flujo exportador y encareciéndose para el resto —conviene salir al mercado contra el flujo que se premia, no contra el balance que se castiga.

6 La caja operativa: costo de fondeo y una herramienta nueva en dólares

~20%

CAUCIÓN ANUAL

23%

PLAZO FIJO ANUAL

60%

CRÉDITO PERSONAL · MORA EN ALZA

Desacelera

DEPÓSITOS Y CRÉDITO EN PESOS

Habilitadas

CUENTAS SUELDO EN DÓLARES

Debajo de las grandes decisiones está la caja del día a día, y ahí también hubo movimientos. Las tasas cortas siguen planchadas por el BCRA —caución en torno al 20% y plazo fijo al 23% anual—, lo que abarata el fondeo de corto pero también reduce el rendimiento de la liquidez transaccional en pesos. El crédito a empresas viene con tasas en baja; el crédito personal, en cambio, está en 60% con mora en aumento, lo que retrajo la oferta. El Monitor de liquidez de la semana muestra **depósitos y créditos en pesos desacelerando**, con el aguinaldo canalizado a cancelar tarjetas. Y aparece una herramienta concreta: las cuentas sueldo en dólares quedaron habilitadas para cobrar salarios sin costos, un instrumento nuevo para ordenar nómina y caja en moneda dura.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

Dos lecturas para la operación. Primero, con la caución al 20% y el plazo fijo al 23%, la liquidez transaccional en pesos rinde poco: **minimizar el saldo ocioso en pesos** y canalizar los excedentes reales a los instrumentos de la licitación, no dejarlos quietos. Segundo, las cuentas sueldo en dólares son una oportunidad de ordenamiento que la mayoría de las tesorerías todavía no adoptó —útil para empresas con ingresos o costos dolarizados que quieran alinear la nómina a su flujo real. Ninguna de las dos mueve el balance sola; juntas son la diferencia entre una tesorería que trabaja la caja y una que la deja dormir.

Instrumento	Análisis	Postura
Deuda Soberana Hard Dollar		
GD35 / GD41	El tramo largo es hoy la posición que más aporta volatilidad y menos aporta al carry mensual. Defender lo que se tiene, no agregar en la punta: el retorno de la caja se cobra en el tramo medio y en el cupón, no en la apuesta de duration.	No sumar / defender
AL30 / AE38	Donde se cobra el carry sin la duration de la punta. Convergencia de mesas (Criteria, Facimex, Mariva) hacia ley local corto-medio. Destino de la reinversión de cupones.	Re inversión selectiva
AO29 (Bonar 2029)	El uso de caja en dólares más eficiente disponible: 8% con cupón mensual y riesgo soberano en mínimos, sin exposición a duration global. Destino del dólar marginal —cupones, excedentes, nuevas asignaciones.	Posición central USD
Curva Pesos		
TMVE8 (Dual TAMAR/DLeñe-28)	El dual que el CFO usa para renovar sin apostar: carry TAMAR + piso cambiario a enero cubre exactamente la ventana electoral. Estreno del miércoles — incorporar en la licitación.	Incorporar
TXMD8 (Dual CER/TAMAR dic-28)	Reabierto el miércoles. Captura la pata que más pague entre CER y TAMAR sin elegir escenario, con menor duration que el tramo 2029-2030.	Sobreponderar
Bonos CER tramo medio (TZXS7/TZXS8)	Tasa real positiva con duration acotada. Alternativa al dual para quien prioriza CER puro sobre la opcionalidad TAMAR.	Selectivo
LECAP corta (S16O6)	77 días — el propio Tesoro acorta duration en tasa fija. Liquidez de cartísimo plazo para excedentes en pesos, no posición de tasa.	Liquidez c/p
Tasa fija larga (BONCAPs)	El Tesoro no coloca fija larga limpia hacia la elección: la empresa tampoco debería. Downside asimétrico si las tasas reales suben.	Reducir exposición
Dólar Linked / Futuros TC	Implícita negativa: el BCRA subsidia la cobertura hasta el viernes. Fijar todo flujo dolarizado comprometido antes del vencimiento — la ventana no se renueva sola.	Cobertura — antes del viernes

Instrumento	Análisis	Postura
Acciones		
Energía (VIST, YPF, PAMP)	La corrección del Brent ya llegó (TGS Pampa, Central Puerto, YPF a la baja): la entrada se construye acá, no arriba. Selectivo por empresa; atención al arrastre fiscal de la nafta.	Selectivo / corrección
Finanzas / Bancos (GGAL, BBAR, BMA)	Los financieros lideraron la rueda (ADRs hasta +3,5%). El triple upgrade habilita fondos que aún no entraron. Crédito predecible y desapalancado — acumular en el segmento.	Mantener / acumular
Industria / Consumo	No comprar el rebote: China (Vicuña) desplaza proveeduría, la industria cae (UIA) y la confianza toca mínimos. Exigir premio o esperar; el viento de frente es estructural.	Cautela
Crédito corporativo y alternativas		
ONs energía / agro / minería primaria	El núcleo del semestre: la única punta con flujo dolarizado verificable cuando el viento externo sopla en contra. El diferencial corporativo/soberano paga por estar acá.	Posición central H2
ONs energía — secundario	Acceso inmediato al carry sin esperar primaria. Selectividad por balance: apalancamiento 1x-1,5x EBITDA y crecimiento operativo verificable — no por nombre.	Sobreponderar
AO29 — excedentes corporativos USD	Para tesorerías con dólares en banco al 2-3%: 8% con riesgo soberano en mínimos. El diferencial es el costo de oportunidad más concreto y medible de la caja ociosa.	Entrada activa
Deuda corporativa en pesos — renovaciones	Si el Tesoro no coloca fija larga limpia, la empresa tampoco: renegociar todo vencimiento Q4 ahora, con opción alidad, antes de competir con \$53 bill. en diciembre.	Renegociar ahora
Fideicomisos exportadores	Emitir contra el flujo que el mercado premia. Estructuras con subyacente exportador verificable mantienen spreads atractivos — discriminar por calidad del flujo, no por vehículo.	Selectivo
Fideicomisos consumo	No emitir ni comprar contra el balance que el mercado castiga: mora en personales, tasas del 60%, SAC a tarjetas. Presión de pricing y mayor selectividad del inversor.	Cautela