

TESIS DE LA SEMANA

El riesgo país roza los 400 puntos.
Caputo presentó la hoja de ruta hasta el fin del mandato.

El lunes 7, Caputo presentó el programa financiero 2026-2027 sin emisión en Wall Street: USD 19.200 MM de necesidades en 2026 con superávit proyectado de USD 3.700 MM, y USD 24.900 MM para 2027 cubiertos sin salir al mercado internacional. El BCRA refinanció USD 6.000 MM en repos hasta septiembre de 2028 —con sobresuscripción de USD 8.250 MM. Argentina cerró los últimos holdouts pagando USD 171 MM. Moody's destacó al país como caso de recuperación crediticia regional. El riesgo país perforó los 400 pb por primera vez desde 2018 y los ADRs volaron hasta 7,5%. **Lo que cambió esta semana no es un dato: es la narrativa. Argentina pasó de "evitar el default" a "converger hacia Investment Grade en 2031". Para una tesorería corporativa, eso tiene consecuencias directas sobre el costo de capital y el acceso al financiamiento en dólares en los próximos 18 meses.**

RIESGO PAÍS ~400 pb Mínimo desde 2018	ADRS — LUNES 7/7 hasta +7,5% Tras anuncio prog. financiero	REPOS BCRA REFINANCIADOS USD 6.000 MM Vencimientos a sept 2028	PROG. FINANCIERO 2026 USD 19.200 MM Superávit USD 3.700 MM	BONAR 2029 ANUNCIADO USD 2.000 MM 6% anual, cupón mensual	BCRA COMPRAS ACUM. USD 11.325 MM USD 100 MM en una rueda
---	--	--	--	---	--

▲ LO QUE CONSOLIDA EL ESQUEMA

- Programa financiero **con superávit de USD 3.700 MM en 2026** y 2027 cubierto sin Wall Street. El 40% de los vencimientos en pesos quedó pos-electoral
- Repos refinanciados hasta **sept 2028**: el BCRA llega al año electoral sin presión de vencimientos en moneda dura
- **Cierre de holdouts (USD 171 MM)**: Argentina sin deuda en default por primera vez desde 2001. Prerequisito técnico para el re acceso al mercado voluntario
- Moody's señaló recuperación crediticia. Caputo fijó **Investment Grade 2031**. El mercado empieza a pricear el camino, no solo el punto de partida
- BCRA acumula **USD 11.325 MM en compras** en el año, a USD 1.000 MM de la meta FMI. Reservas brutas en USD 48.237 MM

▼ RIESGOS QUE EL MERCADO MONITOREA

- Demanda de dólar ahorro: **USD 3.000 MM mensuales**. Proyección de USD 50.000 MM hasta oct 2027 —más que las reservas brutas actuales. El mayor riesgo latente del esquema
- El programa financiero 2027 depende de rollover local, préstamos garantizados y swaps. El mercado **valida el plan pero no la ejecución**: cada licitación del Tesoro es un test
- Recaudación impositiva cayó fuerte en junio. **Consumo pyme -1,3% mensual**, cierra semestre en rojo. La macro mejora, la micro no llega todavía
- Petróleo Brent en **USD 72/barril (-40% desde abril)**. Cada caída del 10% implica un tipo de cambio 4-5% más débil. El principal driver del dólar argentino hoy no es el déficit: es el crudo
- Tasa real forward 2027 ya priceada en **más del 15% anual**. El mercado anticipa que el BCRA subirá tasas en año electoral. La curva de pesos tiene esa señal incorporada

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

El programa financiero de Caputo es el evento más importante para el mercado de capitales argentino en lo que va del año — no porque resuelva todo, sino porque **despeja el único escenario que el mercado todavía temía: una crisis de financiamiento en 2027**. Con ese riesgo acotado, la compresión del spread soberano tiene recorrido. Para una tesorería corporativa, la implicancia es directa: **el costo del financiamiento en dólares seguirá bajando en los próximos trimestres**. Quien emite una ON hoy lo hace en las mejores condiciones del ciclo. Quien espera al año electoral lo hace cuando el mercado ya habrá priceado la prima de riesgo política. **La ventana es ahora.**

1 El programa financiero: por qué el mercado lo leyó bien y dónde están las preguntas abiertas

USD 3.700 MM

SUPERÁVIT FINANCIERO 2026

USD 6.000 MM

BONOS LEY LOCAL 2026

USD 5.000 MM

BONOS LEY LOCAL 2027

40%

VENCIM. PESOS POS-ELECTORAL

USD 24.900 MM

NECESIDADES 2027

El programa financiero de Caputo tiene dos lecturas. La primera, superficial: Argentina cubre sus vencimientos sin emitir en Wall Street. La segunda, estructural: por primera vez desde 2001, el país tiene un plan de financiamiento plurianual con fuentes identificadas, sin depender de que el mercado internacional "le abra la ventana". Eso es lo que el mercado festejó el lunes. Las fuentes para 2026 suman USD 22.900 MM sobre necesidades de USD 19.200 MM: superávit financiero de USD 3.700 MM, compra de divisas al BCRA por USD 6.700 MM, bonos locales por USD 6.000 MM (AO27, AO28, AO29), préstamos garantizados por BM/BID por USD 4.000 MM, multilaterales y FMI por USD 4.700 MM, privatizaciones por USD 800 MM. Para 2027, el esquema es similar con USD 5.000 MM adicionales en bonos locales. La pregunta abierta —que el mercado no ignora— es la ejecución: el rollover en pesos depende de que el mercado local siga demandando deuda del Tesoro licitación a licitación. El 40% de los vencimientos en pesos ya quedó pos-electoral, lo que reduce la presión de corto plazo pero no la elimina. **Caputo fue explícito: "Wall Street es una opción, no un objetivo". Eso no es bravata: es una estrategia deliberada de desarrollo del mercado de capitales local**, que —si funciona— beneficia directamente a las empresas que hoy dependen del crédito bancario como única fuente de financiamiento.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

El AO29 al 6% anual con cupón mensual es el instrumento más relevante para tesorerías corporativas con excedentes en dólares. **Un 6% anual en USD supera cualquier tasa de depósito bancario disponible en el mercado local, con liquidez mensual y riesgo soberano argentino** —que hoy está en mínimos de 8 años. La primera subasta sin precio mínimo es la señal: el Gobierno quiere que el mercado descubra el precio. Para quienes tienen dólares inmovilizados en cuentas corrientes o plazos fijos, esta es la conversación que tienen que tener ahora.

2 BCRA: repos, reservas y el diseño deliberado del poder de fuego para 2027

USD 6.000 MM

REPOS REFINANCIADOS

SOFR+4%

COSTO DE LA NUEVA OPERACIÓN

USD 8.250 MM

SOBRESUSCRIPCIÓN RECIBIDA

USD ~20.000 MM

PODER DE FUEGO TOTAL 2027

USD 171 MM

CIERRE HOLDOUTS

La refinanciación de los repos es la operación más importante del BCRA en el año. No porque sea un monto extraordinario, sino porque **elimina el único escenario de estrés que el mercado todavía tenía en el radar para 2026-2027: un vencimiento de USD 6.000 MM en moneda dura en plena campaña electoral**. La sobresuscripción de USD 8.250 MM sobre USD 6.000 MM buscados dice algo concreto: diez bancos internacionales de primera línea pujaron por prestarle al BCRA argentino más de lo que pedía, a menor costo que la operación anterior. Ese es el dato de crédito real, más allá del riesgo país. En paralelo, el cierre de los últimos holdouts por USD 171 MM elimina el último obstáculo técnico para el re acceso al mercado voluntario de deuda en dólares. El vicepresidente Werning presentó el "poder de fuego" para 2027 en cuatro capas: reservas acumuladas (USD 11.325 MM en compras en el año), futuros disponibles para intervención, swaps de monedas plenamente operativos, y repos renovados. En conjunto, cerca de USD 20.000 MM adicionales. **El BCRA llega al año electoral con una posición de intervención muy superior a la de 2025, cuando la demanda de cobertura preelectoral alcanzó entre USD 30.000 y USD 35.000 MM**. El mercado lo entiende: el costo de apostar contra el peso en 2027 acaba de subir significativamente.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

Para tesorerías que gestionan riesgo cambiario con horizonte a 12-18 meses: **la probabilidad de un evento de estrés cambiario en 2027 bajó materialmente esta semana, pero no a cero**. El "poder de fuego" del BCRA es real, pero los repos son deuda que hay que renovar, los swaps son contingentes y los futuros son capacidad de intervención, no activos propios. La estrategia correcta no es ignorar la cobertura: es calibrarla al nuevo nivel de riesgo, que bajó. Coberturas a 18 meses siguen siendo razonables; panic-cover a cualquier precio, ya no.

3 Mercados: riesgo país en 400 pb, ADRs en rally y la pregunta que el mercado aún no responde

~400 pb

RIESGO PAÍS (MÍN. 8 AÑOS)

+7,5%

ADRS MEJOR RUEDA

Energía +18,5%

MEJOR SECTOR EN EL AÑO

Comunicación +18,3%

SEGUNDO SECTOR POSITIVO

USD 1.652

ROFEX DIC-26

El riesgo país perforó los 400 pb el lunes, mínimo desde 2018, con los ADRs subiendo hasta 7,5% y los Globales extendiendo la tendencia de las últimas semanas. La pregunta relevante no es cuánto bajó el riesgo país —todos los medios ya lo dicen. La pregunta relevante es **hasta dónde puede bajar y qué implica para el costo de financiamiento corporativo en dólares en cada escalón**. Un riesgo país en 350 pb —el siguiente objetivo técnico— implica que las ONs corporativas de primera calidad argentina se pueden emitir cerca del 7% anual en dólares. En 300 pb, la tasa baja al entorno del 6%. Eso es lo que el programa financiero de Caputo habilita si se ejecuta. En el Merval, el patrón sigue siendo el mismo: energía y comunicación lideran; consumo e industria bajo presión. La resolución del MSCI sigue diferida, pero el camino al Investment Grade es ahora el catalizador de largo plazo que reemplaza ese escenario. Moody's destacó a Argentina como el caso de recuperación crediticia más relevante de la región. No es una calificación —todavía. Es una señal de dirección que los mercados de deuda internacionales ya empezaron a procesar.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

Para quien cobra cupones el 9/7: **la reinversión en GD35/GD41 sigue siendo la posición de mayor convicción para capturar la compresión hacia 350 pb**. Para perfiles más defensivos: AL35 ofrece menor duration y menor exposición al riesgo electoral. La pregunta para las próximas semanas no es si el mercado cree en el programa —el lunes demostró que sí— sino si la ejecución licitación a licitación sostiene esa confianza. Cada test del Tesoro en el mercado local es ahora un evento de mercado, no un trámite administrativo.

4 Curva de pesos: el piso de tasas reales negativas quedó atrás — y eso tiene consecuencias

~20% TNA

CAUCIÓN POST-INYECCIÓN

CER+4,3%

TRAMO 2027

5-6% real

TASA REAL FORWARD 2026

>15% real

TASA REAL FORWARD 2027

29,5%

INFLACIÓN ESPERADA 2026

La curva de pesos dice algo que vale la pena leer despacio: el mercado espera tasas reales de entre 5% y 6% anual para el cierre de 2026, y **más del 15% real para 2027**. No es una anomalía. Es la señal implícita de que el mercado anticipa que el BCRA va a subir tasas en año electoral para contener la presión cambiaria preelectoral —exactamente como lo hizo en 2025. Eso tiene consecuencias directas para cada posición en pesos. La inyección de \$3 B del Tesoro más la recompra de \$1,47 B en Lecaps bajó la caución de 27% TNA al cierre del lunes a ~20% TNA. La normalización de liquidez fue rápida y técnica, pero el punto de llegada —20% TNA— sigue siendo estructuralmente más alto que el piso de 12% TNA de enero. La curva CER se normalizó: tramo corto 2026 en CER+0,1% y tramo 2027 en CER+4,3%. El mercado ve inflación 2026 en 29,5%, bajando a 21,2% en 12 meses y convergiendo al 16-17% anualizado para 2027. **Esa trayectoria de desinflación combinada con tasas reales crecientes tiene un nombre: el carry en pesos se acabó como estrategia de mínimo esfuerzo.**

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

La posición estructural en **TXMJ0 y TXMD9 (duales CER/TAMAR)** se justifica exactamente por el escenario que la curva está priceando: cubre tanto la aceleración inflacionaria como la suba de tasas cortas en 2027, sin resignar rendimiento real. **La tasa fija larga es la posición más riesgosa de la curva hoy** —tiene upside acotado y downside asimétrico si las tasas reales se normalizan al 15% que el mercado anticipa. Para liquidez de cortísimo plazo, X30S6 (CER sept-26) sigue siendo la alternativa más eficiente. La selectividad en pesos ya no es una preferencia: es un requerimiento.

5 Tipo de cambio: la variable que el mercado ya no mide en pesos sino en barriles

~USD 1.510
TC OFICIAL ACTUAL

USD 72/bbl
BRENT (~40% DESDE ABRIL)

USD 1.652
ROFEX DIC-26

USD 1.808
TECHO DE BANDA CAMBIARIA

USD 1.665
MEDIANA EMEC DIC-26

El tipo de cambio oficial se estabilizó alrededor de los \$1.510 en la primera semana de julio. Pero la variable que determina hasta dónde puede ir el dólar argentino en H2 no es la emisión monetaria ni el déficit fiscal —hace meses que ninguno de los dos presiona. **Es el precio del petróleo.** El Brent cayó de USD ~120/barril en abril a USD 72 por la normalización del tránsito por el estrecho de Ormuz. Economías exportadoras de energía —Argentina, Noruega, Brasil— son las más golpeadas: cada caída del 10% en el crudo implica un tipo de cambio 4-5% más débil para estos países. El peso argentino, el real brasileño y el rublo ruso son las tres monedas que más cayeron en el último mes. La contrapartida positiva del petróleo bajo: menos inflación importada y mayor probabilidad de que la Fed sea más dovish, lo que debilita el DXY y beneficia a todos los emergentes. El ROFEX pricea \$1.652 a diciembre, con el techo de banda en \$1.808 —colchón de 20% desde el nivel actual. La mediana de la encuesta EMEC apunta a \$1.665 a fin de año. **El escenario de base es estabilidad con depreciación gradual, no salto discreto.** El riesgo de cola sigue siendo político-electoral, no fiscal.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

Para empresas que importan, exportan o tienen deuda en dólares: **el tipo de cambio en \$1.510 tiene un piso implícito del BCRA y un techo de banda en \$1.808.** La cobertura vía dólar-linked o futuros sigue siendo necesaria para posiciones a más de 60 días, pero el diferencial tasa-devaluación ya no justifica coberturas a cualquier costo. La regla práctica: si la cobertura cuesta más del 2% mensual en términos implícitos, evaluar con cuidado. El petróleo es la variable a monitorear en las próximas semanas —no los datos fiscales.

6 Actividad: el "serrucho" como régimen, los tres sectores con lógicas diferentes y lo que viene

▲ SECTORES QUE OPERAN EN OTRO CICLO

- Energía: Vaca Muerta más USD 9.300 MM extra de TDI en 2026. RIGI aprobado para gasoducto GNL
- Minería y agra superávit comercial proyectado >USD 20.000 MM en 2026, récord histórico
- Finanzas: crédito hipotecario en expansión, acceso al mercado de capitales en dólares abierto
- Infraestructura: concesiones y obra pública activas, impulsadas por el RIGI y el programa de inversión

▼ SECTORES QUE ESPERAN LA SEGUNDA OLA

- Consumo masivo en mínimos históricos. **Ventas pyme -1,3% mensual en junio**, semestre en rojo
- Industria manufacturera bajo presión de apertura. Inversión agregada cae — alerta 2027
- Crédito al sector privado en términos reales: -3,4% en el año. Los bancos prefieren títulos públicos
- Presupuesto 2027 proyecta recuperación del salario real y baja de pobreza. El mercado lo toma como señal de dirección, no como garantía

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

La economía argentina opera con tres velocidades simultáneas: el sector exportador en expansión, el sector de servicios financieros en recuperación y el consumo doméstico todavía en piso. **Para una empresa que negocia condiciones de financiamiento hoy, la pregunta relevante no es cómo le va a "la economía" —es en qué sector opera y cuáles su exposición al ciclo doméstico vs. al ciclo de exportación.** Esa distinción determina el instrumento, el plazo y el costo del financiamiento disponible. No son la misma conversación.

7 Agenda de la semana: 9/7, inflación de junio y reforma del BCRA

Miércoles 9/7: pago de ~USD 4.500 MM en vencimientos soberanos (Bonares y Globales) — el mayor del año. El mercado anticipa alta reinversión, pero cada cupón reinvertido es un test de confianza en tiempo real. **Martes 14/7:** INDEC publica inflación de junio. Consenso: 2%. Si el dato confirma, refuerza la tesis de desinflación y reduce la presión sobre tasas. Si sorprende al alza (más del 2,3%), el mercado lo leerá como un freno en la convergencia — impacto negativo en bonos CER y en el relato oficial. **Reforma Carta Orgánica del BCRA:** apunta a prohibir el financiamiento monetario al Tesoro, modelo peruano. Señal de credibilidad institucional de largo plazo. La clave es si tiene votos y si el próximo gobierno la sostiene. **Exterior:** empleo EE.UU. de junio mostró solo 57.000 puestos nuevos, muy por debajo de lo esperado. Reduce probabilidades de suba de la Fed y debilita el DXY — señal favorable para emergentes en el corto plazo.

Instrumento	Análisis	Postura
Deuda soberana hard dollar		
GD35 / GD38 / GD41	Riesgo país ~400 pb, mínimo desde 2018. Programa financiero despeja el calendario 2026-2027. El siguiente escalón técnico es 350 pb — consistente con acceso al mercado voluntario. Compresión con recorrido real.	Sobreponderar
AL35 / AL29 — post 9/7	Para quienes cobran cupones el 9/7: AL35 para reinversión defensiva (menor duration). AL29 para capturar catalizador de reinversión de corto plazo. El patrón de reinversión de cupones previos es favorable.	Reinversión selectiva
AO29 (Bonar 2029)	Nuevo instrumento. USD 2000 MM al 6% anual, cupón mensual, primera subasta sin precio mínima. Para tesorerías corporativas con excedentes en dólares: yield superior a depósitos bancarios con riesgo soberano en mínimos de 8 años.	Entrada en subasta
Curva pesos		
TXMJ0 (Dual CER/TAMAR jun-30)	Posición estructural confirmada. El mercado pricea >15% de tasa real para 2027. TXMJ0 es el único instrumento que cubre ese escenario sin resignar rendimiento real respecto de CER. Opcionalidad TAMAR barata a vencimiento.	Posición estructural
TXMD9 (Dual CER/TAMAR dic-29)	Segunda preferencia en duales. Duration algo menor que TXMJ0. Premio de 17 pbs TEA real sobre secundario en última licitación. Complemento natural de la posición estructural para quien busca duration más corta.	Sobreponderar
X30S6 (CER sept-26)	Instrumento de liquidez corporativa de cortísimo plazo. Rinde por encima del S30S6 a vencimiento. Opera como tasa fija efectiva para el tramo muy corto. Sin exposición a riesgo de duration.	Liquidez c/p
Bonos CER medios (2027)	Tramo 2027 en CER+4,3%. Tasas reales positivas con cobertura inflacionaria. Preferible a tasa fija larga. El upside de precio es acotado dado que el mercado ya no espera compresión adicional de tasas reales.	Selectivo
Tasa fija larga (Lecaps >6M)	El mercado anticipa >15% de tasa real forward para 2027. En ese contexto, duration en tasa fija larga asume un riesgo asimétrico hacia abajo sin compensación suficiente. Upside muy acotado, downside presente.	Reducir exposición
Dólar Linked / Futuros TC oficial	ROFEX implica \$1.652 a dic-26. Cobertura necesaria para posiciones en pesos a más de 60 días, pero el diferencial tasa-devaluación ya no justifica coberturas a cualquier costo. Evaluar costo real antes de cerrar posición.	Cobertura — evaluar costo

Instrumento	Análisis	Postura
Acciones		
Energía / YPF (VIST, YPFD)	Mejor sector en el año (+18,5%), pero bajo presión por Brent en USD 72 (−40% desde abril). Vaca Muerta tiene viabilidad estructural independiente del precio de corto plazo. Selectivo por empresa según exposición al precio del crudo.	Selectivo
Finanzas / Bancos (GGAL, BBAR)	Crédito hipotecario en expansión, reforma de Carta Orgánica del BCRA como catalizador de credibilidad. El upside real llega si el riesgo país baja a 350 pb y se abre el mercado de capitales en dólares para el Tesoro. Esperar corrección para entrada.	Entrada en corrección
Comunicación (TECO2)	Segundo sector positivo en el año (+18,3%). Defensivo y con flujo de caja previsible. Para perfiles que necesitan exposición a renta variable con menor volatilidad que energía.	Mantener
Industria / Consumo / Transporte	Ventas pyme −1,3% mensual en junio, semestre en rojo. Sin recuperación del ingreso real visible en el corto plazo. El presupuesto 2027 proyecta mejora del salario real — es señal de dirección, no garantía de timing.	Cautela
Crédito corporativo y alternativas		
ONs energía / agro (YPF 2031, YMCXO)	Con riesgo país en 400 pb, el spread corporativo sobre el soberano sigue siendo atractivo para calidad crediticia con flujo exportador verificable. La ventana de emisión está abierta. Quien tiene estructura puede fondear hoy a condiciones que no mejoran con la espera.	Sobreponderar
AO29 — excedentes en USD	Para tesorerías institucionales: 6% anual en USD con cupón mensual supera cualquier depósito bancario disponible. Primera subasta sin precio mínima: el mercado descubre el precio. Instrumento nuevo con alta probabilidad de demanda técnica inicial.	Entrada en subasta
Estructura corporativa en pesos	TC en \$1.510 con trayectoria hacia \$1.652 (ROFEX dic-26). Empresas con vencimientos de deuda en pesos en agosto-octubre: negociar condiciones ahora. El mercado ya pricea suba de tasas reales — el costo de esperar es asimétrico.	Revisión urgente
Crédito hipotecario / Real Estate	Motor identificado por el Gobierno para H2 Crédito UVA en expansión sostenida. Para empresas del sector construcción e inmobiliaria: el financiamiento estructurado en UVA o dólares abre oportunidades que en 2024 no existían. Horizonte de 18-36 meses.	Oportunidad selectiva
Fideicomisos / Estructurados consumo	Consumo doméstico bajo presión estructural. Estructuras con flujo exportador o respaldo real mantienen acceso al mercado. Estructuras ligadas a consumo masivo bajo mayor presión de pricing. Discriminar por subyacente, no por categoría.	Selectivo / Cautela