

TESIS DE LA SEMANA

El frente externo pasó de techo a piso: el riesgo país perforó los 411. Momento de tomar la ganancia de duration, no de perseguir el rally.

La semana pasada planteamos que en el rango 400-450 el precio de la deuda lo define el frente externo, no el local. Esta semana quedó confirmado: la desescalada entre EE.UU. e Irán y un mejor clima global comprimieron el riesgo país a **411 pb** —su mínimo en semanas— y el tramo largo lideró, el mismo que pedíamos no perseguir por convicción local. La calma tiene andamiaje: el **swap de US\$20.000M** con EE.UU. que Milei ratificó como red cambiaria y el aval del FMI. Y el dólar sigue planchado (+0,2% en julio), con los dólares abundantes y baratos, lo que mantiene vivo el carry. Pero un rally de precios no es una recuperación de la economía —la actividad y el fiscal siguen con luces amarillas— y **BofA ya avisa que “buena parte del recorrido se concretó”**. Por eso esta semana la tesorería no persigue el rally: toma la ganancia de duration, usa el carry con la mano en la puerta y se prepara para la ventana de emisión que abre la nueva ley.

RIESGO PAÍS

411 pb

Mínimo en semanas

GD35 / GD41

+1,1%

El tramo largo lideró

ROLLOVER TESORO

144%

Limpia vencimientos 2027

DÓLAR MAYORISTA

\$1.485

+0,2% en julio

RESERVAS BCRA

>US\$49.000M

Rebotaron US\$1.780M

SWAP EE.UU.

US\$20.000M

La red hacia la elección

▲ LO QUE LA TESORERÍA APROVECHA ESTA SEMANA

- Riesgo país a **411 pb**: el tramo largo (GD35/GD41 +1,1%) dio la ganancia de duration que anticipaba el marco externo — momento de realizar parcial.
- **Carry vivo**: dólar +0,2% en julio (+3% en el año) y tasa en pesos alta — ventana táctica para excedentes en pesos.
- Reservas **>US\$49.000M** (rebotaron US\$1.780M) y superávit de cuenta corriente cambiaria de US\$860M en junio — anclas que el mercado premia.
- La nueva ley de mercado de capitales habilita **emitir ONs en dólares** — se abre la ventana de financiamiento corporativo.
- El **FAL** sumará demanda permanente de deuda en pesos (soberano 2028/29, CER, UVA) desde noviembre — empuja a la baja las tasas largas.

▼ LO QUE LA TESORERÍA DEBE DEFENDER

- La liquidez en pesos puede tensarse alrededor de las licitaciones y el cierre de mes — no fondear pagos ineludibles en caución de un día en esas fechas.
- El dólar planchado lo sostiene el BCRA topeando en \$1.500, no el mercado — la calma del carry es administrada y contingente.
- El respaldo externo (swap, FMI) es real pero **no infinito**: en 2027 la Argentina compite por el mismo balance de EE.UU.
- Fiscal con luces amarillas: recaudación real acumulada **-4,3%**, retenciones -22,7% real, transferencias a provincias -63%.
- Energía golpeada por el petróleo (Brent -4,8%) — el rally fue de bancos, no del panel completa.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

El rally confirma lo que venimos diciendo: en este rango el precio se define afuera —y esta vez jugó a favor. Pero un rally de precios no es una recuperación de la economía, y la calma cambiaria sobre la que vive el carry es un respaldo externo, no una garantía. La semana se resuelve en cuatro movimientos: **(1)** tomar parte de la ganancia de duration en el tramo largo, no seguirla; **(2)** usar el carry como táctica para excedentes en pesos, dimensionado por lo que se pierde si el dólar se despierta; **(3)** renovar los pesos con el menú de duales que el Tesoro ratificó y adelantar las renegociaciones de Q4 mientras la plaza está ordenada; y **(4)** empezar a estructurar la salida al mercado de ONs. Confundir la compresión del riesgo país con una mejora de la actividad es la forma más fácil de posicionarse mal.

1 Duration: tomar la ganancia, no perseguirla

411 pb

RIESGO PAÍS · MÍNIMO EN SEMANAS

+1,1%

GD35 / GD41 · LIDERARON

-4,8%

BRENT · DESESCALADA EE.UU. - IRÁN

US\$82,10

TARGET BofA GD35 · CASI HECHO

70 pb

PRIMA vs RATING · YACOMPRIMIDA

El riesgo país perforó los 411 pb (JP Morgan -5,1%), su nivel más bajo en semanas, y el tramo largo lideró: GD35 +1,07%, GD41 +1,10%. El motor fue externo —Trump suspendió el ataque a Irán, el Brent cayó 4,83% a US\$83,68 y mejoró el clima global—, exactamente el vector que la semana pasada señalamos como el que manda en el rango 400-450. Sarano (Bases) lo confirmó: “las variaciones en ese rango están signadas por los eventos externos”. La consecuencia es que el tramo largo entregó la ganancia de duration; pero desde acá el recorrido es chico. **BofA, que tiene al GD35 como favorito, reconoce que “buena parte del recorrido ya se concretó”** —su target es US\$82,10 y el bono ya está en US\$78,80— y su modelo muestra la prima argentina comprimida a 70 pb sobre lo que correspondería por rating. El martes lo confirmó en vivo: mientras las acciones corrigieron (Merval -1,46%, energéticas -3/4%), **los bonos resistieron y el riesgo país se sostuvo en 410** —el mercado disocia la deuda de la renta variable.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

La semana pasada pedimos no sumar duration en la punta por convicción local, a la espera de que el frente externo aflojara. Aflojó, y el largo subió: el marco funcionó. Pero el mismo razonamiento manda ahora la jugada opuesta a perseguir el rally. **Desde 411 pb, con el objetivo de BofA casi alcanzado y la prima comprimida, la instrucción es tomar parte de la ganancia de duration en GD35/GD41** y anclar el núcleo en dólares en el AO29, que paga cupón mensual y no depende de que el clima externo siga soplando a favor para no perder.

2 La curva de pesos se refuerza: el Tesoro limpia vencimientos y llega el FAL

144%

ROLLOVER · LIMPIA VTOS. 2027

1,97 años

PLAZO PROMEDIO · vs 0,46 ENERO

FAL

\$300.000 M/MES · DESDE NOVIEMBRE

2028/29

DEMANDA PERMANENTE DEL FAL

30%

TASAS LARGAS · PROBABLE BAJA

El dato durable de la semana en pesos no es una tasa de un día, sino dos fuerzas que refuerzan la curva. Primero, el Tesoro: en la última licitación captó \$12,2 billones sobre un vencimiento de \$8,5 billones (**rollover del 144%**) y estiró el plazo promedio a 1,97 años, limpiando vencimientos y armando un colchón de pesos de cara a 2027 —Quantum estima un excedente de 1,7% del PBI. Segundo, el **FAL**: el nuevo Fondo de Asistencia Laboral, que debuta el 1º de noviembre, inyectará entre \$250.000 y \$300.000 millones por mes de demanda permanente de activos en pesos —soberano 2028/2029, CER y corporativos UVA—, un flujo que, según Bull Market, empujaría a la baja las tasas largas (hoy en 30%) desde noviembre. El salto de la caución del último viernes fue un episodio puntual de fin de mes, ya normalizado.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

La conclusión estructural se refuerza: la curva de pesos llega más sólida a la elección, con el Tesoro de un lado y el FAL como comprador permanente del otro. El **menú de duales quedó ratificado** —colocó a casi dos años con opcionalidad—, y si las tasas largas ceden desde noviembre, el momento para fijar rendimiento real (CER/duales) es **antes** de esa baja, no después. Dato operativo con fecha: unas 484.000 empresas deberán abrir cuenta comitente para operar el FAL desde octubre —conviene resolver ese trámite antes del cuello de botella, no en el apuro.

3 El dólar planchado: el carry revive y la cobertura se recalibra

+0,2%

DÓLAR MAYORISTA EN JULIO

+3%

ACUMULADO 2026

4,5%

CAUCIÓN EN DÓLARES

~US\$41.000M

DEPÓSITOS USD · RÉCORD

\$1.500

EL TECHO QUE FIJA EL BCRA

La contracara del peso caro es un dólar barato y quieto. El mayorista cerró julio en \$1.485 (+0,2% en el mes, +3% en el año) con el BCRA comprando y topeando la cotización en torno a \$1.500; el MEP quedó en \$1.508 y el CCL se derrumbó a \$1.556. Con la tasa en pesos alta y el dólar planchado, **el carry trade revivió**. Pero la otra cara es igual de clara: los dólares sobran —la caución en dólares cerró en 4,5% y los depósitos privados en USD rozan un récord de US\$41.000M—, un fondeo en divisa barato casi por definición. La calma cambiaria es real, pero es administrada por el BCRA y descansa, en última instancia, en el respaldo externo del programa.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

Dos movimientos. Sobre el carry: es una **oportunidad táctica para excedentes en pesos, no una estrategia estructural** —hay que dimensionarla por lo que se pierde si el dólar se despierta, porque la ventana la sostiene la intervención, no el mercado. Sobre la cobertura: lo que cubrimos la semana pasada cumplió su función de seguro, pero con el BCRA topeando el dólar y la reforma apuntando a un peso más firme, **para los flujos nuevos no conviene sobre-cubrir**: el costo del seguro subió frente a un tipo de cambio planchado. Cobertura selectiva sobre lo comprometido, no sobre todo por reflejo.

4 La ventana de financiamiento se abre: prepararse para emitir

ONs en USD

LA NUEVA LEY LO HABILITA

Boom bonos

YA SUPERA A VACA MUERTA

Automática

AUTORIZACIÓN DE EMISIONES

Bancos

LIDERARON · MORA EN PICO

Energía

GOLPEADA POR EL PETRÓLEO

El mismo paquete de la reforma trae una ley específica de mercado de capitales (Sturzenegger/CNV) que va más allá de lo macro: habilita **emitir obligaciones negociables en moneda extranjera**, autorización automática para ciertas emisiones, negociación digital y financiamiento colectivo. Milei fue explícito: “correr al Estado del medio y dejar que el ahorro fluya hacia quien quiere producir”. No es teoría —el boom de colocaciones de deuda ya suma más dólares que las exportaciones de Vaca Muerta. Y aparece un comprador nuevo: desde noviembre el **FAL demandará corporativos UVA** de forma permanente, otro canal de financiamiento que se abre. En la renta variable, la rotación del período favoreció a los bancos sobre las energéticas —golpeadas por el petróleo—, aunque el martes primó la toma de ganancias en todo el panel.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

Para la empresa que puede ser emisora, la instrucción no es de esta semana pero empieza esta semana: **estructurar la salida al mercado de ONs —en dólares o UVA— mientras la regulación se despeja**, el apetito por deuda argentina está firme y el FAL suma demanda desde noviembre. El costo de financiarse, para un emisor con flujo verificable, está bajando; adelantarse a la ventana es más barato que llegar cuando todos emiten. Para la empresa que invierte, la guía táctica sigue siendo bancos sobre energía mientras el petróleo no encuentre piso.

5 El próximo gatillo: de qué depende la próxima pata de compresión

US\$20.000M

SWAP EE.UU. · RED ELECTORAL

G20

CAPUTO – BESSANT · FIN DE AGOSTO

Bessant

EE.UU. YA INTERVINO EN JAPÓN

Factible

REABRIR WALL STREET (BoFA)

No infinito

EL RESPALDO TIENE LÍMITE

El mercado ya descontó el rating local —lo tiene en precio en la zona de 400-450— y espera la señal del próximo rally. La lectura de PRAXIS FINANZAS es que esa señal ya no es doméstica: se juega en dos frentes externos. El primero, reabrir el financiamiento en Wall Street —BoFA sostiene que “recuperar el acceso al mercado internacional vuelve a ser factible”, aunque la apuesta de Caputo de no volver todavía enfrenta dudas. El segundo, el respaldo de EE.UU.: Milei ratificó que el **swap por US\$20.000M** sigue disponible como red cambiaria hacia la elección, y Caputo buscará un mano a mano con Bessant en la cumbre del G20 de fin de agosto. La “doctrina Bessant” de intervención bilateral ya está probada —EE.UU. acaba de comprar yenes para sostener a Japón.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

El punto para el CFO es de **timing, no de trading**. La próxima baja del costo de financiarse —soberano y, detrás, corporativo— no la va a disparar otra mejora de rating, sino un hecho externo: la reapertura del mercado o la formalización del respaldo de EE.UU. Conviene tener la estructura de emisión lista para cuando eso ocurra. Pero con el ojo abierto: **ese respaldo es real y no infinito** —si en 2027 otro aliado del G7 necesita el mismo balance de EE.UU., la Argentina compite por esa plata. La calma sobre la que se planifica hoy está anclada afuera, y ese ancla se puede tensar.

6 Las luces amarillas: por qué el rally no cambia la cautela

-4,3%

RECAUDACIÓN REAL ACUMULADA

-22,7%

RETENCIONES REAL · AGRO -28%

-63%

TRANSFERENCIAS A PROVINCIAS

+2,5%

PBI 2026 (BoFA) · DESDE +4,4%

Precios ≠

ACTIVIDAD REAL

El rally de la deuda no debe leerse como una mejora de la economía real, y los datos de la semana lo marcan. La recaudación repuntó en julio (+35,1% nominal, +1,2% real) pero por factores de una vez —las prórrogas de Ganancias y Bienes Personales—; en el acumulado de siete meses **sigue cayendo 4,3% en términos reales**. Las retenciones se desplomaron 22,7% real con un ingreso de dólares del agro 28% menor, y las transferencias discrecionales a las provincias se hundieron 63% real: el ajuste fiscal se sostiene apretando la caja, no por crecimiento. BoFA, coherente con esto, proyecta que el PBI desacelera a 2,5% en 2026 (desde 4,4%) y una inflación que recién baja con fuerza en 2027.

LECTURA DE PRAXIS FINANZAS

Para el crédito, la conclusión es la misma que venimos sosteniendo, ahora con más evidencia: **separar por el lado del flujo**. La compresión del riesgo país premia al soberano y al emisor exportador, pero la economía real —consumo, demanda interna, provincias— sigue con luces amarillas. Mantener la cautela sobre los emisores de demanda doméstica y no dejarse llevar por el clima de los activos financieros: el precio de un bono y la caja de una empresa de consumo se mueven, esta vez, en direcciones distintas.

Instrumento	Análisis	Postura
Deuda Soberana Hard Dollar		
GD35 / GD41	Entregaron la ganancia de duration que anticipaba nuestro marco externo (+1,1% en la rueda). Con el target de BofA casi alcanzado (US\$8210) y la prima comprimida a 70 pb, el recorrido restante es chico y sigue preso del humor externo. Realizar parte, no perseguir.	Tomar ganancia parcial
AL30 / AE38	Ley local de tram o corto-medio: el carry sin la duration de la punta. Destin o natural de la reinversión de cupones y de lo que se realiza en el tram o largo.	Re inversión selectiva
AO29 (Bonar 2029)	El núcleo en dólares que no depende del clima externo para no perder: 8% con cupón mensual y riesgo soberano en mínimos. Reapertura quincenal con o vía de entrada al precio de corte.	Posición central USD
Curva Pesos		
Boncer CER dic-28	Tasa real atractiva; el pick en pesos de BofA. El FAL sumará demanda permanente por CER desde noviembre: fijar rendimiento real antes de que las tasas largas cedan, no después.	Sobreponderar
Duales (TMVE8 / TXMD8)	Ratificados por el rollover del 144%: el Tesoro colocó a 1,97 años con el menú dual. Renta TAMAR con opcionalidad cambiaria hacia la elección, sin apostar a un escenario.	Sobreponderar
Caución / liquidez pesos	Volvió a niveles normales tras el salto puntual de fin de julio. Puede tensarse alrededor de licitaciones y cierre de mes: no fondear pagos ineludibles en caución de un día en esas fechas.	Gestionar picos
LECAP corta	Liquidez de cortísimo plazo para lo que necesite estar disponible en semanas, no posición de tasa. La absorción del Tesoro en sólo la plaza.	Liquidez c/p
Tasa fija larga (BONCAPs)	El Tesoro sigue sin colocar fija larga limpia hacia la elección: la empresa tampoco debería. Downside asimétrico si las tasas reales suben.	Reducir exposición
Dólar Linked / Futuros TC	El peso jugó a favor y el BCRA topea el dólar en \$1.500. Cubrir lo comprometido, pero no sobre-cubrir por reflejo: el seguro se encareció frente a un tipo de cambio planchado.	Cobertura selectiva

Instrumento	Análisis	Postura
Acciones		
Finanzas / Bancos (GGAL, BMA, BBAR)	Lideraron la rueda (ADR hasta +1,6%) con la expectativa de que la mora hizo pico y la calidad crediticia mejora en el semestre. Crédito predecible; acumular en el segmento.	Mantener / acumular
Energía (YPFD, PAMP, TGSU2)	Lideraron la corrección por el petróleo (Brent a US\$80,65; TGS -3,6%, YPF -2,3%). Entrada selectiva, no contra un crudo sin piso. YPF hizo un split 10:1 —técnico, mejora accesibilidad y liquidez, no cambia fundamentos.	Selectivo / corrección
Industria / Consumo	La demanda interna no acompaña: el rally es de activos, no de actividad (PBI 2026 desacelera a 2,5%). Exigir premio o esperar; el viento de frente es estructural.	Cautela
Crédito corporativo y alternativas		
ONs energía / agro / minería primaria	El núcleo del semestre: flujo dolarizado verificable cuando la economía real muestra luces amarillas. El diferencial corporativo/soberano paga por estar acá.	Posición central H2
Emisión propia de ONs (USD / UVA)	La nueva ley habilita emitir en moneda extranjera con autorización automática, y el FAL sumará demanda de corporativos UVA desde noviembre. Estructurar la salida al mercado ahora, antes de que todos emitan.	Preparar emisión
AO29 — excedentes corporativos USD	Para tesorerías con dólares en banco al 2-4%: 8% con riesgo soberano en mínimos. El destino más eficiente y medible de la caja en divisa ociosa.	Entrada activa
Deuda corporativa en pesos — renovaciones	El Tesoro absorbe fuerte de cara a 2027 y la liquidez se tensa alrededor de las licitaciones: renegociar los vencimientos de Q4 ahora, con opción alidad, mientras la plaza está ordenada.	Renegociar ahora
Fideicomisos exportadores	Estructuras con subyacente exportador verificable mantienen spreads atractivos. Discriminar por calidad del flujo, no por vehículo.	Selectivo
Fideicomisos consumo	Demanda interna floja; el consumo no acompaña el clima financiero. Presión de pricing y mayor selectividad del inversor.	Cautela