

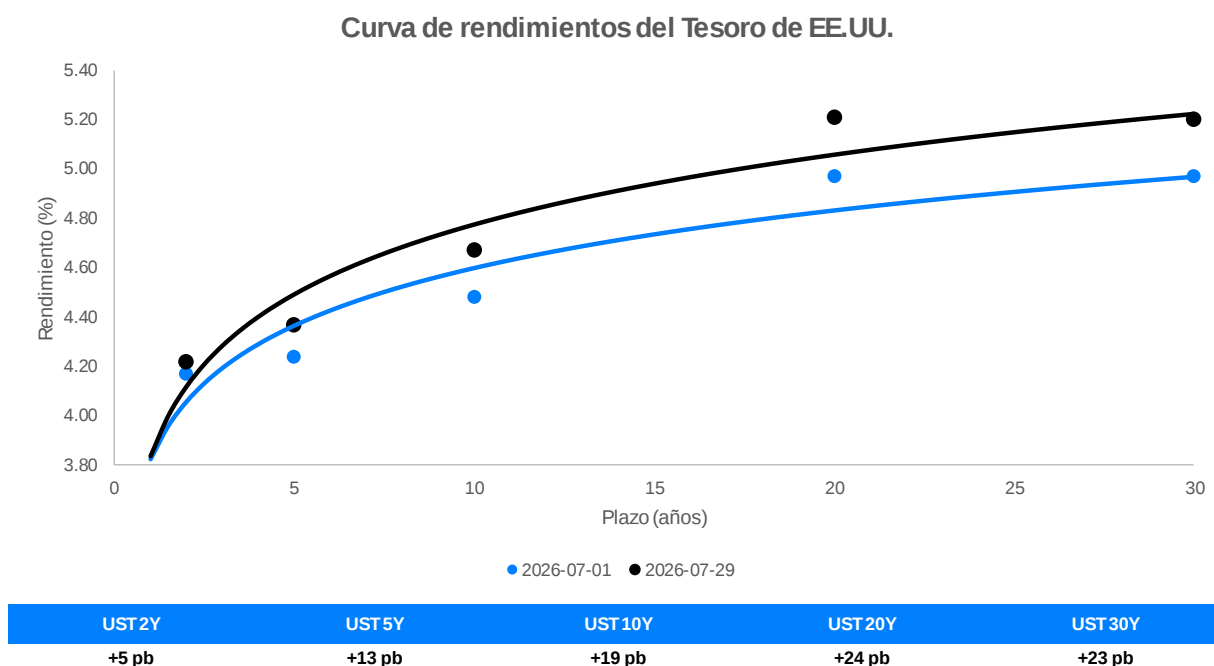
EL PROGRAMA FINANCIERO GANA PREVISIBILIDAD, PERO ENFRENTA UNA SEGUNDA MITAD MÁS EXIGENTE

Plano internacional: Ormuz vuelve al centro de la escena, mientras se profundiza la presión sobre las tasas largas y el dólar

Durante julio, las tensiones en el estrecho de Ormuz volvieron con fuerza, dejando atrás la distensión alcanzada a mediados de junio tras el cese del conflicto entre Irán y Estados Unidos. La renovada incertidumbre sobre el suministro energético llevó al Brent desde la zona de USD 65 hasta aproximadamente USD 85 por barril. En paralelo, la Reserva Federal mantuvo sin cambios el rango de la tasa de referencia, aunque con una votación dividida de nueve miembros a favor de mantenerla y tres partidarios de elevarla en 25 puntos básicos.

En este contexto, las condiciones financieras volvieron a endurecerse y la curva profundizó su pendiente en los tramos medio y largo. El diferencial entre el UST 10Y y el 5Y pasó de 24 a 30 puntos básicos, mientras que el spread entre el 20Y y el 10Y aumentó de 49 a 54 puntos básicos. Al mismo tiempo, los rendimientos largos volvieron a ubicarse en niveles máximos desde 2007. Dicho empinamiento muestra que el mercado exige cada vez más compensación para extender *duration*.

FIGURA 1. EVOLUCIÓN DE LA CURVA DE U.S. TREASURIES



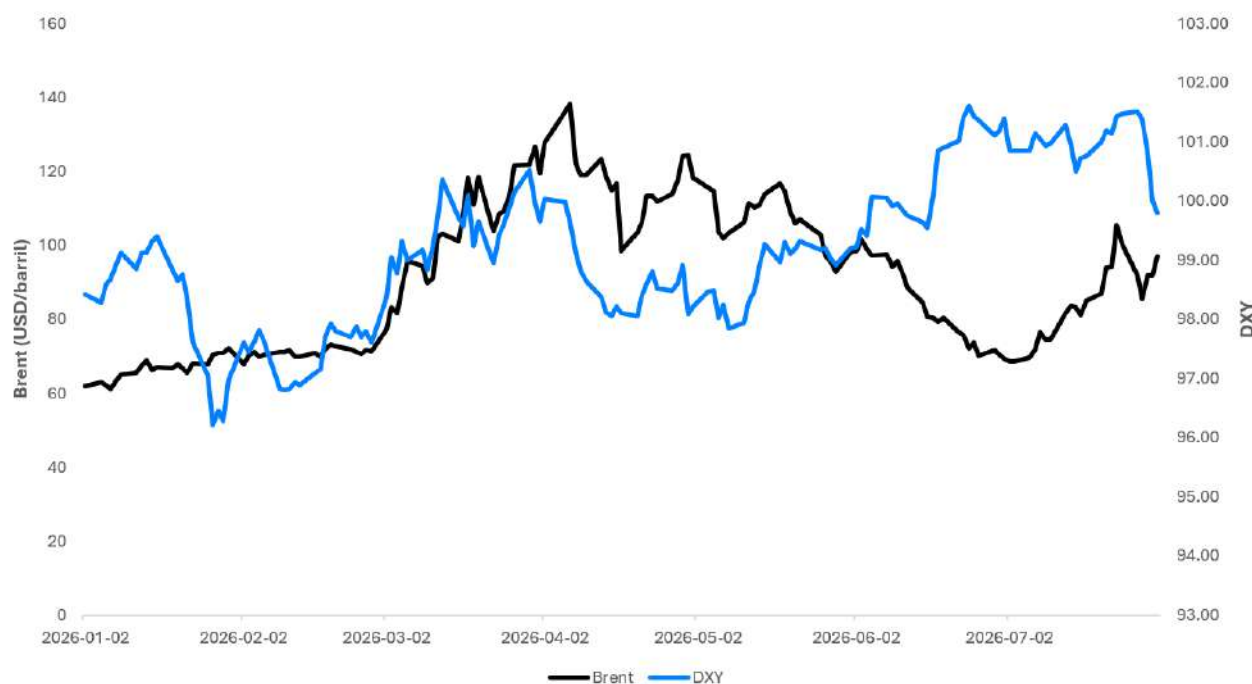
Si el movimiento respondiera únicamente al shock energético, la parte corta debería ajustarse relativamente más y la curva tendería a invertirse o aplanarse. La ampliación de los diferenciales 5Y-10Y y 10Y-20Y indica, en cambio, que el mercado está incorporando un componente adicional: una mayor compensación por asumir riesgo de tasa en horizontes más extensos.

Como planteamos en el informe anterior, esta dinámica resulta consistente con un cambio en la forma de conducir y comunicar la política monetaria. Mientras la tasa de Fed Funds actúa directamente sobre el tramo corto de la curva, el *forward guidance* fue durante los últimos años una herramienta central para influir sobre los vencimientos de mayor plazo. Al comunicar el sendero esperado de la política monetaria, la Fed reducía la incertidumbre y aportaba una señal que el mercado incorporaba en la formación de las tasas medias y largas.

Si se abandona el *forward guidance*, parte de esa señal desaparece y el mercado debe inferir con mayor autonomía la trayectoria futura de las tasas a partir de los datos y de su interpretación de la función de reacción de la Fed. Esto aumenta el proceso de descubrimiento de precios, pero también la incertidumbre y la volatilidad esperada. Para mantener activos de mayor *duration* en ese contexto, los inversores exigen una compensación adicional, elevando la prima por plazo y presionando al alza los rendimientos medios y largos.

La intención de Warsh de reducir paulatinamente el tamaño del balance refuerza esta lectura. Sin esperar un ajuste abrupto, la Fed puede achicarlo mediante una menor reinversión de los títulos que vencen o, bajo un esquema más agresivo, mediante ventas directas. En ambos casos, una Fed menos compradora obliga al sector privado a absorber más Treasuries y *duration*. Menor *forward guidance* y menor presencia del balance operan así en la misma dirección: mayor formación de precios por parte del mercado, mayor prima por plazo y presión sobre los rendimientos largos.

FIGURA 2. EVOLUCIÓN DEL BRENT Y DEL DXY



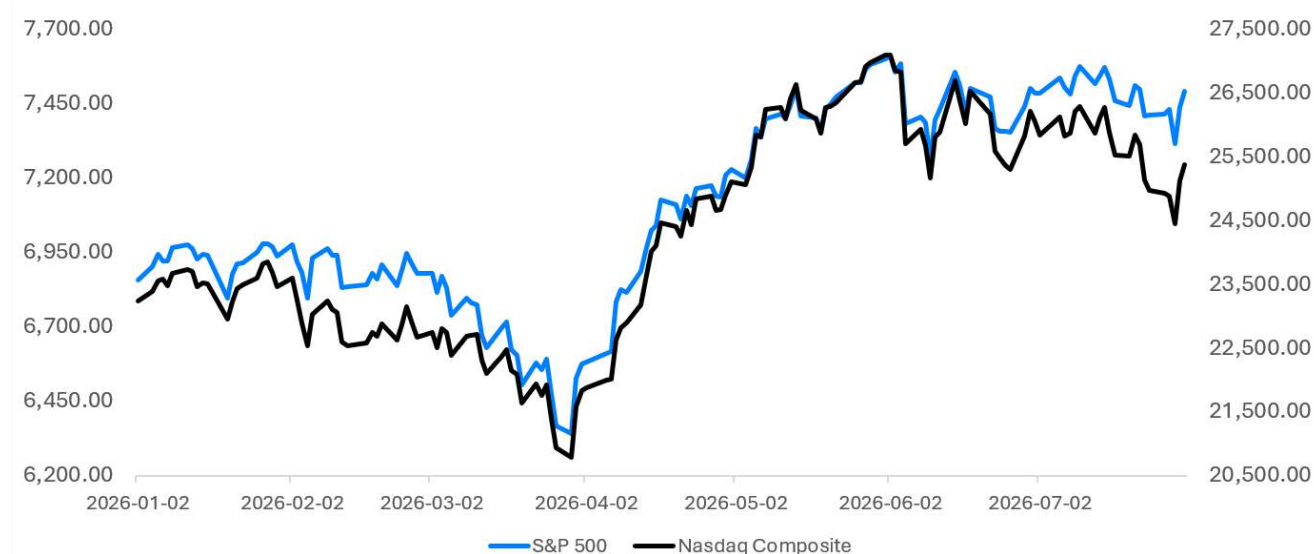
Fuente: Elaboración propia en base a BBG.

El endurecimiento de las condiciones financieras se trasladó también al resto de los activos. Rendimientos estadounidenses más altos favorecen al dólar y elevan el costo de oportunidad de mantener posiciones en renta variable, particularmente en los sectores de mayor riesgo. Los principales índices estadounidenses recuperaron terreno hacia el cierre del mes, aunque continúan enfrentando un piso de tasas más exigente para la valuación de sus flujos futuros.

Para las economías emergentes, el canal financiero resulta especialmente relevante. Una tasa libre de riesgo global más alta y un dólar más firme reducen el atractivo relativo de sus activos, moderando ingresos de capital por cuenta financiera y, por esa vía, generar presiones depreciatorias sobre sus monedas. Sin embargo, el shock de Ormuz introduce una fuerza en sentido contrario: el aumento de los precios de la energía y de distintos commodities (incluidos metales preciosos y algunos productos agrícolas) puede mejorar los términos del intercambio de aquellas economías emergentes exportadoras de materias primas. El efecto externo resulta, por lo tanto, mixto.

Para Argentina, el principal efecto pasa por el costo de una eventual vuelta al mercado internacional de deuda. El Programa Financiero 2026/27 no incorporó una emisión externa como una necesidad del escenario base, sino como una opcionalidad disponible ante una evolución favorable del riesgo país y de la tasa base. Bajo la visión oficial, el riesgo país continúa funcionando como un *lagging indicator* que todavía no refleja plenamente los fundamentos macroeconómicos, mientras que el rendimiento exigido por el mercado continúa siendo considerado elevado.

FIGURA 3. EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES DE EQUITY DE EE.UU.



Fuente: Elaboración propia en base a BBG.

La mejora del componente doméstico debe convivir con un deterioro del componente externo. Entre junio y julio, el EMBI Argentina promedio cayó 34 puntos básicos, de 453 a 419 pb, mientras que el UST 10Y promedio aumentó 13 pb. Como resultado, una porción relevante de la mejora obtenida mediante la compresión del riesgo país fue absorbida por la suba de la tasa base: el costo indicativo UST 10Y más EMBI pasó de 9,00% a 8,79%.

FIGURA 4. COSTO DE FINANCIAMIENTO SEGÚN UST Y RIESGO PAÍS

UST10Y / RP	300 pb	350 pb	410 pb	450 pb
4.25%	7.25%	7.75%	8.35%	8.75%
4.50%	7.50%	8.00%	8.60%	9.00%
4.75%	7.75%	8.25%	8.85%	9.25%
5.00%	8.00%	8.50%	9.10%	9.50%

Fuente: Elaboración propia en base a BBG.

Esto no resta importancia a la compresión del riesgo país, que constituye una señal claramente favorable. El punto es que pueden no resultar suficientes para valorizar la opción de financiamiento internacional hasta justificar su ejecución. Si el Gobierno mantiene su evaluación de que los rendimientos actuales son caros, una mejora del riesgo argentino debe ser suficientemente importante como para compensar también un piso externo más elevado.

El empinamiento de la curva estadounidense agrava esta dificultad porque afecta precisamente al tramo relevante para una emisión soberana. Si se recurre al mercado internacional es para obtener una combinación de volumen y plazo que el mercados doméstico no puede ofrecer. Por eso, una eventual salida argentina tendría como referencia el UST 10Y, mientras que una colocación destinada a extender más agresivamente la vida promedio de la deuda enfrentaría una tasa base todavía superior. La suba de los rendimientos largos encarece, en definitiva, justamente el tipo de financiamiento para el cual el acceso al mercado internacional resulta más valioso.

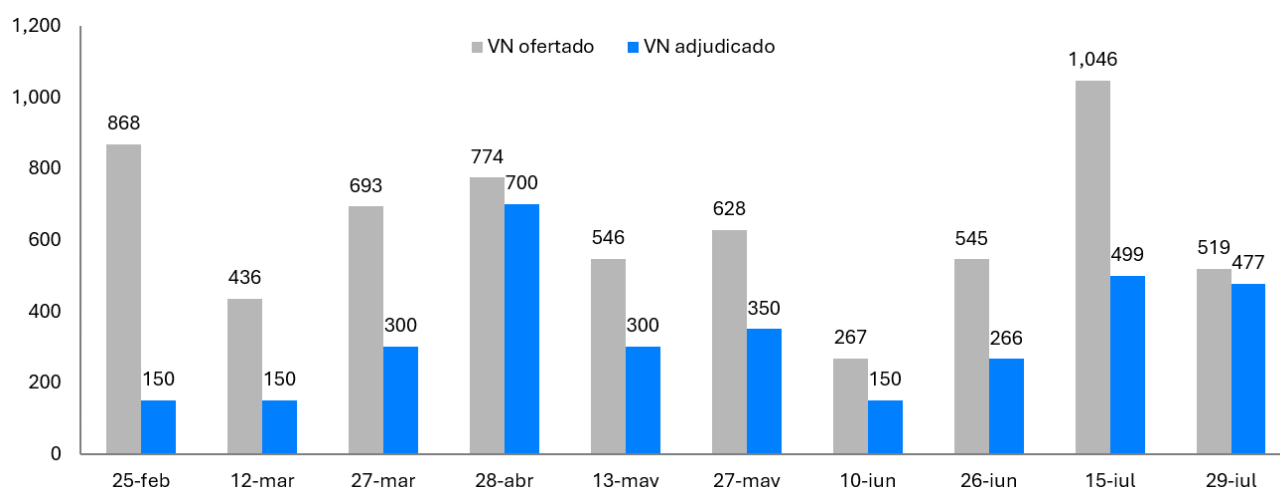
Plano Local

Licitaciones del Tesoro en dólares

Durante el mes de julio el Tesoro incluyó el nuevo instrumento AO29 en su programa habitual de colocaciones en dólares en el mercado local, tras haber completado el monto máximo dispuesto para las emisiones del AO27 y AO28 por aprox. VN USD 4.000 millones en conjunto (VN 2.000 millones, respectivamente). La estructura financiera es similar, con frecuencia de pago de intereses mensual y amortización íntegra al vencimiento. Las tasas de corte se ubicaron en TIREA 8,26% en la primera licitación del mes y en TIREA 8,33% en la segunda. En comparación con la tasa convalidada en la última junio para el AO28 de TIREA 7,83%, implica una suba de aprox. 50 pbs. y una extensión en la vida promedio de un año.

Para destacar también, en la última licitación el nivel de sobredemanda (VN ofertado/VN adjudicado) disminuyó sensiblemente a 1,09x, el menor registro del año.

FIGURA 5. EVOLUCIÓN DE LAS LICITACIONES HARD DOLLAR EN EL MERCADO LOCAL



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas.

Renovación del swap con China y proyecto reforma de la Carta Orgánica del BCRA

El Banco Central de la República Argentina y el Banco Popular de China renovaron el acuerdo bilateral de swap de monedas por RMB 130.000 millones y extendieron su plazo de vigencia de tres a cinco años. Además, se mantuvo activa la porción de RMB 35.000 millones (aprox, USD 5.000 millones) utilizada desde 2023. La extensión constituye una noticia favorable en términos diplomáticos y contables: evita un vencimiento próximo, mejora la previsibilidad sobre la continuidad del acuerdo y preserva un componente relevante de las reservas internacionales brutas.

Sin embargo, su impacto financiero debe interpretarse con cautela. La renovación no equivale a un ingreso nuevo de divisas ni implica que la totalidad del swap se encuentre disponible para atender obligaciones externas. Para que los renminbi no activados puedan utilizarse de manera líquida o convertirse a otras monedas internacionales se requiere una autorización específica de China. Esa decisión no es puramente técnica: involucra al banco central chino y forma parte de una relación política y diplomática más amplia.

Por lo tanto, el swap cumple principalmente una función de respaldo y reducción del riesgo de cola. La extensión a cinco años elimina un potencial evento de renovación en el corto plazo y reduce la probabilidad de una caída abrupta de las reservas brutas por la cancelación de la parte activada. Pero su contribución efectiva a la capacidad de pago dependerá de las condiciones de uso, el costo financiero, la posibilidad de conversión y la voluntad de China de autorizar activaciones adicionales.

Desde el punto de vista del programa financiero, el acuerdo aporta previsibilidad, aunque no debería contabilizarse como una fuente ordinaria de financiamiento del Tesoro. La parte activada integra los pasivos del BCRA y su renovación evita una salida de reservas, pero no genera por sí sola recursos adicionales para pagar vencimientos soberanos. Aun así, preservar ese colchón mejora indirectamente el perfil financiero: reduce la presión inmediata sobre las reservas, limita el riesgo de disrupciones cambiarias y brinda más tiempo para acumular divisas mediante el superávit comercial, el acceso al mercado o desembolsos de organismos internacionales.

La renovación coincide con la discusión de la reforma de la Carta Orgánica del BCRA propuesta por el Poder Ejecutivo, orientada a reducir la dominancia fiscal. En resumen, el proyecto restablece como mandato central la preservación del valor de la moneda, elimina los adelantos transitorios al Tesoro,

prohíbe la participación del BCRA en colocaciones primarias de deuda pública y restringe la transferencia de utilidades a resultados realizados y líquidos. También elimina la categoría de reservas de libre disponibilidad y busca limitar su utilización para el pago de deuda pública.

Entendemos que el sentido económico de estas modificaciones es positivo. La presentación oficial identifica como principales mecanismos históricos de transferencia al Tesoro a las letras intransferibles, los adelantos transitorios, la distribución de utilidades y distintas operaciones indirectas. Para el período 2003-2023, el BCRA estima que los adelantos transitorios representaron el equivalente al 22% del PIB; las utilidades monetizadas, 17%; las operaciones indirectas (incluidos puts, bids y otras intervenciones), 7%; y las transferencias de reservas mediante letras intransferibles, 18%. A ello agrega un costo de esterilización equivalente al 21% del PIB.

Existe, no obstante, una tensión entre las restricciones que propone la reforma y las herramientas utilizadas por la propia administración durante los últimos años. El BCRA puso a disposición del Tesoro las utilidades correspondientes a los ejercicios 2024 y 2025, por \$11,7 billones y \$24,4 billones, respectivamente. En este último caso, la operación no generó una expansión monetaria inmediata: \$18,4 billones se aplicaron a recomprar Letras Intransferibles en poder del Banco Central y los \$6 billones restantes permanecieron depositados en el BCRA, reforzando las disponibilidades en pesos del Tesoro.

Sin embargo, desde el punto de vista institucional, se mantuvo activo el canal de distribución de utilidades que el proyecto ahora busca restringir, y parte del colchón de liquidez del Tesoro se originó en resultados contables del Banco Central y no en un excedente fiscal de caja. También se utilizaron operaciones con títulos públicos en el mercado secundario como instrumento de administración de la liquidez y de respaldo del mercado de deuda. A su vez, la recompra inicial de Letras Intransferibles realizada en 2025 se financió con recursos desembolsados bajo el nuevo acuerdo con el FMI. Si bien esa operación mejoró la calidad y liquidez del activo del BCRA, para el sector público consolidado implicó sustituir una obligación intrasector público no negociable por nueva deuda externa en moneda extranjera con el organismo.

La reforma procura, por lo tanto, cerrar mecanismos que la actual administración también utilizó durante la transición, aunque buscando neutralizar su impacto monetario. Sus principales implicancias para el programa financiero y los títulos públicos pueden resumirse en los siguientes puntos:

- **Mayor disciplina monetaria.** La eliminación de los adelantos transitorios, las compras primarias de títulos públicos y la distribución discrecional de utilidades reduce el riesgo de monetización, inflación, pérdida de reservas y deterioro patrimonial del BCRA. En el mediano plazo, esto debería ser favorable para la demanda de instrumentos en moneda local y para el riesgo de crédito soberano.
- **Una restricción financiera más exigente.** Si el Tesoro ya no puede cubrir déficits o vencimientos recurriendo al balance del BCRA, el programa financiero deberá descansar en el superávit fiscal, la renovación de deuda, el financiamiento multilateral y el acceso al mercado. Ante una licitación con bajo rollover, las alternativas serán utilizar depósitos, convalidar tasas más elevadas o buscar fuentes de financiamiento adicionales.
- **Efectos diferenciados según la moneda.** Para los títulos en pesos, una menor asistencia monetaria reduce el riesgo de licuación mediante inflación, pero puede aumentar la volatilidad y la sensibilidad del mercado a cada licitación. Para los bonos hard-dollar, la prohibición de utilizar reservas y la preservación del balance del BCRA contribuyen a fortalecer la capacidad externa de pago, aunque no crean nuevos dólares ni resuelven por sí solas la cuestión de la solvencia.

- **Menor respaldo implícito al mercado de pesos.** En el corto plazo, la reforma retira parte de la red de seguridad que hasta ahora tenía el mercado de deuda local. Sin adelantos transitorios, compras primarias o transferencias discrecionales de utilidades, una caída de la demanda por deuda exigirá un ajuste de caja más inmediato. Este punto será particularmente relevante a medida que se aproxime el calendario electoral y aumente la preferencia de los inversores por liquidez y cobertura.
- **Persistencia de canales indirectos.** El proyecto conserva una autorización amplia para que el BCRA opere con títulos públicos y otros activos financieros. Las compras secundarias, pases, cauciones, canjes u operaciones equivalentes son herramientas habituales de política monetaria, pero también podrían utilizarse para sostener precios, facilitar renovaciones o inyectar liquidez alrededor de las licitaciones. Por eso, la eliminación del financiamiento directo no equivale necesariamente a la desaparición de toda asistencia indirecta.

FIGURA 6. IMPACTO DE LA REFORMA DE LA CARTA ORGÁNICA SOBRE EL FINANCIAMIENTO DEL TESORO

Mecanismo	Cambio propuesto	Programa financiero	Riesgo de crédito
Adelantos transitorios	Eliminación	Mayor dependencia del mercado y de la caja del Tesoro	Menor monetización; mayor riesgo de liquidez ante bajo rollover
Compras primarias	Prohibición explícita	El BCRA no puede completar licitaciones	Mayor disciplina de mercado
Utilidades del BCRA	Solo realizadas, líquidas y luego de recomponer capital	Menos recursos extraordinarios	Menor deterioro patrimonial e inflacionario
Reservas internacionales	Eliminación de la libre disponibilidad	Menor uso directo para pagar deuda	Mejor preservación de reservas, pero menos flexibilidad
Operaciones secundarias	Autorización amplia	Permanece un posible respaldo indirecto	Reduce riesgos extremos, pero debilita la credibilidad del límite
Swap con China	Renovación por cinco años	Evita una salida; no es financiamiento nuevo automático	Reduce riesgo de liquidez, sujeto a activación y convertibilidad

Fuente: Elaboración propia.

En síntesis, ambas medidas son constructivas, pero su impacto debe evaluarse en distintos horizontes. El swap mejora la posición defensiva y despeja un vencimiento relevante, aunque su liquidez efectiva continúa condicionada. La reforma fortalece el marco monetario y puede disminuir el riesgo macroeconómico de mediano plazo, pero vuelve más exigente el programa financiero y conserva canales potenciales de intervención indirecta. Para los bonos, el resultado neto será favorable si la mayor disciplina institucional viene acompañada por equilibrio fiscal, acumulación de reservas y acceso sostenible al mercado. Sin esos elementos, las restricciones al BCRA podrían simplemente trasladar la presión desde la emisión monetaria hacia el rollover de la deuda.

Licitaciones en pesos

Durante julio, el Tesoro mantuvo la estrategia de alto rollover y extensión de vencimientos, con una participación creciente de instrumentos vinculados al dólar. En las dos licitaciones del mes adjudicó \$17,65 billones frente a vencimientos por \$11,42 billones, obteniendo financiamiento neto por \$6,23 billones.

En la primera licitación, adjudicó \$5,44 billones frente a vencimientos por \$2,97 billones, alcanzando un rollover de 183%. La colocación se distribuyó entre \$2,38 billones en tasa fija, \$1,08 billones en CER, \$0,63 billones en TAMAR y \$1,35 billones en dólar linked. Las TIREAs de corte fueron 25,59% para la

LECAP, 8,07% para el BONCER y 34,57% para el bono TAMAR; en los instrumentos dólar linked se ubicaron entre 3,16% y 9,08%.

La segunda licitación representó una prueba considerablemente mayor por el volumen de vencimientos: el Tesoro enfrentó pagos por \$8,45 billones, casi tres veces los de la primera colocación, y adjudicó \$12,21 billones, alcanzando un rollover de 145%. Se colocaron \$4,61 billones en tasa fija, \$0,87 billones en el dual CER/TAMAR y \$6,73 billones en instrumentos vinculados al dólar. Dentro de estos últimos se destacó la emisión de un nuevo dual TAMAR/dólar linked con vencimiento en 2028, que incorporó en un mismo instrumento cobertura frente a la tasa en pesos y al tipo de cambio oficial. El bono cortó a una TIREA de 6,64% en la pata dólar linked y, por su precio de colocación, incorporó una prima implícita cercana a TAMAR +6,5 p.p. TNA en la pata TAMAR. Por su parte, la LECAP cortó a TEM 2,05% —TIREA 27,57%—, el dual CER/TAMAR a una TIREA de 5,40% en la pata CER y las LELINKs a TIREAs de 7,25% y 5,51%.

El resultado refuerza una dinámica que venimos observando en las últimas colocaciones: el Tesoro continúa extendiendo el perfil de vencimientos, pero lo hace con una participación creciente de instrumentos indexados y duales. Esto permite desplazar pagos hacia plazos más largos, a cambio de ofrecer al inversor protección frente a distintos escenarios de inflación, tasas y tipo de cambio.

El financiamiento neto que no se reflejó en la caja del Tesoro en el BCRA

El financiamiento neto informado en la última licitación no se tradujo, al menos inicialmente, en una mayor disponibilidad de pesos en la cuenta del Tesoro en el BCRA. Aunque la Secretaría de Finanzas alcanzó un rollover de 144,5% y obtuvo aproximadamente \$3,7 billones por encima de los vencimientos, en la fecha de liquidación los depósitos del Tesoro en el Banco Central disminuyeron alrededor de \$0,3 billones.

Los datos sugieren que una parte de los fondos pudo haber sido depositada en bancos comerciales, posiblemente en el BNA. A diferencia de los depósitos mantenidos en el BCRA (que permanecen encajados en su totalidad), esta alternativa evita retirar completamente los pesos del sistema financiero. En efecto, los depósitos del sector público en entidades comerciales aumentaron \$1,5 billones al cierre de julio, cuando habitualmente disminuyen por el pago de salarios. De confirmarse esta interpretación, la licitación permitió obtener financiamiento adicional sin provocar una contracción equivalente de la liquidez bancaria y contribuyó a moderar la presión sobre las tasas de muy corto plazo.

En paralelo, los depósitos del Tesoro en dólares aumentaron USD 781 millones mediante una operación patrimonial con el BCRA: el Tesoro entregó sus tenencias de Bopreales, recibió pesos, compró divisas al Central y luego utilizó esos dólares para recomprar parte del remanente de Letras Intransferibles. Esta operación no debería interpretarse como una aplicación directa del excedente de la licitación, sino como una recomposición simultánea de activos y pasivos dentro del sector público.

Operaciones de conversión

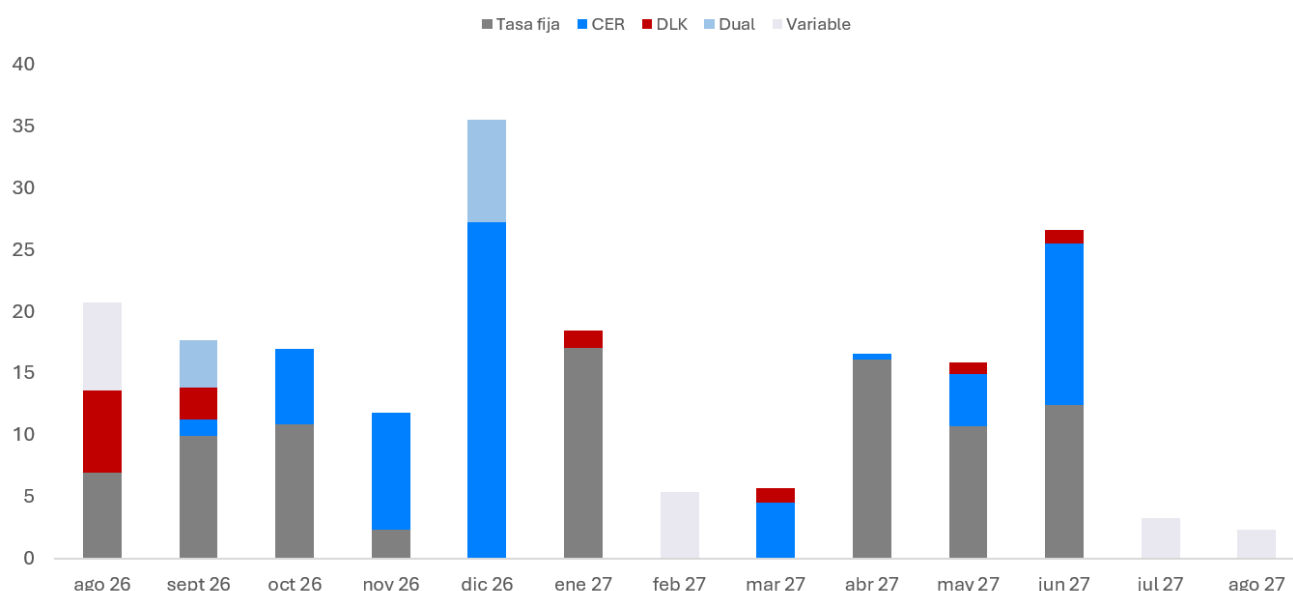
A comienzos de julio, el Tesoro realizó una conversión con el BCRA en la que tomó TXZD6, un BONCER CER con vencimiento en diciembre de 2026, y entregó a cambio LELINKs D31L6 y D31G6. La operación modificó la composición de los títulos en poder del Central desde CER hacia instrumentos vinculados al dólar. Como señalamos en informes anteriores, este tipo de operaciones renueva el poder de fuego del BCRA para intervenir sobre la curva dólar linked. El Central volvió a utilizar esa herramienta, presionando a la baja los precios y llevando los rendimientos al alza. Esto genera mayores incentivos a permanecer en pesos mediante instrumentos DLK, que combinan cobertura cambiaria con una prima particularmente atractiva en los vencimientos cortos de agosto y septiembre frente a otras alternativas. La intervención sobre esta curva, junto con una mayor presencia en futuros (donde la posición

vendedora del BCRA volvió a crecer tras varios meses de reducción posteriores a las elecciones), contribuyó a moderar las expectativas de devaluación y sostener la estabilidad del tipo de cambio.

Posteriormente, el Tesoro realizó una operación de conversión abierta al mercado sobre la LELINK D31L6, con vencimiento a fin de julio. La operación alcanzó una adhesión del 45,2% del VNO en circulación y permitió retirar aproximadamente USD 1.851 millones del vencimiento inmediato. A cambio se ofrecieron la D31G6, con vencimiento apenas un mes más tarde, y el TZVD8, dólar linked con vencimiento en diciembre de 2028. Sin embargo, cerca del 93% de lo canjeado se concentró en la alternativa corta y sólo alrededor del 7% se extendió hasta 2028. El canje permitió así descomprimir una parte relevante del pago de julio, aunque principalmente trasladándolo a agosto, mientras que la extensión efectiva hacia plazos largos resultó acotada.

FIGURA 7. PERFIL DE DEUDA DEL TESORO EN PESOS

Montos expresados en billones de pesos



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas y BCRA.

Qué esperamos hacia adelante

El desafío inmediato consiste en completar el programa financiero de 2026 y construir un colchón suficiente para atravesar 2027. Para el año corriente, el escenario luce relativamente despejado: aproximadamente el 75% del programa ya fue ejecutado y las fuentes restantes presentan una probabilidad elevada de concreción. El interrogante se concentra, por lo tanto, en 2027. Aun considerando el buffer de liquidez previsto para el cierre de este año, las fuentes de mayor incertidumbre suman alrededor de USD 8.500 millones y dependen del apetito del mercado local, la concreción del financiamiento bilateral y la ejecución de privatizaciones.

El calendario electoral agrega una dificultad que todavía no aparece plenamente reflejada en los precios de los activos. En julio, el Índice de Confianza en el Gobierno de la Universidad Torcuato Di Tella cayó 6,5% mensual, hasta 1,94 puntos, mientras que la confianza del consumidor disminuyó 4,8% y se ubicó 12,3% por debajo de julio de 2025. Al mismo tiempo, el riesgo país continuó oscilando en torno de los 400/430 puntos básicos, sin consolidar una ruptura sostenida de ese rango pese a la presentación del programa financiero y a las mejoras de calificación. Esto sugiere que una parte importante de los

avances macroeconómicos ya se encuentra incorporada en las valuaciones y que una compresión adicional requerirá señales más contundentes de acumulación de reservas, sostenibilidad política y acceso al financiamiento.

En el mercado de pesos, el nuevo dato de inflación de la Ciudad de Buenos Aires introduce una señal de cautela. El IPCBA aumentó 2,9% en julio, frente al 1,8% de junio, mientras que los servicios avanzaron 3,8% y la medición Resto IPCBA (aproximación a la inflación subyacente) registró una suba de 2,2%. Una parte de la aceleración responde a factores estacionales, principalmente turismo y recreación, pero el dato muestra que la convergencia hacia tasas mensuales inferiores al 1% difícilmente sea lineal.

En este contexto, esperamos que la demanda de cobertura continúe ganando participación en las licitaciones. Los instrumentos CER, dólar linked y duales deberían conservar una ventaja relativa frente a las alternativas de tasa fija, particularmente a medida que se aproxime el año electoral. El Tesoro puede seguir extendiendo vencimientos, pero probablemente deba hacerlo ofreciendo protección frente a la inflación, las tasas o el tipo de cambio y convalidando primas más elevadas. La colocación de instrumentos nominales de mayor plazo será más difícil si la inflación permanece por encima de lo esperado o si se debilita la demanda de dinero.

La última licitación también mostró que el rollover no debe analizarse únicamente a partir del financiamiento neto informado. El destino de los fondos determina su impacto monetario: si el excedente queda depositado en el BCRA, retira liquidez; si se coloca en bancos comerciales, permanece parcialmente dentro del sistema. Hacia adelante, el Tesoro deberá equilibrar dos objetivos potencialmente contrapuestos: acumular caja para reducir el riesgo de refinanciamiento y evitar una contracción excesiva de la liquidez que presione las tasas cortas. Esta tensión podría intensificarse en 2027, cuando la preferencia por la liquidez y la cobertura tienda a aumentar.

Hay un elemento adicional que vuelve más relevante este riesgo en el segmento de pesos. La transición hacia un esquema de menor asistencia directa del BCRA se realizó, hasta ahora, con herramientas que contribuyeron a sostener la liquidez y las expectativas: la migración de los pasivos remunerados del BCRA hacia instrumentos del Tesoro permitió que este último absorbiera y administrara recursos que antes permanecían esterilizados en el balance del BCRA. La distribución de utilidades reforzó los depósitos del Tesoro y las intervenciones del Central en títulos y futuros ayudaron a moderar las expectativas de depreciación, particularmente sobre la curva dólar linked. En otras palabras, el actual perfil de vencimientos y el colchón de liquidez se construyeron durante una etapa en la que el sector público consolidado aún disponía de instrumentos amplios para administrar tensiones financieras. Si la reforma de la Carta Orgánica se aprobara y restringiera efectivamente esas herramientas, una licitación débil podría tener un efecto más marcado sobre las tasas, el tipo de cambio y la percepción de riesgo de los activos en pesos. El beneficio de mediano plazo sería una menor exposición a la dominancia fiscal. El costo de corto plazo, una mayor sensibilidad del mercado a cualquier señal de pérdida de rollover.

El desafío de extensión de plazos seguirá siendo estructural. La experiencia del reperfilamiento de 2019 permanece presente en la memoria del mercado y puede llevar a los inversores a evitar vencimientos posteriores a las elecciones. Por eso, el Tesoro debería aprovechar la ventana actual para prefijar parte de sus necesidades y distribuir los vencimientos antes de que el calendario político comience a condicionar más directamente las decisiones de cartera.

En dólares, el programa oficial tiene la virtud de no depender de una emisión soberana internacional. Sin embargo, esa decisión incrementa la importancia del mercado local. La última licitación del AO29 mostró una sobredemanda de apenas 1,09 veces y una TIREA de 8,33%, lo que indica que la capacidad de colocar deuda hard-dollar doméstica no es ilimitada y que extender plazos ya exige una prima mayor.

La absorción de USD 5.000 millones prevista para 2027 podría resultar más costosa o concentrarse en vencimientos relativamente cortos si aumenta la incertidumbre electoral.

A esto se suma que las compras de dólares contempladas en el programa podrían enfrentar mayores restricciones. En períodos electorales suele aumentar la Formación de Activos Externos, mientras que las emisiones corporativas y provinciales pueden desacelerarse o postergarse. Ambos movimientos reducirían la oferta neta de divisas disponible para el Tesoro y el BCRA. La renovación del swap con China y el financiamiento multilateral reducen riesgos de liquidez, pero no sustituyen una acumulación genuina de reservas.

El escenario base continúa siendo manejable, aunque con márgenes decrecientes. En pesos, el principal riesgo será que la necesidad de *rollover* obligue a elevar tasas o profundizar la indexación justo cuando el mercado comience a reducir *duration*. En dólares, el punto crítico será transformar las fuentes anunciadas en dólares efectivamente disponibles. El resultado dependerá menos de la presentación formal del programa que de su ejecución: superávit fiscal, acumulación de reservas y capacidad de anticiparse al deterioro estacional y electoral de la demanda.

FINANCIAMIENTO CORPORATIVO: OBLIGACIONES NEGOCIABLES

La foto de julio sigue reflejando la misma dinámica que atravesó al mercado de deuda corporativa durante todo el semestre. El segmento hard dollar se mantiene firme, con emisiones tanto locales como internacionales y tasas de financiamiento razonables, mientras que el segmento en pesos continúa débil, en un contexto de mora bancaria históricamente elevada y menor liquidez en moneda local. En paralelo, el segmento de cobertura dólar linked permanece prácticamente inactivo, en claro contraste con las licitaciones del Tesoro, que desde hace dos meses vienen mostrando una fuerte demanda.

La emisión destacada del mes fue la colocación internacional de Petroquímica Comodoro Rivadavia (PCR), que emitió USD 400 millones a 8 años y una tasa de 8,5%. Según el suplemento, el producido neto se destinará principalmente al repago y/o refinanciación de deuda existente (75,7%), incluyendo préstamos bancarios y ONs en circulación. Otro 14,3% se aplicará a inversiones en propiedades, plantas y equipos, principalmente vinculadas al desarrollo de proyectos de petróleo y gas y energías renovables; 2,8% a capital de trabajo; y 3,2% a aportes de capital y/o financiamiento de sociedades vinculadas. El 4% restante se destinará a necesidades generales de financiamiento y fines corporativos.

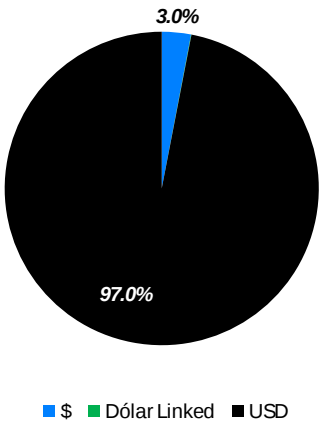
De esta manera, julio cerró con colocaciones por ARS 61.352 millones en el mercado en pesos y USD 1.338 millones en moneda dura. Considerando ambos segmentos, el volumen emitido alcanzó el equivalente a USD 1.380 millones, aunque el mercado dólar linked continúa prácticamente ausente, con una única emisión durante el mes por apenas USD 600 mil.

FIGURA 8. RESUMEN DE COLOCACIONES POR TIPO DE MONEDA Y TASA

En millones, en moneda de origen

	\$	Dólar Linked	USD
May-25	276,232	0	2,359
Jun-25	84,117	0	592
Jul-25	120,151	28	1,568
Total Trim.	480,499	28	4,519
May-26	633,814	0	1,656
Jun-26	569,784	0	1,344
Jul-26	61,352	1	1,338
Total Trim.	1,264,951	1	4,338

Composicion en misma unidad de medida



Fuente: Elaboración propia en base a ByMA y CNV.

En los últimos tres meses, las emisiones pagaderas en pesos totalizaron ARS 1.264.951 millones, lo que representa un incremento nominal del 163% i.a. En el segmento dólar linked, el trimestre cerró con una colocación chica, confirmando otro mes prácticamente sin actividad en el mercado de cobertura.

Por su parte, las emisiones hard dollar alcanzaron los USD 4.338 millones, marcando, luego de varios meses, una contracción del -4% i.a. frente al mismo trimestre de 2025. No obstante, el volumen continúa en niveles elevados y el mercado mantiene una dinámica positiva en términos de diversificación y heterogeneidad de emisores.

En cuanto a la cantidad de operaciones, el trimestre volvió a reflejar esta misma dinámica: se registraron 6 emisiones en pesos frente a 17 colocaciones hard dollar, en línea con lo observado en los últimos meses. La debilidad de la deuda en pesos no parece ser un fenómeno aislado, sino que continúa reflejando las condiciones de liquidez y crédito del sistema bancario.

FIGURA 9. TASAS Y PLAZOS PROMEDIO PONDERADOS

Fecha	Pesos		Dólar Linked		Dólares	
	Margen Tamar	Plazo	Cupón	Plazo	Cupón	Plazo
May-26	391	12	-	-	7.8%	65
Jun-26	329	13	-	-	8.9%	48
Jul-26	490	17	8.0%	24	7.5%	52

Fuente: Elaboración propia en base a ByMA y CNV.

En el segmento en pesos, las colocaciones a TAMAR privada se realizaron con un margen promedio ponderado de 490 p.b. sobre la tasa de referencia, lo que implica un aumento de 161 p.b. respecto de los niveles observados en mayo. En cuanto a los plazos, se registró un leve alargamiento, de 13 a 17 meses, en línea con la mayor duración que vienen mostrando las últimas licitaciones del Tesoro.

Por su parte, las emisiones en dólares alcanzaron una tasa de cupón promedio ponderada de 7,5%, aunque el promedio se ve elevado por la colocación internacional de Petroquímica Comodoro Rivadavia S.A., que represento el 30% del total a un plazo de 96 meses.

Pesos: Tasa fija y/o ajustable por Tasa Variable + margen

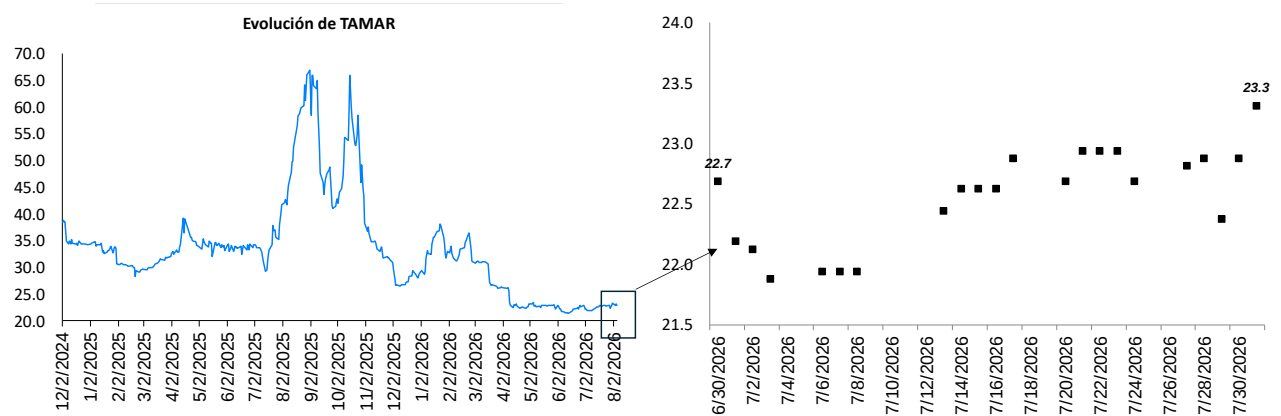
El mercado de deuda corporativa en pesos atraviesa un contexto de turbulencia, vinculado a un proceso que lleva más de un año y que ya comienza a reflejarse con claridad en los niveles de mora bancaria que contamina el mercado corporativo. La mayor volatilidad de tasas tras la eliminación de las LEFIs en julio del año pasado deterioró las condiciones de financiamiento y dificultó la construcción de un mercado de crédito más sano. El resultado fue una dinámica que se fue acumulando y que terminó llevando la mora bancaria de las empresas por encima del 3%.

De acuerdo con los últimos datos del BCRA, julio sería el primer mes en el que la mora de las familias no aumenta, una señal que podría marcar un techo para el deterioro. Pero el desafío ahora es otro: recuperar la estabilidad de las tasas y generar nuevamente un mercado de crédito con mayor previsibilidad y tasas reales más razonables. El proceso de normalización que esperábamos antes de mitad de año, finalmente no se materializó y fondearse en pesos continúa siendo una hazaña, tanto para las familias como para las empresas.

En el mes, la tasa de referencia se incrementó 0,6 puntos, pasando de una TNA de 22,7% al cierre de junio a 23,3% a fines de julio. La actividad de emisiones volvió a ser baja y se destacó la colocación de Edesa S.A. por ARS 19.824 millones, a TAMAR +6%, equivalente a una TNA de 27% al momento de la emisión y con un plazo de 12 meses.

La lectura es clara: sigue sin haber mercado para todos. Las tasas efectivas continúan siendo elevadas, mientras que el crédito en moneda local permanece concentrado en plazos cortos y en un grupo reducido de emisores.

FIGURA 10. EVOLUCIÓN DE TAMAR Y CALIDAD DE LAS CARTEAS EN EL SISTEMA FINANCIERO



Fuente: Elaboración propia en base a ByMA y CNV.

FIGURA 11. EMISIONES EN PESOS

Emisión y Liquidación	Sociedad	Serie/Clase	MM ARS	Régimen de emisión	Tasa	Tasa Base	Margen	TNA inicial	Plazo(meses)
03/07/2026	Edesa S.A.	Clase 3	19,824	ON	TAMAR	21.88%	6.00%	27.88%	12
17/07/2026	Rombo Compañía Financiera S.A.	Serie 67	17,064	ON	TAMAR	22.88%	4.50%	27.38%	15
21/07/2026	Recard S.A.	Serie II	1,000	ON/VCP BAJO IMPACTO	TAMAR	22.94%	-1.16%	21.78%	24
27/07/2026	Cheek S.A.	Serie I	7,500	ON/VCP BAJO IMPACTO	TAMAR	22.81%	-1.05%	21.76%	24
31/07/2026	Laboratorios Richmond S.A.c.i.f	Serie VIII Clase A	11,407	ON	TAMAR	23.31%	8.75%	32.06%	24
17/07/2026	Rombo Compañía Financiera S.A.	Serie 68	4,558	ON	FLA (TEM)			2.15%	9

Instrumentos hard-dollar

Las emisiones en dólares mantienen su racha y acumularon USD 1.338 millones en julio. Ya dejó de ser excepcional encontrar meses con colocaciones superiores a USD 1.000 millones, consolidando al financiamiento corporativo en moneda dura como una pieza relevante del actual esquema cambiario.

Durante el mes, las condiciones internacionales se volvieron algo más exigentes, producto del incremento de los rendimientos de los bonos largos de EE.UU., que eleva el costo de financiamiento para los mercados globales y, especialmente, para los emergentes. Aun así, el financiamiento a Vaca Muerta mantiene su dinamismo y el mercado internacional continúa mostrando apetito por capitalizar los proyectos energéticos argentinos.

En el mercado global se concretaron tres emisiones: Petroquímica Comodoro Rivadavia por USD 400 millones, Edenor por USD 213 millones y Raghsa por USD 67 millones. Las tres compañías salieron al mercado con cupones superiores al 7,5%. En el mercado local, se destacaron Banco de Galicia y Buenos Aires, con dos ONs por un total de USD 117 millones, y CEPU S.A., que emitió la ON Clase E por USD 94 millones, con un cupón de 5,5% y 36 meses de plazo.

FIGURA 12. EMISIONES DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES HARD-DOLLAR

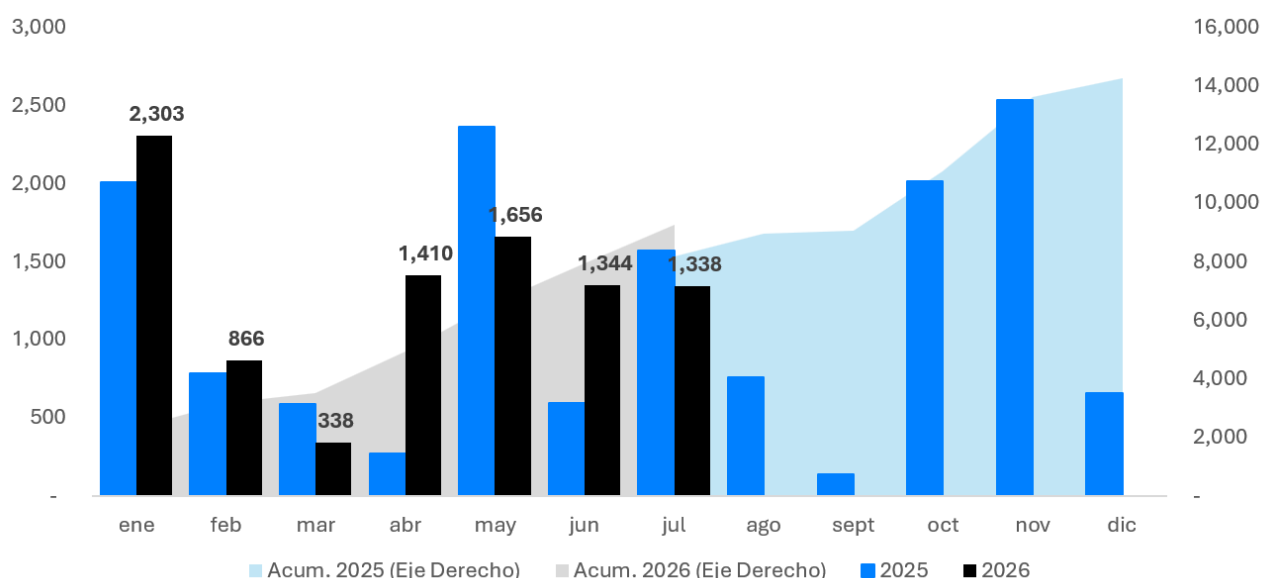
Emisión y Liquidación	Sociedad	Serie/ Clase	MM USD	Régimen de emisión	Precio de corte	TNA inicial	Plazo(meses)
03/07/2026	Edesa S.A	Clase 4	11.0	ON	100.00%	8.50%	24
03/07/2026	Edenor S.A	Clase 11	213.5	ON	100.00%	7.50%	36
08/07/2026	Agricola Noroeste S.R.L	Serie I	1.7	ON/VCP BAJO IMPACTO	100.00%	5.49%	30
14/07/2026	Banco de Valores S.A.	Clase 4	20.0	ON	100.00%	4.25%	12
15/07/2026	Banco de Servicios y Transacciones S.A.	Clase XXIX	20.5	ON	100.00%	5.00%	12
16/07/2026	Vista Energy Argentina S.A.U.	Clase XXXII	75.0	ON	100.00%	3.75%	18
16/07/2026	Vista Energy Argentina S.A.U.	Clase XXXIII	75.0	ON	100.00%	5.00%	36
28/07/2026	Petroquímica Comodoro Rivadavia S.A.	Clase 1	400.0	ON	100.00%	8.50%	96
24/07/2026	Banco BBVA Argentina S.A.	Clase 48	42.1	ON	100.00%	3.75%	18
24/07/2026	Banco BBVA Argentina S.A.	Clase 50	58.7	ON	100.00%	5.00%	24
24/07/2026	Banco BBVA Argentina S.A.	Clase 49	34.3	ON	100.00%	3.25%	12
27/07/2026	Central Puerto S.A.	Clase E	94.3	ON	100.00%	5.50%	36
30/07/2026	Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.U.	Clase XXXIII Serie I	151.4	ON	100.00%	3.25%	12
30/07/2026	Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.U.	Clase XXXIII Serie I	66.4	ON	100.00%	5.50%	36
31/07/2026	Laboratorios Richmond S.A.c.i.f	Serie VIII Clase B	6.1	ON	100.00%	9.00%	24
04/08/2026	Giorgi Automotores S.A.	Serie I	1.3	ON/VCP BAJO IMPACTO	100.00%	8.00%	19
04/08/2026	Raghsa S.A.	Clase 8	67.0	ON	100.00%	7.95%	120

Fuente: Elaboración propia en base a ByMA y CNV.

En términos acumulados, 2026 ya alcanza los USD 9.255 millones, unos USD 1.000 millones por encima del volumen registrado en el mismo período de 2025. No obstante, julio fue el segundo mes del año en el que las emisiones quedaron por debajo de las del mismo mes del año anterior.

El diferencial probablemente vuelva a ampliarse durante los próximos dos meses. Agosto y septiembre de 2025 fueron meses de baja actividad en el mercado de deuda corporativa, afectados por la volatilidad de las tasas en pesos y el salto del dólar de aquel momento. Si las emisiones mantienen el ritmo observado en junio y julio, los próximos dos meses podrían sumar más de USD 2.000 millones adicionales respecto de 2025, ampliando aún más la brecha acumulada.

FIGURA 13. EVOLUCIÓN DE EMISIONES CORPORATIVAS EN DÓLARES

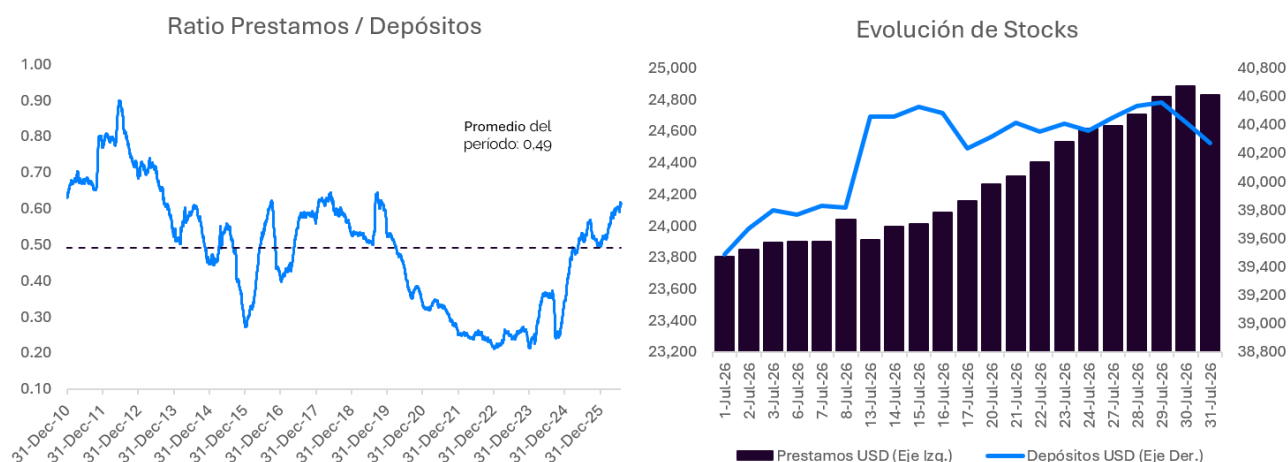


Fuente: Elaboración propia en base al CNV y BYMA.

En el mercado bancario, los depósitos en dólares del sector privado finalmente superaron los USD 40.000 millones y cerraron julio en USD 40.320 millones. Los préstamos también se incrementaron, aunque a un ritmo menor, llevando el ratio de préstamos al sector privado sobre depósitos de 0,58 a 0,62, por encima del promedio de 0,5 de los últimos diez años.

La tendencia del crédito bancario en dólares se mantiene firme y contrasta con un mercado de pesos que continúa mostrando mayores dificultades para canalizar financiamiento. La divergencia empieza a marcar una característica del contexto actual: el sistema financiero encuentra mayor profundidad y previsibilidad en dólares que en pesos, donde las tasas, la liquidez y el acceso al crédito siguen siendo más restrictivos.

FIGURA 14. EVOLUCIÓN DE PRESTAMOS Y DEPÓSITOS EN DÓLARES DEL SECTOR PRIVADO



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

Que esperamos hacia adelante

La sensación sigue siendo la misma: el segmento de deuda en dólares se mantiene firme, respaldado por la expansión de la actividad en Vaca Muerta y minería y por la estabilidad cambiaria. Hay un factor que parece haber llegado para quedarse: el financiamiento de inversiones vinculadas a oil & gas y minería. Más allá del contexto macroeconómico, ambos sectores atraviesan una etapa de fuerte expansión y observamos una demanda sostenida por instrumentos que permitan financiar estos proyectos.

La variable que podría cambiar es el costo de fondeo. En un escenario de mayor rigidez monetaria en Estados Unidos y tasas largas algo más elevadas, el costo de financiamiento para proyectos en economías emergentes podría aumentar en los próximos meses. Aun así, las tasas actuales continúan siendo atractivas para sectores que crecen a tasas de dos dígitos y requieren importantes volúmenes de inversión.

En el mercado de deuda en pesos, las empresas no son ajenas al deterioro que todavía atraviesa el crédito bancario. La volatilidad de tasas del último año, los niveles de mora —actualmente en máximos— y unas tasas reales todavía elevadas terminan trasladándose al mercado de capitales. La normalización, entonces, dependerá de dos factores: la recomposición de los niveles de endeudamiento en los distintos segmentos de pesos y la recuperación del consumo, todavía deprimido y con impacto directo sobre la rentabilidad de numerosos proyectos.

Finalmente, el segmento de cobertura continúa prácticamente dormido, aunque podría comenzar a ganar protagonismo a medida que nos acerquemos a las próximas elecciones. Con un tipo de cambio que se mantiene estable, pero que podría atravesar alguna corrección en los próximos meses, la demanda por instrumentos dólar linked podría volver a aparecer.



Investigación y Estrategia de Mercado

📍 Esmeralda 303, CABA, Argentina.

🌐 www.nchacobursatil.com.ar

Contacto

Tel.: 0800-555-6242 Int. 2890

La información contenida en el presente reporte ha sido elaborada por Nuevo Chaco Bursátil S.A. Sociedad de Bolsa ("NCHB") en base a información pública. La misma es suministrada únicamente con fines orientativos y no supone recomendación ni sugerencia de inversión ni de asesoramiento de clase alguna, y bajo ninguna circunstancia se la podrá utilizar como oferta de compra o de venta en firme. NCHB no asumirá ninguna responsabilidad por pérdidas o riesgos causados directa o indirectamente como consecuencia de la utilización, aplicación y/o errónea interpretación de la información de referencia.