

WEEKLY REPORT

Weekly

#92

26 de junio, 2026

Diego Crochi

Martín Mattiazzi

Mateo Carrasco

Juan Ignacio Natale

✉ info@cip-trading.com



Menor liquidez: ¿la nueva normalidad del sistema?

La liquidez del sistema es cada vez menos holgada. A juzgar por las operaciones en la rueda de pases (repo) al cierre, el miércoles el BCRA habría inyectado \$0,2 billones a una TNA del 25,56% (tasa promedio ponderada del día + 500 p.b.) y, en simultáneo, esterilizado \$1,9 billones mediante este mismo mecanismo. Entendemos que esta dinámica cruzada (tomar fondos por una vía y colocarlos por otra) responde a necesidades puntuales de liquidez de algunas entidades que, al no encontrar contraparte en el mercado interbancario, debieron recurrir a la ventanilla oficial.



Ideas principales

- » Esta semana se observó una contracción significativa de la liquidez del sistema, influenciada por la venta de DLK del BCRA para contener el FX
- » Entendemos que la menor liquidez fue una respuesta del BCRA para, de ser necesario ante una escalada del FX, tensar rápido el sistema elevando las tasas.
- » Tanto la respuesta del BCRA de hoy mediante OMAs como el resultado de la subasta del Tesoro emitirán la señal definitiva para saber si esta tensión en la plaza llegó para quedarse.
- » Las condiciones de liquidez castigaron a las curvas en pesos, en un contexto de volatilidad cambiaria. Esto refuerza nuestra preferencia por alternativas hard-dollar y Tamar.
- » El Tesoro parece tener incentivos para renovar parcialmente los abultados vencimientos de la licitación, con el fin de normalizar la liquidez del sistema. Esperamos una alta concentración en la Lecap de noviembre y poco apetito por instrumentos largos.

Aunque en términos netos el BCRA absorbió pesos, esta operatoria evidencia una incipiente tensión y cierta fragmentación: el sistema, aun con excedentes en el agregado, no logró canalizar la liquidez sin la intermediación de la autoridad monetaria.

Como reflejo de esta tensión, el jueves la tasa promedio ponderada de la caución a un día escaló por encima del 23% (alcanzando picos del 30%), desacoplándose del piso del 20% que marca la tasa de pases del BCRA (ver Gráfico 1). Cabe recordar que la caución operaba en torno a ese piso desde fines de febrero, cuando la entidad optó por mantener una liquidez abundante para evitar la volatilidad de tasas y minimizar su intervención en el mercado de dinero.

Esta contracción de la liquidez se da en un contexto de mayor presión cambiaria, impulsada por un escenario internacional menos favorable y por el impacto del fixing del A3500 asociado al vencimiento del TZV26. Ante esta dinámica, la autoridad monetaria aceleró la venta de instrumentos dollar-linked en el mercado secundario, proveyendo cobertura como sustituto del spot para amortiguar la depreciación de la moneda. En la rueda de ayer se operó un volumen extraordinario: USD 680 MM en la letra D31L6 y USD 450 MM en el TZV26, totalizando más de USD 1.100 MM (ver Gráfico 2).

Aunque no todo este volumen implica necesariamente ventas directas del BCRA (asumimos que, tras el canje de mediados de mes, la entidad ya no poseía TZV26, por lo que tomamos como proxy de intervención solo una porción de lo operado en la letra a julio), es altamente probable que el grueso de la oferta provenga de la autoridad monetaria. Esta intervención profundiza la contracción monetaria: el jueves, el stock de pases pasivos cayó a \$1,4 billones, el colchón de liquidez más bajo desde fines de abril (ver Gráfico 3).

Considerando el plazo de liquidación T+1 de los bonos, estas ventas impactarían hoy absorbiendo aproximadamente \$1 billón adicional, lo que podría tensar aún más la plaza. En este escenario, el BCRA podría verse forzado a compensar este drenaje inyectando pesos vía Operaciones de Mercado Abierto (OMA) para evitar saltos bruscos en las tasas.

Gráfico 1 | Caución y repo

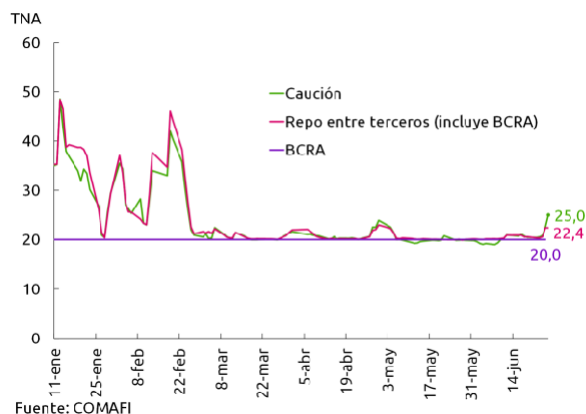


Gráfico 2 | Volumen de instrumentos dólar linked

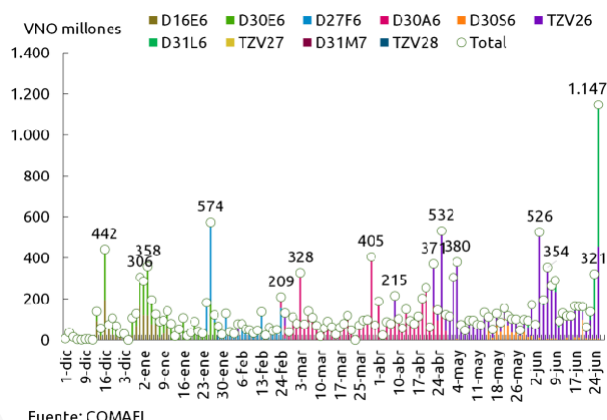


Gráfico 3 | Otros pasivos en ARS del BCRA (repo)

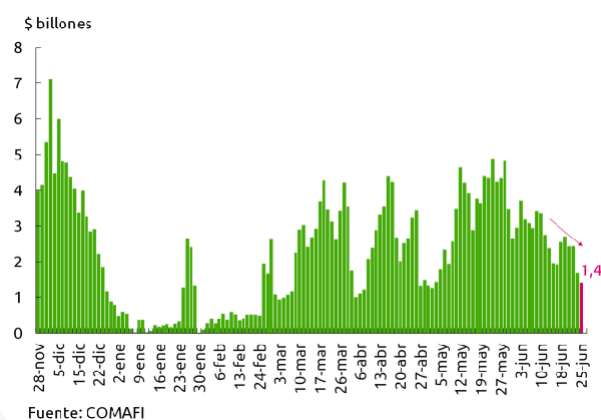
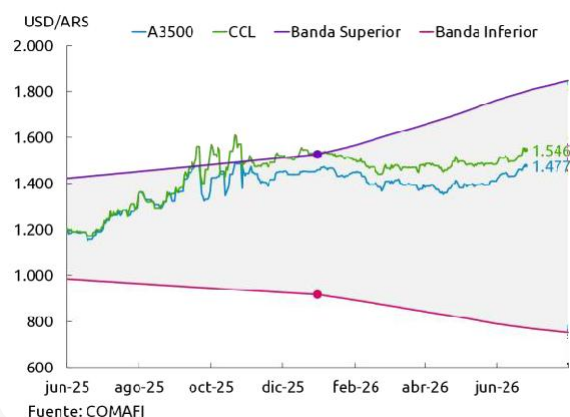


Gráfico 4 | Tipo de cambio nominal



A esto se suma que la desaceleración en el ritmo de compras de divisas por parte del BCRA – una decisión precautoria para quitarle presión a la demanda dolarizadora– también constituye un menor factor de inyección al sistema. Asimismo, estimamos que a nivel agregado las entidades financieras vienen cumpliendo ajustadamente con el promedio mensual de efectivo mínimo, por lo que esta no debería afectar significativamente hasta el cierre del mes. Destacamos, además, que los meses de junio y julio representan el pico estacional de la demanda de dinero, lo que impone una presión adicional sobre la liquidez del sistema.

¿Por qué el BCRA convalidó esta contracción de la liquidez?

Entendemos que la motivación principal detrás de esta postura es el alza del tipo de cambio (ver Gráfico 4). Bajo el diseño del esquema monetario actual, mientras las condiciones de liquidez sean holgadas, la tasa de interés opera pegada al piso fijado en repo. Si las autoridades desearan elevar el costo del dinero, el mecanismo más directo y eficiente sería subir explícitamente esa tasa de referencia (aunque creemos que no quieren pagar el costo reputacional de hacerlo). No obstante, otra alternativa – utilizada desde el fin de las LeFi– consiste en restringir la liquidez vía cantidades, forzando al propio mercado a encontrar una tasa de equilibrio más alta. El riesgo de esta estrategia es que suele generar una elevada volatilidad en las tasas de corto plazo, lo que afecta negativamente las expectativas y termina obligando al BCRA a intervenir para fijar un techo.

La presión sobre el FX claramente ocupa la atención del equipo económico, tal como lo evidencia la fuerte oferta de cobertura dolar-linked. Si bien creemos que en el corto plazo el BCRA buscará evitar una suba explícita de la tasa de referencia, operar con niveles de liquidez más ajustados le otorga una mayor capacidad de reacción. En caso de requerir un endurecimiento monetario rápido, secar la plaza vía cantidades es un proceso mucho más ágil partiendo de un stock de pases de \$1,4 billones que desde los \$3 billones a principio de mes.

Finalmente, una particularidad de este andamiaje es el impacto significativo que tienen las licitaciones del Tesoro sobre la liquidez bancaria. Hoy se llevará a cabo una desafiante subasta que enfrenta vencimientos por \$16,3 billones. Tanto la respuesta del BCRA mediante OMA's (si decide o no compensar el drenaje de ayer) como la tasa de rollover que logre Finanzas (un resultado mayor al 100% retira pesos; menor al 100% inyecta liquidez) emitirán la señal definitiva para saber si esta tensión en la plaza monetaria llegó para quedarse.

Tabla 1 | Menú Licitación del Tesoro

Especie	Tipo	Emisión	Vencimiento	Plazo restante (días)	Monto máximo
S13N6	Lecap	Nueva	13/11/2026	136	-
TZX07	Boncer	Nueva	29/10/2027	486	-
TZX08	Boncer	Reapertura	31/3/2028	640	-
TZX08	Boncer	Nueva	15/12/2028	899	-
TML27	Bontam	Nueva	30/7/2027	395	-
TXMD9	Dual CER/Tamar	Reapertura	14/12/2029	1263	-
D31G6	Lelink	Reapertura	31/8/2026	62	-
TZVD8	Bono DL	Reapertura	15/12/2028	899	-
AO28	Bonar	Reapertura	31/10/2028	854	266-100

En la licitación de hoy (ver Tabla 1), Finanzas ofrece una Lecap con vencimiento en noviembre, tres Boncer cupón cero (octubre de 2027, marzo de 2028 y diciembre de 2028), un bono TAMAR a julio de 2027, un instrumento Dual CER/TAMAR a diciembre de 2029 y dos títulos dólar-linked (agosto de 2026 y diciembre de 2028). En el segmento hard-dollar, la oferta incluye el AO28 por hasta USD 266 millones en la primera vuelta, ampliable en USD 100 millones adicionales en la segunda, lo que permitiría completar la emisión total del bono.

El volumen de vencimientos plantea un desafío significativo, lo que probablemente haya llevado a una ampliación de la oferta en términos de instrumentos y plazos, incluso a costa de moderar el objetivo de extender duration más allá del cambio de gobierno. En cualquier caso, la mencionada restricción de liquidez bajo la que opera el sistema y los depósitos con los que cuenta el Tesoro en BCRA por \$11,7 billones podría inclinar la balanza hacia un rollover parcial (ver Gráficos 5 y 6).

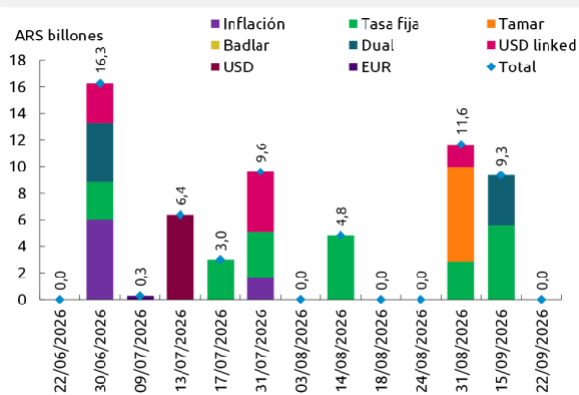
El deterioro reciente en las condiciones de liquidez y la mayor volatilidad de las tasas en pesos tienden a incentivar un posicionamiento más conservador por parte de los inversores, con preferencia por acortar duration. En este marco, la demanda podría concentrarse en la Lecap a noviembre. En segundo lugar, el bono TAMAR 2027 presenta atractivo como cobertura frente a riesgo de tasas en el segundo semestre. Por el contrario, estimamos una demanda más acotada para instrumentos de mayor plazo, lo que obligaría al Tesoro a convalidar premios más elevados, sin que ello garantice un nivel significativo de participación.

El AO28 busca completar su emisión entre las dos rondas por USD 266 y 100 millones, respectivamente. El constructivo momentum de los soberanos hard-dollar y el interrogante sobre la apertura de nuevos Bonares, sugieren una alta probabilidad de que el instrumento logre cubrir la totalidad del monto ofrecido.

¿Cómo digirió el mercado el apretón de liquidez?

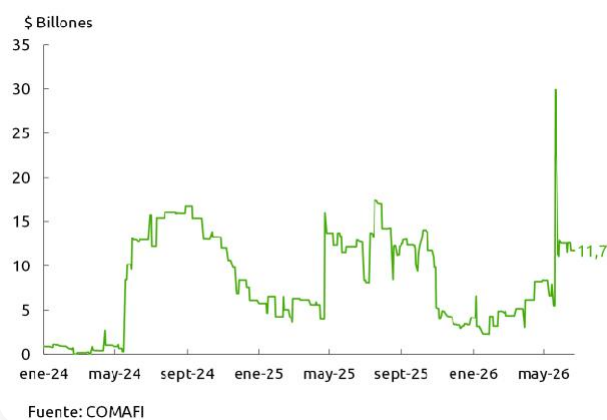
Como mencionábamos anteriormente, la génesis de la intervención de las autoridades monetarias vía venta de Lelinks fue la dinámica cambiaria. El dólar mayorista tocó \$1.480, máximos nominales desde el período electoral de oct-25. Así, el tipo de cambio subió 2,7% en la semana y acumula una depreciación del 6% en el mes. Existen factores locales que veíamos probables de cara al 2do semestre: agotamiento de la oferta de divisas producto del fin de la cosecha gruesa, crecimiento acotado de préstamos en dólares y un menor nivel de colocaciones offshore de deuda corporativa y subsoberana. Sin embargo, Argentina no

Gráfico 5 | Vencimientos del Tesoro en Pesos



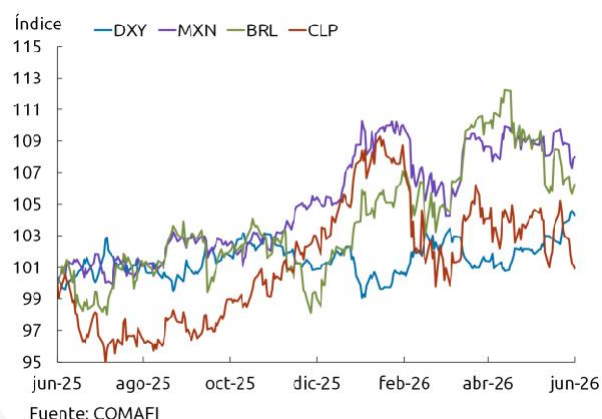
Fuente: COMAFI

Gráfico 6 | Depósitos en pesos del Tesoro en el BCRA



Fuente: COMAFI

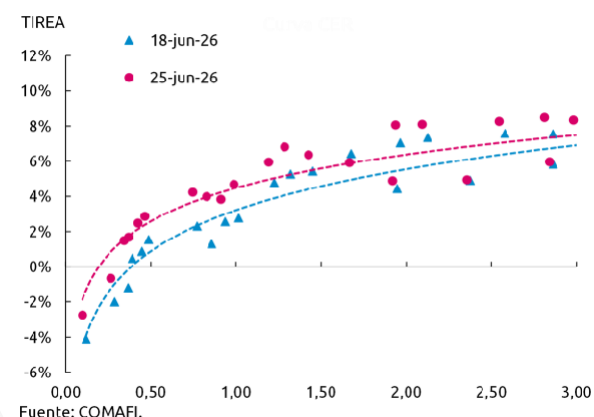
Gráfico 7 | DXY y Monedas Latam



fue ajena a los flujos del frente externo. Continuando con lo comentado en el último Weekly, de la última conferencia de Warsh tras la reunión del FOMC de junio se desprendió un giro hawkish y hacia una FED menos comunicativa que sorprendió al mercado. Los inversores procesaron la noticia revalorizando el dólar y el DXY se apreció más del 2% en el mes, superando los 101 puntos, máximos desde mar-25. Como consecuencia, las monedas Emergentes se depreciaron y comparables regionales como el real brasileño, el peso chileno o el peso mexicano se debilitaron hasta 3% durante junio (ver Gráfico 7).

Las curvas en moneda local sufrieron el contexto de menor iliquidez, materializando las ideas que comentábamos en nuestra Trade Idea - Cierre Carry Trade. Usualmente, las presiones cambiarias suelen asociarse a una mayor volatilidad de las tasas domésticas, producto de la reponderación de las carteras de los inversores en términos de moneda. Siguiendo esa línea, también es que en Trade Idea - Long Tamar veíamos atractivo relativo en los instrumentos a tasa variable respecto a sus pares CER o tasa fija.

Gráfico 8 | Curva CER



Los rendimientos de las Lecaps subieron hasta 2 p.p. TEA en la semana, especialmente en los vencimientos de 2026, dejando una curva aplanada en torno al 26% TEA. La curva CER mostró una dinámica similar y sus tasas reales se ampliaron 1,5 p.p. TEA promedio, provocando pérdidas semanales en torno al 1% desde los Boncer 2027 en adelante (ver Gráfico 8). El castigo de los Boncer 2027 llevó a los más largos a rendimientos del 6,5%, comprimiendo así el spread TEA respecto a los Boncer 2028 que rinden en torno al 8%.

Equity					Títulos en dólares						Tasa fija							
	Precio	1D	5D	YTD		Precio	1D	5D	TIR	MD		Precio	1D	5D	Vto.	TNA	MD	
S&P Merval	3,096	-0.5	-7.1	1.5	AO27	102.8	0.0	0.0	4.3	1.26	T30J6	144.5	0.0	0.4	30/6/2026	23.7	0.0	
Merval (CCL)	2,005	0.2	-9.1	-0.7	AL29	65.0	-0.2	0.6	6.5	1.42	S17L6	106.5	0.0	0.3	17/7/2026	23.5	0.0	
YPFD	70,750	-0.1	-7.1	29.6	AL30	64.4	0.1	0.1	7.4	1.85	S31L6	115.2	0.0	0.3	31/7/2026	22.7	0.1	
GALICIA	7,605	-0.3	-10.5	-7.3	AO28	96.9	0.0	0.0	7.9	2.10	S14G6	104.7	0.0	0.2	14/8/2026	23.5	0.1	
MACRO	13,940	-0.3	-9.2	2.7	AN29	95.2	0.3	0.4	8.4	2.98	S31G6	121.8	-0.3	0.1	31/8/2026	23.8	0.1	
BBVA	9,745	-0.8	-11.8	6.6	AL35	82.0	0.6	0.9	9.0	5.32	S15S6	101.7	-0.1	0.2	15/9/2026	24.5	0.2	
CEDEARS					AE38	84.3	0.1	0.1	9.2	4.57	S30S6	110.3	-0.2	0.0	30/9/2026	24.8	0.2	
SPY	18,870	-0.5	0.2	8.3	AL41	76.8	0.5	0.6	9.0	5.88	TO26	99.6	-0.7	-0.9	19/10/2026	26.1	0.2	
QQQ	55,150	0.2	-1.3	16.8	GD29	66.1	-0.2	0.3	5.3	1.44	S30O6	125.1	0.4	-0.1	30/10/2026	23.7	0.3	
DIA	40,040	-0.5	2.6	8.8	GD30	66.1	0.1	0.6	6.0	1.88	S30N6	117.6	-0.2	-0.3	30/11/2026	24.3	0.3	
VIST	33,500	0.7	-2.6	37.0	GD35	84.6	0.2	0.6	8.4	5.37	T15E7	141.2	-0.1	-0.5	15/1/2027	25.5	0.4	
MELI	20,820	-3.1	1.3	-18.5	GD38	88.0	-0.1	-0.1	8.2	4.68	T30A7	128.8	0.2	0.0	30/4/2027	26.3	0.7	
PreciosBYMA					GD41	78.6	0.4	0.2	8.6	5.94	T31Y7	121.8	0.2	0.0	31/5/2027	26.3	0.7	
Renta variable internacional					GD46	75.6	0.4	0.5	8.3	6.29	T30J7	123.0	-1.2	-0.8	30/6/2027	26.6	0.8	
	Precio	1D	5D	YTD	BPOA7	102.1	0.2	0.2	3.8	1.05	TY30P	111.2	0.4	1.2	30/5/2030	40.3	2.3	
S&P 500	7,358	0.0	-0.8	7.5	BPOB7	102.3	0.0	0.3	3.6	1.05	TNAplazo remanente. PreciosBYMA DLK con Px en miles.							
NASDAQ	25,359	-0.5	-2.5	9.1	BPOC7 *	102.1	0.1	0.3	3.4	0.82	Tasa variable							
DIJA	51,921	0.1	0.8	8.0	BPOD7	102.1	0.0	0.0	3.8	1.05		Precio	1D	5D	Vto.	TIR	MD	
MSCI WORLD	4,744	-0.2	-1.9	7.1	BPOA8 *	92.3	-0.1	0.7	8.0	0.00	TTJ26	162.0	0.0	0.4	30/6/2026	35.0	0.0	
EURO Stoxx 50	6,268	0.9	-0.9	8.2	BPOB8	92.4	0.1	0.9	6.9	2.20	M31G6	124.4	0.1	0.4	31/8/2026	26.3	0.2	
NIKKEI	72,366	4.6	1.8	43.8	PreciosBYMA MEP (dirty) * PutAFIP						TTS26	161.2	0.0	0.3	15/9/2026	26.8	0.2	
MSCI EM	67.96	1.1	-0.9	24.2	Tipo de cambio						TTD26	160.6	-0.1	0.1	15/12/2026	27.2	0.5	
Brasil BOVESPA	172.0	0.9	2.2	6.8		Precio	1D	5D	30D	YTD	TMF27	115.9	0.0	0.0	26/2/2027	27.8	0.7	
México BMV	67,418	1.7	-1.2	4.8	A3500	1,477.3	-0.1	1.9	6.0	1.2	TMG27	111.9	3.7	0.9	31/8/2027	29.1	1.2	
VIX	18.87	1.3	2.3	26.2	CCL (AL30)	1544.5	-0.5	2.2	3.8	1.5	TMF28	105.0	0.0	-0.5	25/2/2028	38.5	1.6	
Tasas					MEP (AL30)	1499.4	-0.4	2.1	4.7	1.3	TMG28	103.0	-0.1	0.0	31/8/2028	37.2	2.1	
	TNA	1D	5D	YTD	Brecha	4.5	5.1	4.3	6.8		* Dúales Fija/Tamar y Letam con TIR proyectada según Esc Base.							
AR RIX	22.4	1.8	1.8	-53.9	Monedas						CER							
AR Caución 1D	17.5					Precio	1D	5D	30D	YTD	TZX26	393.8	0.0	0.4	30/06/26	-8.9	0.0	
AR Caución 7D	24.0				DX Y	101.4	-0.2	1.3	2.2	3.2	X31L6	115.3	0.0	0.4	31/07/26	-2.8	0.1	
AR Caución 14D	23.5				EUR	1.1	0.1	-0.8	-2.3	-3.2	X30S6	110.5	0.0	0.2	30/09/26	-0.7	0.3	
AR Caución 30D	21.0				GBP	1.3	0.2	-0.1	-2.3	-2.1	TZXO6	163.4	-0.2	-0.4	30/10/26	1.5	0.3	
BADLAR	21.6	-0.1	0.8	-5.1	JPY	161.8	0.0	-0.3	-1.8	-3.1	TX26	702.0	0.0	0.1	09/11/26	1.7	0.4	
TAMAR	22.4	-0.1	1.0		CNH	6.8	0.2	-0.3	-0.2	2.6	X30N6	118.3	-0.1	-0.1	30/11/26	2.5	0.4	
US.2Y	4.1	-2.5	-5.6	64.8	MXN	17.5	0.7	-0.7	-1.2	3.0	TZXD6	287.0	-0.1	0.0	15/12/26	2.9	0.5	
US.5Y	4.2	-1.4	-7.1	43.7	BRL	5.18	0.4	-0.2	-3.1	5.8	TZXM7	211.4	-0.2	-0.8	31/03/27	4.2	0.7	
US.10Y	4.4	-0.2	-6.3	22.3	* Las variaciones son de la moneda por unidad de dólar.						TZXA7	117.0	0.2	-1.6	30/04/27	4.0	0.8	
US.30Y	4.9	1.9	-3.9	1.5	Es decir, suba=apreciación y baja=depreciación.						TZX Y7	115.4	-0.3	-0.5	31/05/27	3.8	0.9	
Bund 10Y	2.9	-0.8	-7.2	0.2	Mercado de futuros ROFEX						TZX27	375.6	-0.3	-1.2	30/06/27	4.7	1.0	
Japón 10Y	2.6	-4.3	1.2	56.7		Contrato	Precio	1D	5D	TNA	Deval	TZXS7	101.4	-0.3	-0.7	30/09/27	6.0	1.2
UK 10Y	4.7	1.5	-5.8	22.0	jun-26	1,479	-0.3	1.2	9.9	0.1	TZXD7	265.6	-0.2	-0.6	15/12/27	6.4	1.4	
México 10Y	8.9	-6.0	-7.8	-24.7	jul-26	1,505	-0.4	1.2	19.2	1.8	TZX28	336.5	-0.4	-1.2	30/06/28	8.1	1.9	
Brasil 10Y	14.3	-21.0	-22.1	53.6	ago-26	1,534	-0.3	1.3	20.8	1.9	TZXS8	91.4	-0.2	-0.9	29/09/28	8.1	2.1	
*Var. en bps (excepto Arg.) / Tasas int. en respec. moneda					sept-26	1,562	-0.2	1.4	21.7	1.9	TX28	1,651.0	-0.6	-1.3	09/11/28	6.8	1.3	
COMMODITIES					oct-26	1,591	-0.3	1.4	22.2	1.9	TXMJ8	94.5	-0.4	-0.2	30/06/28	4.9	1.9	
	Precio	1D	5D	YTD	nov-26	1,623	-0.1	1.5	22.8	2.0	TXMJ9	88.7	-0.4	0.3	29/06/29	6.0	2.8	
BRENT	75	2.3	-5.6	23.9	dic-26	1,652	-0.1	1.4	23.0	1.8	TXMJ0	79.2	-0.5	0.2	28/06/30	6.3	3.8	
Oro	4,030.5	1.0	-7.5	-7.2	ene-27	1,686	0.1	1.5	23.7	2.1	DICP	52,680.0	-0.5	-1.7	30/12/33	8.3	3.0	
Cobre	607	2.1	-6.5	6.9	feb-27	1,715	-0.2	1.4	23.9	1.7	Dollar-linked							
Soja	414.4	1.7		9.5	mar-27	1,749	-0.2	1.6	24.0	2.0	TZV26	147,290.0	-0.1	1.8	30/06/26	31.3	0.0	
Maíz	163	1.9		-5.8	abr-27	1,781	-0.2	1.5	24.3	1.8	D31L6	146,600.0	-0.6	1.7	31/07/26	8.3	0.1	
Trigo	217.1	0.9		16.5	may-27	1,815	-0.2	1.6	24.6	1.9	D31G6	147,000.0	0.3	1.8	31/08/26	2.8	0.2	
											D30S6	146,700.0	-0.5	1.8	30/09/26	2.7	0.3	
											D31M7	144,260.0	-0.3	1.7	31/03/27	3.2	0.7	
											TZV27	143,790.0	0.1	1.2	30/06/27	2.7	1.0	
											TZV28	126,390.0	0.1	0.4	30/06/28	8.1	1.9	
											TZVD8	120,000.0	-1.2	0.4	15/12/28	8.8	2.3	

CENTRO DE CONTACTO

Dirección:

Bloc Office Hub, Santa
María Business District, piso 7,
Ciudad de Panamá, Panamá

Teléfono:

+507 277-8628

Email:

info@cip-trading.com

Website:

www.cip-trading.com/

LinkedIn:

www.linkedin.com/cip-trading

Aviso legal

Este documento ha sido elaborado con fines exclusivamente informativos y educativos. Su contenido refleja análisis económicos y de mercado dirigidos a clientes institucionales calificados, sin constituir en ningún caso una oferta, recomendación, invitación o solicitud para la compra, venta o suscripción de valores, instrumentos financieros o decisiones de inversión.

La información contenida en este informe proviene de estimaciones propias, así como de fuentes externas consideradas confiables y de acceso público. No obstante, no se garantiza su exactitud, integridad ni actualidad. C.I.P Trading no asume responsabilidad alguna por decisiones tomadas en base a este documento ni por los resultados derivados del uso de su contenido.

Este informe no sustituye el asesoramiento profesional independiente que cada destinatario debe obtener conforme a sus necesidades, perfil de riesgo y objetivos financieros. La distribución de este documento puede estar sujeta a restricciones legales en ciertas jurisdicciones. Es responsabilidad del receptor asegurarse de cumplir con las normativas locales aplicables.