

WEEKLY REPORT

Weekly

#96

31 de julio, 2026

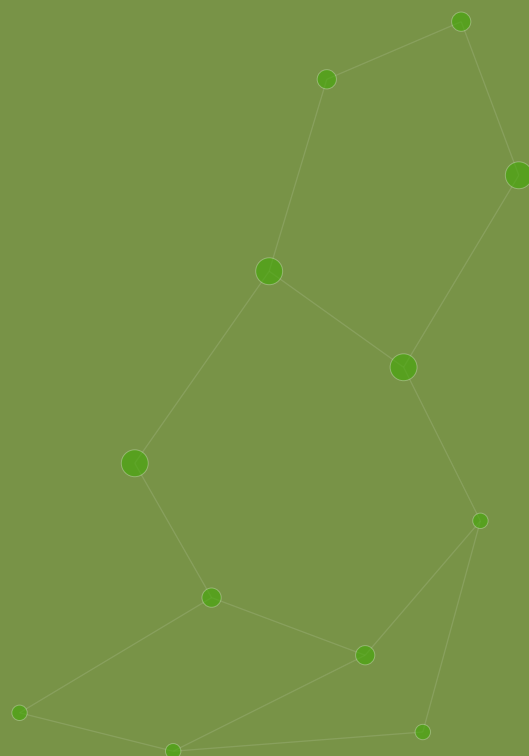
Diego Crochi

Martín Mattiazzi

Mateo Carrasco

Juan Ignacio Natale

✉ info@cip-trading.com



La cobertura no espera a 2027

Durante la última semana, el mercado cambiario exhibió un episodio de marcada volatilidad, fuertemente influenciado por el fixing de la D31L6 (vencían VNO USD 2.247 millones). En este marco, el FX que se observaba demandado, encontró antes del mediodía un techo muy nítido en la zona de los USD/ARS 1.500. Dada la magnitud de la presión compradora y el poder de fuego necesario para defender dicho nivel, entendemos que se trató de una intervención directa por parte del Tesoro.



Ideas principales

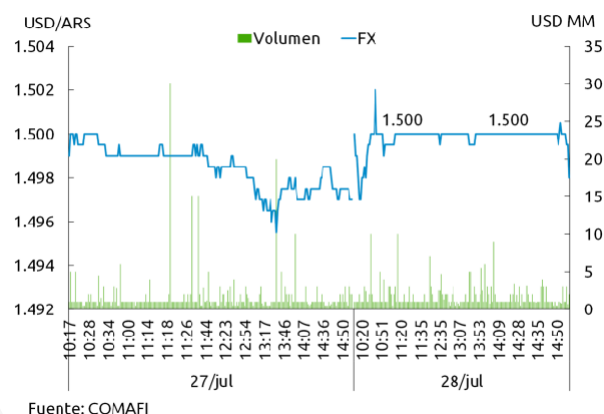
- » Antes de la subasta del Tesoro el FX se recalentó y el Tesoro habría vendido casi USD 150 millones para contener el spot.
- » El BCRA optó por no comprar divisas ese día, para quitarle presión al FX, cortando una racha de 135 ruedas consecutivas en positivo.
- » La Confianza en el Gobierno descendió a 39%, el nivel más bajo desde sep-25.
- » En la última licitación, el 55% de lo adjudicado correspondió a títulos atados a tipo de cambio. El nuevo Dual DLK/Tamar concentró el interés de los inversores y cortó a 6,6% TEA, apenas debajo de la curva USD-linked.
- » Evaluando distintos escenarios de tasas reales y tipo de cambio real, parece mucho más probable que dicho Dual pague su pata USD-linked. Sin embargo, algunos agentes tienen incentivos a convalidar spreads relevantes respecto a la "curva pura".

El martes los depósitos en dólares del Tesoro en el BCRA cayeron USD 147 millones, mientras que los de pesos subieron su equivalente, lo que confirmaría la presencia oficial en el FX. La aparente intervención del Tesoro se dio en el contexto específico de la licitación y del fixing, por lo que no necesariamente implica que Finanzas busque establecer un valor "de facto" de intervención \$ 1.500. Sin embargo, el accionar oficial envió una señal ineludible al mercado: las autoridades están plenamente dispuestas a retomar las ventas en el spot si lo consideran estratégico (ver Gráfico 1).

En simultáneo a esta intervención, el BCRA continuó proveyendo cobertura cambiaria a través de la venta de instrumentos dollar-linked. Como reflejo de esta táctica, la Lelink de agosto operó un volumen superior a los VNO USD 400 millones en la rueda del martes (ver Gráfico 2).

La magnitud de las emisiones con cobertura cambiaria continúa siendo una señal elocuente de las expectativas que predominan sobre el mercado cambiario para el segundo semestre. Entre mayo y julio, el Tesoro adjudicó Lelink por VN USD 4.443 millones. A ello se suman los VN USD 4.831 millones emitidos en la última licitación entre instrumentos USD-linked y Duales (ver Gráfico 5). Incluyendo la subasta, estimamos que la demanda total de cobertura por parte del sector privado ya supera los USD 12.000 millones. Esta cifra marca el nivel más alto del último tiempo y se aproxima rápidamente al pico histórico de USD 15.000 millones alcanzado en septiembre de 2025, tras el revés del oficialismo en las elecciones legislativas en PBA.

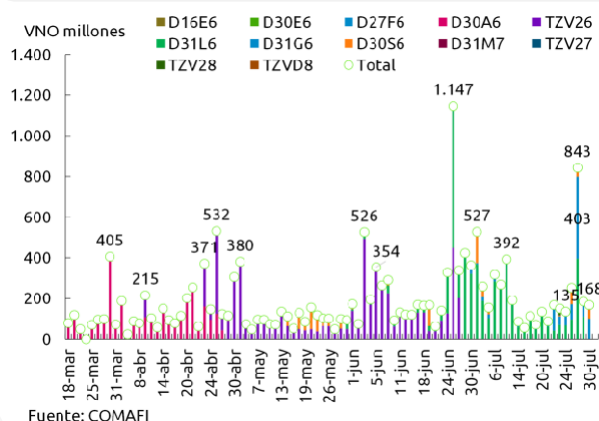
Gráfico 1 | FX intradiario 27 y 28-jul



El otro hito de la jornada fue la interrupción en la acumulación de divisas. El BCRA cerró la rueda del martes con saldo neutro, cortando así una seguidilla de 135 ruedas consecutivas de compras netas en el Mercado Libre de Cambios (MLC), la racha positiva más extensa desde 2007. Si bien las compras en bloque registradas a principios de mes elevaron significativamente el acumulado de julio, la dinámica subyacente evidencia una clara desaceleración: excluyendo esas operaciones extraordinarias, el ritmo de compras diario promedia por debajo de los USD 50 millones. El miércoles y jueves, con el spot menos presionado, la entidad monetaria retomó el saldo positivo en el MLC, comprando USD 36 millones y USD

117 millones respectivamente (ver Gráfico 3).

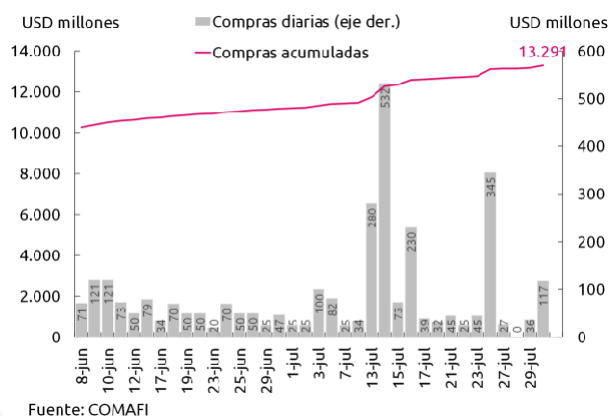
Gráfico 2 | Volumen operado de dólar linked



Frente a este escenario de estrés cambiario y aparente intervención oficial en el spot, cabe preguntarse si se trata de una tensión transitoria o de una transición hacia una moneda más depreciada de cara al segundo semestre. Más allá de la presión puntual generada por la Lelink, se destaca una suba sostenida en la cotización oficial. El promedio mensual del A3500 escaló un 2,5% durante julio, mientras que la variación punta a punta avanzó un 0,5%, convalidando un escenario de mayor nominalidad cambiaria.

En este contexto, las últimas medidas sugieren que el objetivo oficial continúa siendo preservar el proceso de desinflación sin convalidar un ajuste significativo en otras variables nominales. La combinación de intervenciones en el mercado cambiario, provisión de cobertura vía instrumentos dólar-linked y medidas orientadas a sostener la liquidez del sistema apunta justamente en esa dirección.

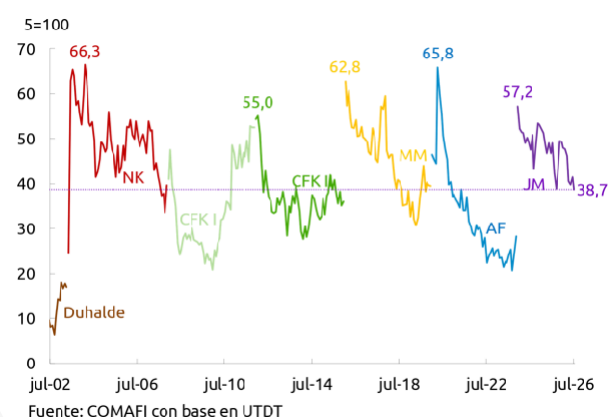
Gráfico 3 | Compras del BCRA



En la práctica, el esquema busca evitar que las tensiones cambiarias se traduzcan en una corrección más abrupta del tipo de cambio o en un endurecimiento de las condiciones financieras. De esta forma, los incentivos que normalmente emergerían a través de un dólar más alto o de tasas más elevadas quedan parcialmente amortiguados por la acción oficial.

Si bien esta estrategia puede contribuir a suavizar episodios de estrés en el corto plazo, su efectividad depende de que las presiones subyacentes cedan con el tiempo (es decir, que respondan a shocks transitorios). De lo contrario, la necesidad de intervenir simultáneamente sobre varias variables podría tornarse cada vez más costosa y difícil de sostener.

Gráfico 4 | Confianza en el Gobierno



Por otra parte, la imagen del Gobierno experimentó una caída, en línea con lo que anticipábamos en base al reciente retroceso del Índice de Confianza del Consumidor (ICC). Puntualmente, el Índice de Confianza en el Gobierno (ICG) retrocedió 2,6 p.p. en julio hasta ubicarse en 38,8%. Con este registro, la imagen del oficialismo perforó sus pisos recientes y se ubica en mínimos desde septiembre de 2025 (mes signado por el impacto de las elecciones legislativas en PBA; ver Gráfico 4).

En la comparativa histórica el indicador se ubica 1 p.p. por debajo de los niveles que exhibía la administración de Macri en el mismo mes de su mandato. No obstante, al desagregar por regiones, surgen señales de alerta. Si bien el GBA se encuentra en mínimos históricos (un fenómeno previsible dado el mayor peso relativo de los sectores industriales y de la construcción, sectores más rezagados en términos de actividad económica), destaca el marcado deterioro en el interior del país. Esta región, que históricamente traccionó el mayor

Gráfico 5 | Licitaciones de instrumentos USD-Linked

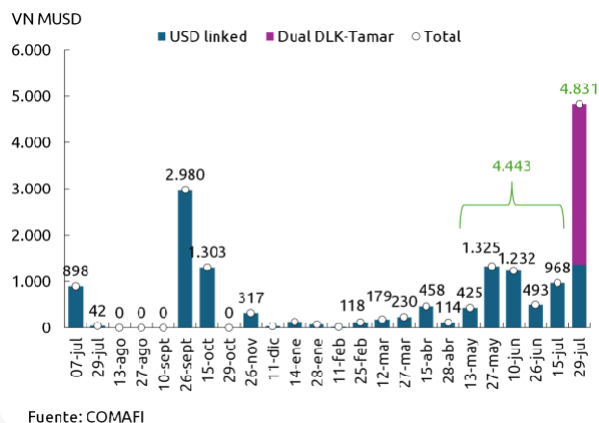


Gráfico 6 | Licitación: Resultados DLK y Dual vs Curva

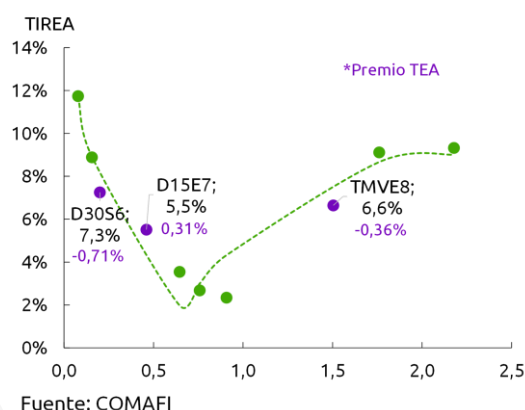
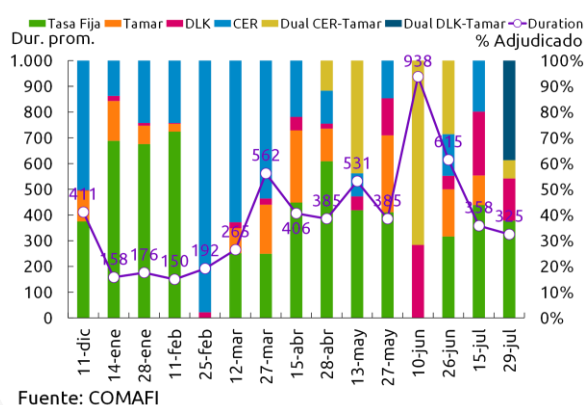


Gráfico 7 | Licitación del Tesoro: Composición



apoyo para la actual administración, hoy registra sus niveles de aprobación más bajos desde el inicio de la gestión.

Estrategia: En la última licitación, Finanzas volvió a presentar una oferta amplia y diversificada. En moneda local, ofreció una Lecap con vencimiento a 77 días (la de menor duration desde abril), dos Lelink (sep-26 y ene-27), un Dual CER/TAMAR (dic-28) y el novedoso Dual TAMAR/USD-Linked a enero de 2028. En el segmento hard-dollar, el Tesoro volvió a ofrecer el AO29 por hasta el monto remanente del programa en primera vuelta, con capacidad de emisión de hasta USD 1.351 millones, ampliable en USD 150 millones adicionales en segunda vuelta.

La incorporación del nuevo Dual TAMAR/USD-Linked constituye un paso adicional en la estrategia que viene manteniendo el Tesoro de extender vencimientos más allá del cambio de gobierno. Inicialmente, el Tesoro logró alargar duration mediante emisiones CER y TAMAR; posteriormente incorporó los Duales CER/TAMAR y, ante la creciente demanda de cobertura cambiaria, avanzó con un instrumento que combina exposición al tipo de cambio y a tasa variable.

Finalmente, el Tesoro adjudicó \$12,2 billones, alcanzando un rollover de 144% y retirando \$3,76 billones de liquidez del sistema, respecto a un stock de Repo contra BCRA que al 30-jul era de \$1,8 billones. El nuevo Dual USD-Linked/TAMAR concentró el interés de los inversores, representando el 39% del monto adjudicado y cortando a DL +6,65% TEA. Si sumamos a las Lelinks, los títulos atados a FX significaron 55% de la subasta (ver Gráficos 6 y 7).

Como describimos previamente, la secuencia reciente parece seguir un patrón que ya se observó en licitaciones anteriores: adjudicaciones por encima de la liquidez del sistema, presiones transitorias sobre las tasas overnight y posterior recomposición de liquidez por parte del Tesoro. De hecho, en la previa a la liquidación de la subasta volvieron a observarse señales de restricciones en la liquidez. La caución operó a una tasa promedio ponderada de 25% TNA y el stock de Repo contra el BCRA cayó hasta \$1,8 billones (desde \$3B el día previo; ver Gráfico 8)). En este contexto, las Lecaps de hasta tres meses ampliaron sus rendimientos en torno a 1,5 p.p. TEA, provocando un aplanamiento de la curva de tasa fija. Por su parte, los instrumentos CER registraron una suba promedio de 0,3 p.p. TEA en las tasas reales, con pérdidas de hasta 0,6% en algunos Boncer del tramo 2028.

En el frente hard-dollar, Finanzas logró colocar USD 477 millones de AO29 entre ambas rondas a una tasa del 8,3% TEA, equivalente a un premio de 18 bps respecto al mercado secundario. Así, en línea con el programa financiero presentado recientemente, el gobierno lleva colocados USD 5.126 millones de

Gráfico 8 | Stock de Otros Pasivos del BCRA

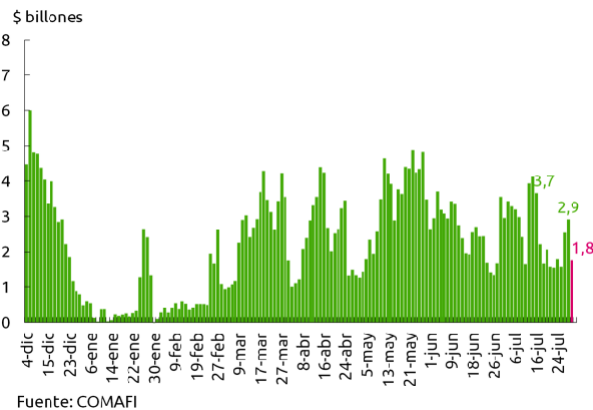


Gráfico 9 | Tasa Forward AO29 - AO28

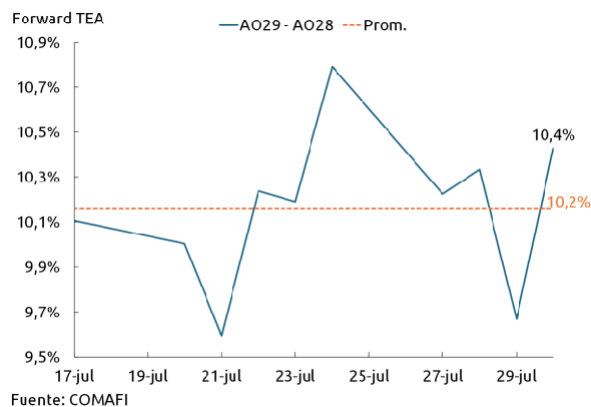


Tabla 1 | Pata a pagar según escenarios de TCR y Tamar real, a emisión DLK+8%

Diferencia TIREA a finish (DLK - TAMAR)
Depreciación real (acum.)

	-5%	0%	5%	10%	15%
Tasa real (prom.)					
-5.0%	1.5%	6.0%	10.4%	14.7%	19.0%
-2.5%	-1.5%	3.0%	7.4%	11.7%	16.0%
0.0%	-4.6%	-0.1%	4.3%	8.6%	12.9%
2.5%	-7.7%	-3.2%	1.2%	5.5%	9.7%
5.0%	-10.9%	-6.4%	-2.0%	2.3%	8.0%

*En las celdas verdes domina el flujo DLK. En las blancas, el Tamar.

Bonares en lo que va del año, restando por emitir USD 874 millones del nuevo Bonar 29. Inversores de perfiles moderados con tenencias de AO28 parecen tener incentivos a licitar AO29 dada la ampliación de la tasa forward entre ambos, hoy en 10,4% (ver Gráfico 9).

Ahora bien, volviendo al novedoso instrumento Dual, más allá de las referencias que brinda el mercado secundario, la valuación de un instrumento Dual depende fundamentalmente del valor que los inversores asignen a la opcionalidad implícita. En última instancia, el precio del bono refleja la probabilidad que el mercado asigna a cada escenario posible.

Una forma sencilla de analizar esta dinámica es pensar una matriz de escenarios (ver Tabla 1) donde interactúan dos variables: la tasa real en pesos, medida como el rendimiento de la Tamar por encima de la inflación, y la variación real del tipo de cambio, entendida como la depreciación del peso neta de la inflación. En términos generales, un escenario de apreciación real del peso combinado con tasas reales moderadas favorecería a la pata Tamar, mientras que escenarios de depreciación real tenderían a inclinar el resultado hacia la opción dólar-linked.

Como referencia, considerando una duration estimada de aproximadamente 1,5 años, si el TMVE8 cotizara en línea con los instrumentos a tasa variable le correspondería un margen cercano al 7% TNA, similar al observado actualmente en el TMF28. Por su parte, la curva dólar-linked exhibe una marcada discontinuidad a partir del segundo semestre de 2027 y su comparable más cercano es el TZV28, lo que implica un rendimiento cercano a 7,5%-8% TEA para un instrumento alineado con dicha curva.

Bajo nuestro escenario base, asignamos una probabilidad relativamente baja a una apreciación del tipo de cambio real durante los próximos trimestres. Más aún, la vida del instrumento se extiende hasta 2028, atravesando el proceso electoral de 2027, un período que históricamente suele estar asociado a una mayor demanda de cobertura y a una menor disposición de los agentes económicos a convalidar apreciaciones reales significativas de la moneda. A su vez, si bien esperamos cierta recomposición de las tasas reales en pesos, entendemos que el Gobierno continuará privilegiando condiciones financieras relativamente holgadas, limitando el potencial alcista de la Tamar real. En consecuencia, vemos más probable un escenario donde la pata dólar-linked termine resultando la opción dominante al vencimiento.

Desde esta perspectiva, la prima asociada a la dualidad debería mantenerse relativamente acotada y el TMVE8 tendería a cotizar más cerca de la curva DLK que de la curva Tamar. La opcionalidad agrega valor y brinda cobertura frente a escenarios alternativos, pero la baja

probabilidad que asignamos a una apreciación real sostenida del peso limita el premio que el mercado debería convalidar por dicha característica.

Por último, no es menor señalar que el título puede ser utilizado para la integración de efectivo mínimo y se encuentra excluido de la PGNME de las entidades financieras. Estas características podrían generar una demanda estructural por parte de determinados jugadores con incentivos regulatorios para mantener este tipo de activos en cartera, otorgando un soporte adicional a su valuación.

Equity					Títulos en dólares						Tasa fija							
	Precio	1D	5D	YTD		Precio	1D	5D	TIR	MD		Precio	1D	5D	Vto.	TNA	MD	
S&P Merval	3,305	2.2	-0.4	8.3	AO27	102.8	-0.5	-0.4	3.8	1.18	S14G6	107.1	0.0	0.4	14/8/2026	22.9	0.0	
Merval (CCL)	2,123	4.0	1.6	5.1	AL29	54.9	-0.5	-0.5	6.6	1.59	S31G6	124.6	0.0	0.3	31/8/2026	23.8	0.1	
YPFD	81,325	1.9	-1.4	48.9	AL30	56.4	-0.3	-0.7	7.6	2.02	S15S6	104.1	-0.1	0.3	15/9/2026	24.0	0.1	
GALICIA	8,015	2.8	0.9	-2.3	AO28	97.0	-0.8	-1.3	7.7	2.03	S30S6	112.9	-0.2	0.2	30/9/2026	24.8	0.1	
MACRO	14,700	2.3	1.0	8.3	AO29	94.3	-0.6		8.1	2.83	TO26	102.5	0.2	0.3	19/10/2026	23.6	0.2	
BBVA	10,260	3.0	2.1	12.3	AN29	96.9	0.1	0.2	8.1	2.90	S30O6	127.5	-0.3	0.0	30/10/2026	24.5	0.2	
CEDEARS					AL35	79.1	-0.1	-1.4	9.3	5.35	S13N6	102.3	-0.1	0.1	13/11/2026	25.1	0.2	
SPY	19,350	0.3	-0.8	11.1	AE38	81.7	-0.3	-1.7	9.4	4.60	S30N6	119.8	-0.1	0.1	30/11/2026	25.3	0.3	
QQQ	53,500	1.8	-2.5	13.3	AL41	74.9	-0.7	-1.2	9.2	5.89	T15E7	143.7	-0.7	-0.3	15/1/2027	26.5	0.4	
DIA	40,800	-0.2	-0.2	10.9	GD29	55.6	-0.9	-0.3	5.7	1.60	T30A7	131.1	-0.3	-0.1	30/4/2027	26.8	0.6	
VIST	35,680	2.2	-2.6	45.9	GD30	57.5	-1.1	-1.7	6.6	2.04	T31Y7	123.7	-0.1	-0.2	31/5/2027	27.0	0.7	
MELI	24,490	-0.5	3.1	-4.2	GD35	81.8	-0.4	-0.8	8.7	5.39	T30J7	125.3	-0.4	-0.1	30/6/2027	26.9	0.7	
PreciosBYMA					GD38	85.8	0.1	-0.4	8.3	4.71	TY30P	112.6	-0.5	-0.4	30/5/2030	40.8	2.2	
Renta variable internacional					GD41	76.5	-0.6	-0.9	8.8	5.95	TNAplazo remanente. PreciosBYMA,DLK con Px en miles.							
	Precio	1D	5D	YTD	GD46	70.0	-0.7	-1.5	8.8	6.45								
S&P 500	7,438	1.7	0.4	8.7	BPOA7	102.8	-0.4	-0.5	3.4	0.96	Tasa variable							
NASDAQ	25,122	2.8	-0.1	8.1	BPOB7	102.9	-0.1	-0.3	3.3	0.96								
DIJA	52,208	1.2	1.0	8.6	BPOC7 *	102.7	-0.4	-0.3	3.1	0.72		Precio	1D	5D	Vto.	TIR	MD	
MSCI WORLD	4,744	-1.2	-0.8	7.1	BPOD7	103.0	0.0	-0.2	3.2	0.96	M31G6	127.2	-0.1	0.1	31/8/2026	28.2	0.1	
EURO Stoxx 50	6,344	1.5	2.2	9.5	BPOA8 *	92.8	-0.8	-0.5	8.1	0.00	TTS26	164.9	0.0	0.3	15/9/2026	27.2	0.1	
NIKKEI	61,867	0.7	-6.9	22.9	BPOB8	92.5	-0.3	-0.5	7.1	2.10	TTD26	164.1	-0.2	0.2	15/12/2026	26.9	0.4	
MSCI EM	63.59	4.1	-1.6	16.2	PreciosBYMA MEP (dirty) * Put AFIP						TMF27	118.1	-0.1	0.4	26/2/2027	28.0	0.6	
Brasil BOVESPA	176.9	1.8	0.1	9.8	Tipo de cambio						TML27	103.7	0.0	0.3	30/7/2027	29.7	1.0	
México BMV	67,315	1.3	1.6	4.7		Precio	1D	5D	30D	YTD	TMG27	112.3	-0.3	0.8	31/8/2027	30.3	1.1	
VIX	17.05	-17.5	-8.8	14.0	A3500	1,490.8	-0.4	0.1	0.5	2.2	TMF28	106.9	-0.2	0.0	25/2/2028	37.7	1.5	
Tasas					CCL (AL30)	1563.1	-1.9	-1.4	-0.3	2.7	TMG28	103.9	-0.3	-0.4	31/8/2028	37.1	2.0	
					MEP (AL30)	1508.4	-1.0	-0.7	-0.9	1.9	* Duales Fija/Tamar y Letam con TIR proyectada según Esc Base.							
					Brecha	4.8	6.5	6.4	5.7									
AR RIX	23.3	3.2	2.9	-53.0	Monedas						CER							
AR Caución 1D	40.0					Precio	1D	5D	30D	YTD	X30S6	112.6	0.0	0.1	30/09/26	2.6	0.2	
AR Caución 7D	25.0				DX Y	99.9	-0.9	-1.5	-1.2	1.6	TZX06	167.2	0.0	0.2	30/10/26	2.9	0.2	
AR Caución 14D	26.0				EUR	1.2	0.6	1.4	1.0	-1.8	TX26	717.9	-0.1	0.2	09/11/26	3.3	0.3	
AR Caución 30D	21.4				GBP	1.3	0.7	1.2	1.6	0.0	X30N6	121.1	-0.1	0.1	30/11/26	3.6	0.3	
BADLAR	21.3	-0.8	-0.8	-5.4	JPY	159.4	2.5	2.8	2.0	-1.7	TZXD6	294.1	-0.2	0.1	15/12/26	3.9	0.4	
TAMAR	22.1	-0.6	-0.7		CNH	6.7	0.2	0.4	0.6	3.4	TZXM7	217.2	-0.3	0.2	31/03/27	4.6	0.7	
US.2Y	4.2	-2.9	-10.3	77.1	MXN	17.3	0.6	1.0	0.8	3.8	TZXA7	120.6	-0.3	0.7	30/04/27	3.9	0.7	
US.5Y	4.4	-2.1	-6.5	66.2	BRL	5.06	1.1	0.4	2.0	8.2	TZX Y7	117.7	-0.5	-0.5	31/05/27	5.0	0.8	
US.10Y	4.7	-0.4	-2.0	50.6	* Las variaciones son de la moneda por unidad de dólar.						TZX27	387.4	-0.2	0.2	30/06/27	4.5	0.9	
US.30Y	5.2	1.6	5.7	37.3	Es decir, su alza=apreciación y baja=depreciación.						TZXS7	104.1	-0.3	0.1	30/09/27	6.4	1.1	
Bund 10Y	3.2	-0.5	-4.8	30.0	Mercado de futuros ROFEX						TZX07	94.0	-0.3	-0.1	29/10/27	6.9	1.2	
Japón 10Y	2.8	4.5	2.3	74.7		Contrato	Precio	1D	5D	TNA	Deval.	TZXD7	271.0	-0.3	0.1	15/12/27	7.2	1.3
UK 10Y	5.0	-5.2	-11.8	50.5	jul-26	1,488	-0.5	-0.3	0.0	0.0	TX28	345.6	-0.5	0.0	30/06/28	8.4	1.8	
México 10Y	9.2	-4.2	-13.8	6.1	ago-26	1,512	-0.6	-0.5	18.0	1.6	TXMJ8	97.2	-0.5	-0.2	30/06/28	5.0	1.8	
Brasil 10Y	14.8	8.4	1.4	110.7	sept-26	1,538	-0.5	-0.5	19.8	1.8	TZXS8	94.0	-0.2	0.1	29/09/28	8.4	2.0	
*Var. en bps (excepto Arg.) / Tasas int. en respec. moneda					oct-26	1,567	-0.4	-0.3	21.1	1.9	TX28	1,706.0	-0.1	0.4	09/11/28	6.7	1.2	
COMMODITIES					nov-26	1,598	-0.4	-0.3	21.9	2.0	TZXD8	84.3	-0.6	-0.8	15/12/28	8.4	2.2	
	Precio	1D	5D	YTD	dic-26	1,629	-0.5	-0.3	22.6	1.9	TXMJ9	90.4	-0.5	-0.7	29/06/29	6.4	2.7	
BRENT	89	-1.8	-11.5	46.5	ene-27	1,660	-0.4	-0.2	23.1	1.9	TXMJ0	81.6	-0.4	-0.3	28/06/30	6.3	3.7	
Oro	4,110.8	1.8	1.5	-5.3	feb-27	1,690	-0.5	-0.2	23.4	1.8	DICP	48,605.0	-0.4	-0.4	30/12/33	8.8	3.2	
Cobre	650	3.0	3.1	14.4	mar-27	1,722	-0.5	-0.2	23.5	1.9	Dollar-linked							
Soja	431.7	-0.3		14.0	abr-27	1,751	-0.5	-0.2	23.5	1.7	D31G6	147,500.0	-0.6	-0.1	31/08/26	21.7	0.1	
Maíz	175	-0.8		1.2	may-27	1,784	-0.3	-0.1	23.8	1.9	D30S6	147,400.0	-0.2	0.0	30/09/26	11.0	0.2	
Trigo	243.8	0.4		30.9	jun-27	1,817	-0.3	-0.1	24.1	1.8	D31M7	144,990.0	-1.0	0.0	31/03/27	5.2	0.6	

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.