

Global Weekly Report #65

Política de Bonos del Tesoro, Resultados Corporativos y la Evolución del Dólar

El Programa de Recompras del Tesoro y la Reacción del Mercado

La semana estuvo dominada por una sola pregunta: ¿hasta dónde puede subir el rendimiento del bono a 30 años antes de que el gobierno intervenga? La respuesta llegó el martes 19, cuando el Tesoro anunció que duplicaba el tamaño de sus recompras de largo plazo, pasando de un tope de USD 2.000 millones a un piso mínimo de USD 4.000 millones por operación. La reacción inicial fue de manual. El bono a 30 años cayó de 5,327% a 5,207% en pocas horas, el TLT, ETF que replica los bonos del Tesoro americano de largo plazo, subió 1,3% en la apertura anticipada, y los titulares hablaron de "Bessent al rescate". Sin embargo, al amanecer del miércoles 20, el rendimiento del bono a 10 años cotizaba a 4,6862%, por encima del nivel previo al anuncio. **El mercado le devolvió el guante al Tesoro en menos de 24 horas.**

Ese dato lo dice todo sobre el estado de la renta fija americana. No es un problema de liquidez puntual, sino una tensión estructural entre una oferta fiscal récord, una Reserva Federal que bajo la conducción de Kevin Warsh opera sin dar señales sobre el rumbo futuro de su política monetaria, y una demanda externa que se reorganiza. La semana anterior, el Tesoro había colocado USD 31.300 millones en bonos a 30 años a un rendimiento de 5,216%, el más alto en 25 años. El programa de recompras de Bessent es la primera sorpresa de la administración en materia de gestión de su deuda, pero por sí solo no alcanza para torcer la tendencia.

RENDIMIENTO DEL BONO DEL TESORO A 10 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg

La Deuda Pública Americana en USD 40 Billones y la Mecánica del Programa de Recompras

En el transcurso de esta semana, la deuda pública total de los Estados Unidos superó **la cifra de USD 40,047 billones**, alcanzando dicho hito varios meses antes de lo que proyectaban los análisis fiscales. La deuda creció en USD 3,16 billones durante los últimos doce meses, lo que equivale a un ritmo de emisión de USD 8.600 millones por día. Este volumen representa el doble de lo registrado hace menos de una década, situando los pagos anuales en concepto de intereses por encima de los USD 1,4 billones. Asimismo, el déficit fiscal registrado en el mes de julio ascendió a USD 432.300 millones, constituyendo la cifra mensual más abultada desde marzo de 2021. Ante este panorama, Michael Hartnett, estratega de Bank of America, resumió el dilema sugiriendo la estrategia de mantener posiciones en cualquier activo excepto bonos, al menos hasta que el rendimiento del bono a 5 años descienda por debajo del 3,25%, un nivel sumamente distante en la coyuntura actual.

Resulta fundamental realizar una aclaración técnica para comprender el funcionamiento del mercado. **El programa de recompra de deuda del Tesoro no debe confundirse con la Expansión Cuantitativa** (más conocida por sus siglas en inglés como QE o Quantitative Easing). La expansión cuantitativa es una herramienta monetaria exclusiva de la Reserva Federal mediante la cual el banco central crea dinero nuevo. En contraste, cuando el Tesoro recompra sus propios títulos, financia esa operación mediante la emisión de letras de corto plazo o utilizando los fondos acumulados en su cuenta corriente depositada en el banco central, denominada Cuenta General del Tesoro (Treasury General Account o TGA por sus siglas). Este mecanismo funciona como un ajuste interno de los plazos de vencimiento dentro del balance del Tesoro, sin que exista una intervención o emisión primaria por parte de la Reserva Federal.

Al analizar la escala del programa, los números revelan su alcance real. Según estimaciones del Comité Asesor de Préstamos del Tesoro (grupo consultivo conocido como TBAC), la velocidad original de este esquema habría reducido el plazo promedio ponderado de vencimiento de la deuda total (indicador denominado WAM o Weighted Average Maturity) en menos de medio mes por cada año de ejecución. Aunque la duplicación del programa mejora levemente dicha métrica, la diferencia sigue siendo marginal según el análisis de Bloomberg Intelligence. Los datos de ejecución operativa confirman este diagnóstico: de una oferta total de aproximadamente USD 1,6 billones presentada por los participantes, el Tesoro recompró USD 198.600 millones, absorbiendo un 73% del límite máximo autorizado. Además, concentró el 98,6% de las compras del tramo de 10 a 20 años en bonos a 20 años emitidos entre los años 2021 y 2022. De este modo, la entidad se enfoca en sanear errores del pasado en el diseño de sus emisiones antes que en lograr una estabilización generalizada del mercado bursátil de renta fija.

Japón, el Dólar y los Cambios en la Demanda de Bonos del Tesoro

A fines de julio, **el gobierno estadounidense intervino de manera coordinada** junto a las autoridades financieras de Japón para sostener la cotización del yen, moneda que había alcanzado un pico de debilidad de 163,86 yenes por dólar, mínimos no vistos en casi cuatro décadas, antes de que la intervención la devolviera en torno a los 157 yenes por cada dólar. **La participación directa del Tesoro americano en esta maniobra resultó atípica**, dejando en evidencia que la debilidad de la divisa nipona se ha transformado en una complicación de orden bilateral. No obstante, el problema estructural de fondo sigue abierto.



TIPO DE CAMBIO USD/JPY (YENES POR DÓLAR) - 2026



Japón se mantiene como el **principal acreedor extranjero** de la deuda soberana de los Estados Unidos. Dado que los rendimientos de los bonos del gobierno japonés (conocidos internacionalmente como JGB) se ubican en sus niveles más altos desde la década de 1990, los instrumentos locales de deuda resultan cada vez más atractivos para los inversores nipones al comparar los rendimientos ajustados por el costo de cobertura cambiaria. Esto se traduce en un paulatino debilitamiento de la demanda estructural hacia los títulos estadounidenses, justo en el momento en que las autoridades de Washington emiten instrumentos de deuda a un ritmo histórico.

La consecuencia de esta dinámica fue expuesta por varios analistas en Bloomberg, señalando que el dólar corre el riesgo de convertirse en el principal perjudicado tras las recompras de bonos promovidas por la administración. Cualquier intento deliberado por comprimir las tasas de interés de los bonos termina por desgastar la credibilidad de la divisa nacional, impulsando el flujo de capitales hacia activos alternativos. Bajo este escenario, el yen japonés y el franco suizo emergen como los primeros beneficiarios en el mercado de divisas, al tiempo que el oro y Bitcoin destacan como los principales activos no soberanos que ya reflejan esta rotación de capitales.

Nvidia, Broadcom y el Financiamiento de la Infraestructura de Inteligencia Artificial

En el terreno corporativo, Jensen Huang, presidente ejecutivo de Nvidia, anunció la participación de importantes firmas financieras como **Goldman Sachs, Blackstone, Apollo, KKR, BlackRock y Brookfield** para estructurar un paquete de financiamiento destinado a infraestructura de cómputo enfocado en inteligencia artificial por un monto total de USD 500.000 millones. De acuerdo a las declaraciones, **Nvidia respaldaría de manera directa hasta un 25% de cada operación**. El relato transmitido al mercado sugiere que las grandes firmas de Wall Street están dispuestas a financiar la infraestructura tecnológica que ya no logra ser absorbida directamente por los balances de las grandes empresas proveedoras de servicios en la nube (sector denominado hyperscalers).

Sin embargo, el análisis minucioso de la información revela un matiz decisivo que el titular inicial no contemplaba. **Al momento del anuncio no existía ningún contrato de carácter vinculante firmado entre las partes.** Las seis cartas de compromiso firmadas corresponden únicamente a Memorandos de Entendimiento (instrumentos conocidos en el ámbito corporativo como MOU, por sus siglas en inglés). En consecuencia, el compromiso del 25% sobre la cifra de USD 500.000 millones implica un **aval potencial teórico de USD 125.000 millones**, pero no una obligación contable ya asumida.

Al auditar los informes financieros oficiales presentados por Nvidia ante los organismos reguladores, las únicas cifras con respaldo legal efectivo corresponden a garantías de contratos de arrendamiento por un monto bruto de USD 3.500 millones, acompañados por un fondo de garantía bajo custodia depositado en cuenta de reserva (concepto conocido como escrow) por USD 712 millones. Únicamente cuando se firme el primer acuerdo definitivo se conocerán las condiciones reales respecto a los plazos de vencimiento, la calidad de las garantías colaterales exigidas y la entidad que asumirá las posibles pérdidas de capital. Hasta tanto eso no suceda, la cifra de USD 500.000 millones representa únicamente una proyección matemática sobre el papel.

Paralelamente, mientras Nvidia comunicaba intenciones a través de memorandos de entendimiento, la firma **Broadcom avanzaba en una estructura de financiamiento** más concreta mediante la creación de un Vehículo de Propósito Especial (conocido en la jerga financiera como SPV, por sus siglas en inglés) enfocado en captar hasta USD 100.000 millones. Esta estructura contempla un tramo de deuda preferente de mayor jerarquía de cobro de entre USD 60.000 millones y USD 70.000 millones, junto a un tramo subordinado de mayor riesgo cercano a los USD 30.000 millones, contando con las firmas **Apollo y Blackstone como principales respaldos en la entrega de crédito privado.**

La reacción en el mercado crediticio no se hizo esperar. El costo de los contratos de seguro contra impago de deuda (conocidos como Permutas de Incumplimiento Crediticio o CDS, por sus siglas en inglés) para la empresa Broadcom registró un marcado incremento, al tiempo que los seguros contra impago referentes a Nvidia alcanzaron máximos históricos. La industria calcula que necesitará realizar gastos en capital e infraestructura tecnológica por un rango de entre USD 6 billones y USD 8 billones de aquí al año 2030 para sostener el ritmo de desarrollo de la inteligencia artificial. Por este motivo, las compañías buscan asegurar financiamiento antes de que las condiciones de acceso al mercado crediticio se tornen más complejas. En la historia de los mercados, cuando los seguros contra impago comienzan a mostrar tensiones, las acciones bursátiles suelen ajustar sus valoraciones con posterioridad.

CDS A 5 AÑOS - BROADCOM Y NVIDIA (CAMBIO EN PUNTOS BÁSICOS)



Normalizado desde primer dato disponible. Mayor spread = mayor percepción de riesgo crediticio.

Fuente: Bloomberg

Resultados del Segundo Trimestre de 2026: La Temporada Más Sólida en Cinco Años

Habiendo presentado sus balances el 91,2% de las compañías que integran el índice Standard & Poor's 500, los datos contables consolidados muestran una solidez destacable:

- Tasa de superación de estimaciones en ganancias por acción: **Un 83,6% de las empresas presentaron beneficios por encima de lo esperado por los analistas**, superando el promedio de los últimos cinco años que se ubica en el 78%.
- Crecimiento consolidado en ganancias por acción: Se registró un incremento del 41,5% en términos interanuales, completando así el séptimo trimestre consecutivo con crecimiento de doble dígito.
- Crecimiento de los ingresos operacionales: **Las ventas totales aumentaron un 14,7% respecto al mismo período del año anterior**, marcando la tasa de expansión más elevada desde el cuarto trimestre de 2021.
- Proyecciones para el cierre del ejercicio: Las previsiones corporativas apuntan a **un incremento del 27,4% en los beneficios del tercer trimestre** y a un crecimiento acumulado del 30,0% para la totalidad del año 2026.

Existe, sin embargo, una salvedad metodológica de gran relevancia. Al evaluar el sesgo positivo de los resultados, en algunos cálculos la sorpresa de beneficios supera el 29% por encima de lo estimado, pero si se excluye del cómputo general **el impacto de Alphabet y Amazon**, ese diferencial positivo se reduce drásticamente al 11%. La **elevada concentración del mercado** continúa siendo la variable determinante al momento de interpretar los datos agregados. No obstante, el elemento estructuralmente saludable de la coyuntura actual radica en que la casi totalidad del rendimiento del índice Standard & Poor's 500

acumulado en el año se explica por el **incremento genuino en los beneficios corporativos y no por una mera expansión en los múltiplos de valoración**, lo cual otorga mayor sustentabilidad al ciclo alcista.

El Consumo Privado Americano y las Cadenas Minoristas como Indicador

El consumo privado representa aproximadamente el 70% del producto bruto interno de Estados Unidos, lo que convierte a los datos de las grandes cadenas minoristas en uno de los termómetros más directos de la economía real. En el segundo trimestre de 2026, el PBI creció a una tasa anualizada del 1,5%, por debajo del 2,1% del trimestre anterior, según el dato preliminar de la Oficina de Análisis Económico (BEA). El gasto del consumidor aportó positivamente, pero a un ritmo que no alcanza para sostener un ciclo de expansión robusto. El precio de la nafta por encima de los cuatro dólares por galón en junio actuó como un impuesto implícito sobre el ingreso disponible, especialmente en los hogares de ingresos medios y bajos.

En ese contexto, los resultados de **Home Depot, Target y Walmart** no son cifras aisladas de tres empresas puntuales. Son, en conjunto, una **lectura transversal del consumo norteamericano**. Walmart opera 5.212 tiendas en Estados Unidos y el 95% de los consumidores americanos compra allí al menos dos veces por año, con una participación de mercado del 6,43% del comercio minorista total del país. **Home Depot es el principal minorista de mejoras del hogar** del mundo, lo que lo convierte en un proxy directo del ciclo inmobiliario. Cuando la rotación de propiedades cae, el gasto en renovaciones cae con ella. **Target ocupa el segmento medio, con una propuesta orientada al consumidor urbano de ingresos medios** que combina productos básicos con electrónica, ropa y artículos del hogar. **Las tres juntas capturan segmentos de demanda que van desde la canasta básica hasta el gasto discrecional y la inversión en vivienda**, lo que las convierte en el panel más representativo del consumo doméstico privado.

HD, TGT Y WMT - DESEMPEÑO RELATIVO 2026 (BASE 100 = ENE 2026)



El gráfico que acompaña esta sección muestra el desempeño relativo de las tres acciones durante 2026, indexado a enero como base 100, con líneas punteadas marcando las fechas de presentación de resultados

de cada empresa. La divergencia entre las tres cotizaciones no es un accidente, refleja con precisión lo que el mercado encontró en cada balance.

Home Depot presentó el martes 18 de agosto ventas netas de 47.860 millones de dólares, un avance del 5,7% interanual que superó las estimaciones de Wall Street, con una ganancia por acción ajustada de 4,92 dólares frente a los 4,73 esperados. Las ventas comparables crecieron un 1,7%, acelerando frente al 1% del trimestre anterior. La acción subió algo más del 1% en la jornada, resultado sólido dentro de un sector, el inmobiliario, donde la rotación de propiedades sigue deprimida por las tasas hipotecarias altas. Lo que el mercado valoró es que la empresa logró crecer a pesar de ese freno estructural, reafirmó sus proyecciones anuales y mantuvo sus márgenes.

Target presentó el miércoles 19. Las ventas crecieron un 5,3% interanual hasta los 26.500 millones de dólares, con ventas comparables un 3,8% por encima del trimestre anterior, superando el 2,4% que esperaba el consenso. La ganancia por acción fue de 4,11 dólares, una cifra que en apariencia implica un salto del 76% respecto al año anterior, pero que incluye un reembolso de aranceles de 994 millones de dólares, equivalentes a 1,65 dólares por acción, recibido bajo la Ley de Poderes Económicos de emergencia. Ese componente representó el 40% del beneficio total del trimestre. Excluido, la mejora operativa subyacente fue de alrededor del 20% interanual, sólida pero no suficiente para justificar una acción que llegó a los resultados con una suba acumulada del 56% en el año. El mercado hizo ese cálculo en minutos y la acción cayó cerca de un 3% en la apertura anticipada, a pesar de que la empresa elevó su proyección de crecimiento de ventas anuales a alrededor del 5%.

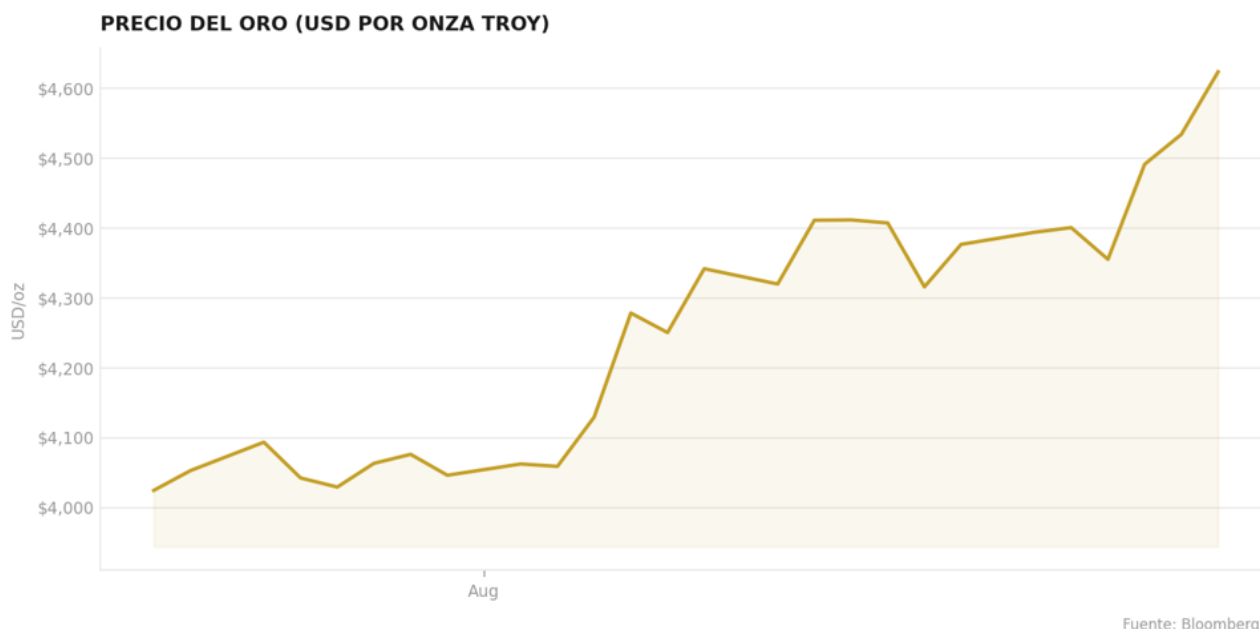
Walmart presentó el jueves 20 y protagonizó la mayor sorpresa negativa. Los ingresos llegaron a 187.900 millones de dólares, por encima de las estimaciones, y la ganancia por acción ajustada de 0,81 dólares superó el consenso de 0,74. Sin embargo, las ventas comparables en Estados Unidos crecieron apenas un 2,6%, muy por debajo del 3,7% esperado y el avance más lento en seis años, desde el cuarto trimestre de 2020. El responsable financiero de la empresa, John David Rainey, señaló que el alza en los precios del combustible generó decisiones de consumo más restrictivas a medida que avanzaba el trimestre. **El factor más relevante fue la farmacia.** La regulación de los precios de los medicamentos por parte de Medicare, el programa federal de salud para mayores de 65 años, redujo los ingresos del segmento de salud y bienestar, que hasta hace poco era uno de los motores del crecimiento de la empresa. Excluido ese segmento, el resto del negocio minorista creció al 3,4%. **Esto se tradujo en una caída de alrededor del 9%** durante la semana porque la proyección conservadora para el año fiscal siguiente (ganancia por acción de entre 2,80 y 2,87 dólares, por debajo de los 2,97 que el mercado esperaba antes del anuncio) sugiere que la presión no es transitoria.

La lectura de conjunto es la que importa. Las tres empresas superaron las estimaciones de ganancia por acción. Sin embargo, los tres mercados reaccionaron de forma diferente porque el mercado no compra el pasado, compra el futuro. Home Depot mostró aceleración real y proyecciones firmes. Target mostró un resultado inflado por un componente extraordinario no recurrente. Walmart reflejó a un consumidor que se ha vuelto sumamente pragmático, prioriza el gasto en bienes esenciales, ajusta el valor de sus compras ante fluctuaciones como el precio del combustible, y busca mayor eficiencia de costos en categorías que históricamente solían ser inflexibles, como los medicamentos de marca.



El Comportamiento del Oro, la Plata y el Bitcoin

En el mercado de materias primas, **el oro superó la barrera de los USD 4.600** por onza durante la semana, encaminándose hacia el nivel de los USD 5.000 como próximo objetivo. Por su parte, la plata registró un aumento del 19% en el mes de agosto, sobrepasando los USD 67 por onza. Cuando el comportamiento de la plata supera en velocidad al del oro, la **búsqueda de coberturas en metales** trasciende la mera protección frente al riesgo financiero puro e incorpora la demanda de origen industrial ligada a la fabricación de paneles solares y componentes electrónicos. Al mismo tiempo, el banco central de China mantiene una posición compradora constante para sus reservas que resulta poco sensible a las variaciones de precio, estableciendo un piso para las cotizaciones que opera con independencia de los movimientos tácticos de los inversores.



La correlación con el escenario macroeconómico semanal es directa. **Un endeudamiento público que acaba de superar los USD 40 billones, un Tesoro que interviene para intentar contener las tasas de interés y un dólar expuesto a presiones bajistas.** El oro no genera un rendimiento periódico en forma de interés, no requiere renovación de vencimientos ni depende de la solvencia de un banco central; condiciones que, al verse cuestionadas en el sistema financiero tradicional, fortalecen la posición de los activos tangibles.

El movimiento del bitcoin esta semana no puede entenderse sin su componente regulatorio. El martes 19 de agosto, la Casa Blanca convocó a un encuentro cerrado con los principales ejecutivos del sector, Brian Armstrong de Coinbase, Vlad Tenev de Robinhood, Tyler y Cameron Winklevoss de Gemini, el cofundador de Kraken Arjun Sethi y el presidente ejecutivo de Intercontinental Exchange, entre otros. El objetivo fue relanzar políticamente la Digital Asset Market Clarity Act, conocida como **CLARITY Act**, una ley de estructura de mercado cuya versión original había sido aprobada por la Cámara de Representantes en julio de 2025 pero quedó estancada en el Senado. La norma establece qué criptoactivos son considerados materias primas digitales, y por lo tanto quedan bajo la supervisión de la Comisión de Comercio de Futuros en Materias Primas (CFTC), y cuáles son valores negociables que siguen regulados por la Comisión de Bolsa y

Valores (SEC). El propósito central es darle al mercado una definición legal clara que hoy no existe, condición que los inversores institucionales exigen antes de comprometer capital a gran escala en el sector. Al día siguiente, el presidente Trump pidió públicamente en el evento que el Congreso apruebe la ley: "Es una legislación estructurada muy poderosa que nos mantendrá por delante de China." El bitcoin respondió con una suba del 11,5% en dos días, superando por primera vez desde principios de junio el nivel psicológico de los 70.000 dólares, llegando a los 80.000 dólares en el pico de la semana. **El vínculo entre precio y regulación es directo.** La expectativa de un marco legal predecible desbloquea la participación de fondos de pensión, gestoras y tesorías corporativas que hoy observan desde afuera. La incertidumbre sigue presente porque la votación en el Senado no tiene fecha confirmada y algunos senadores propusieron enmiendas que complican el texto, por lo que **parte del movimiento de precio ya descuenta un escenario que todavía no está garantizado.**

Conclusión y Posicionamiento

Los acontecimientos de la semana sintetizan las tres grandes dinámicas que marcarán el rumbo de los mercados durante la segunda mitad del año:

En primer lugar, un mercado accionario en niveles máximos convive con un mercado de bonos que refleja en sus precios el deterioro en las cuentas públicas. La intervención de la administración del Tesoro fue la noticia inicial, pero la reversión de ese movimiento por parte del mercado en solo 24 horas constituye la verdadera lección operativa. Cuando el rendimiento del **bono a 30 años se ubica por encima del 5%**, el efecto de desplazamiento del capital sobre las valoraciones de las empresas comienza a hacerse sentir con mayor intensidad.

En segundo lugar, la demanda internacional de títulos del Tesoro atraviesa una fase de reorganización. **Japón, el principal comprador extranjero de deuda norteamericana**, encuentra alternativas atractivas en sus propios títulos locales, provocando que el dólar pague el costo de una política que busca contener artificialmente las tasas de interés. En este marco, las estrategias de diversificación internacional que no dependan de la solidez estructural del dólar ganan atractivo.

En tercer lugar, el sector tecnológico vinculado al desarrollo de la inteligencia artificial acumula compromisos financieros fuera de sus balances a una velocidad que los mercados crediticios comienzan a mirar con precaución. El incremento en los contratos de seguro contra impago de empresas como **Broadcom y Nvidia** refleja la cautela con la que operan los inversores en renta fija privada.

Lineamientos de posicionamiento propuestos:

- Enfoque de calidad en renta variable: Selección de empresas con elevada capacidad para generar flujo de caja libre, poder demostrado para fijar precios ante incrementos de costos y reducidos niveles de deuda contratada a tasa variable.
- Duración según perfil de riesgo: para perfiles conservadores, la recomendación es reducir exposición al tramo largo de la curva de rendimientos. En el contexto actual, ese tramo representa un riesgo de precio, no un refugio. Para perfiles más agresivos con horizonte de largo plazo, el escenario es distinto, el bono del Tesoro americano a 30 años rinde más del 5,2%, un nivel que no

se veía en 25 años. Quien pueda tolerar la volatilidad de precio en el camino tiene la posibilidad de capturar esa tasa con un potencial de apreciación de capital significativo si los rendimientos comprimen en los próximos dos o tres años.

- Inclusión de metales preciosos: Mantener exposición estratégica en oro y plata, respaldada por determinantes estructurales que operan con independencia de las decisiones de los bancos centrales.
- Prudencia en instrumentos crediticios del sector tecnológico: Cautela frente a las emisiones de deuda destinadas a infraestructura de inteligencia artificial, recordando que las tensiones en los mercados de crédito suelen trasladarse con posterioridad a las cotizaciones bursátiles.
- Diversificación geográfica de activos: Estructuración de portafolios internacionales sin asumir un escenario de dólar fuerte sostenido en el tiempo.

Gianluca Piazza

Research Analyst

Equipo de Research & Strategy de Inviu

research@inviu.com.ar

DISCLAIMER: Este material es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modifican las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Inviu y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Las personas involucradas en la elaboración de este reporte pueden invertir o negociar los títulos aquí referidos. Ningún destinatario de este documento podrá distribuir o reproducir el presente material o alguna de sus partes sin el previo consentimiento escrito de Inviu. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes uruguayas. Inviu Uruguay Agente de Valores S.A., inscripto como Agente de Valores ante el Banco Central del Uruguay bajo el número 4231.