



Equipo de Research:

Nazareno Taus

Rocco Abalsamo

Nicolas Pisi

Tomás D'Acciavo

Rocco Rodriguez

¿Reglas claras?

Contexto internacional

El Brent volvió a superar los USD 90 —operando cerca de USD 98— por las tensiones en Medio Oriente, mientras la nafta local quedó rezagada (se vende como si el crudo valiera USD 84). En EE.UU. la curva de Treasuries subió en todos sus tramos: el largo por mayor oferta (Tesoro y hyperscalers), con la tasa real explicando casi el 90% de la suba del rendimiento a 10 años en el año.

Moody's mejoró la calificación a B3

La agencia subió la nota de Caa1 a B3 con perspectiva Positiva. Las tres grandes calificadoras quedan alineadas en B— por primera vez en más de una década. El mensaje central: “esta vez es diferente”, con un ajuste apoyado en superávits fiscales y el fin del financiamiento monetario.

Actividad en forma de “K”

El EMAE cayó 0,5% mensual en mayo (−1,5% en el año). El agro y la energía vuelan (+15% y +27% desde nov-23), mientras la industria, la construcción y el comercio siguen rezagados; los salarios reales privados aún están 3,6% por debajo de nov-23.

Reservas y tasas

El BCRA sobrecumplió la meta de reservas netas del FMI (+USD 8.455 M vs. USD 8.000 M) y acumula USD 12.721 M de compras en el MLC. Con la inflación desacelerando a 1,9% en junio, el mercado empieza a ver tasas reales positivas en el horizonte.

Hard dollar y el fenómeno del canje

El canje voló hasta 4,35%, reflejo del exceso de liquidez local en dólares. Con las tres agencias en B—, los soberanos conservan upside en un escenario de convergencia hacia los rendimientos de otros emergentes.

Contexto Macro local

El mes tuvo un catalizador institucional de peso: Moody's elevó la calificación de la deuda argentina de largo plazo un peldaño, de Caa1 a B3, con perspectiva Positiva. Con esta decisión, las tres grandes calificadoras —Moody's, S&P y Fitch— quedan alineadas en el escalón B— por primera vez en más de una década, habilitando a mandatos institucionales que exigen dos o tres agencias, o la nota promedio, a considerar activos argentinos.

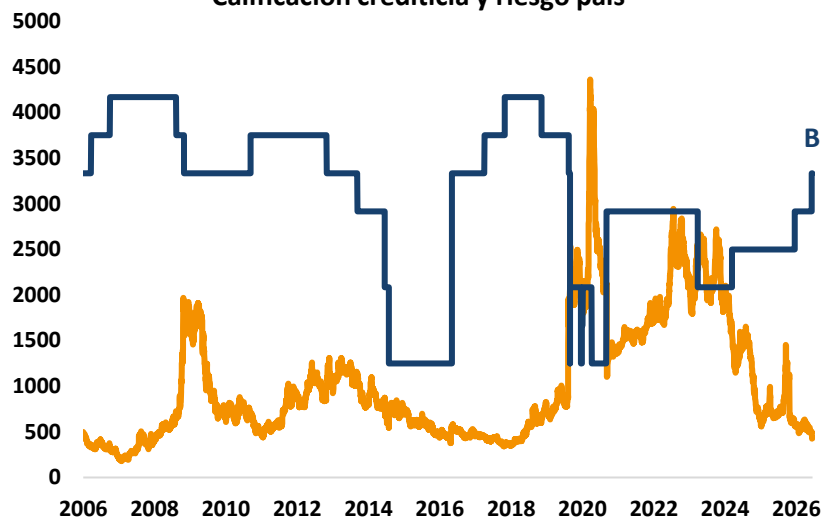
El comunicado fue tan relevante como la nota: la agencia sostuvo que el riesgo de default disminuyó de manera significativa porque la estabilización “superó la etapa inicial de ajuste”. A diferencia de intentos previos apoyados en medidas transitorias, el ajuste actual se sustenta en superávits fiscales sostenidos, la eliminación del financiamiento monetario y la normalización del régimen cambiario. Moody's también elevó el techo país (Ba3 local, B1 en moneda extranjera), lo que abarataría el financiamiento de empresas de mejor perfil.

En la actividad, el EMAE se contrajo 0,5% mensual desestacionalizado en mayo, acumulando dos meses de caída y -1,5% en lo que va del año, con un crecimiento interanual de apenas 0,2%. La recuperación sigue costando y adopta una forma de “K”: mientras el agro y la energía crecieron 15% y 27% desde nov-23, la industria, la construcción y el comercio permanecen por debajo de aquel nivel.

Como los sectores rezagados son los mayores generadores de empleo, el mercado laboral continúa débil —el empleo asalariado privado registrado cayó por 11° mes consecutivo en abril— y los salarios reales privados registrados se ubican 3,6% por debajo de nov-23.

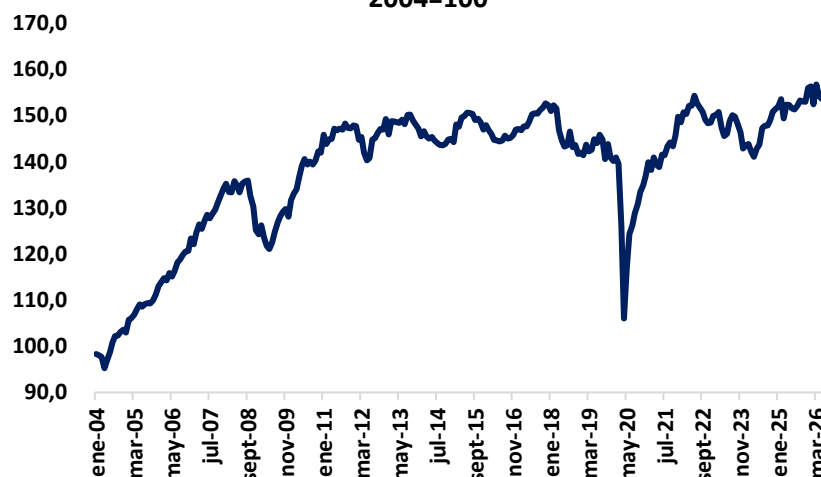
En el frente externo, el BCRA moderó su intervención tras las compras récord de mediados de julio (USD 35 M diarios promedio en las últimas ruedas del mes). En lo que va del año acumula USD 12.721 M en el MLC y ya sobrecumplió la meta de reservas netas del FMI: frente a un objetivo de USD 8.000 M, las reservas aumentaron USD 8.455 M. El oficial cerró en ARS 1.497 y el CCL en ARS 1.594, en línea con la depreciación de las monedas emergentes.

Calificación crediticia y riesgo país



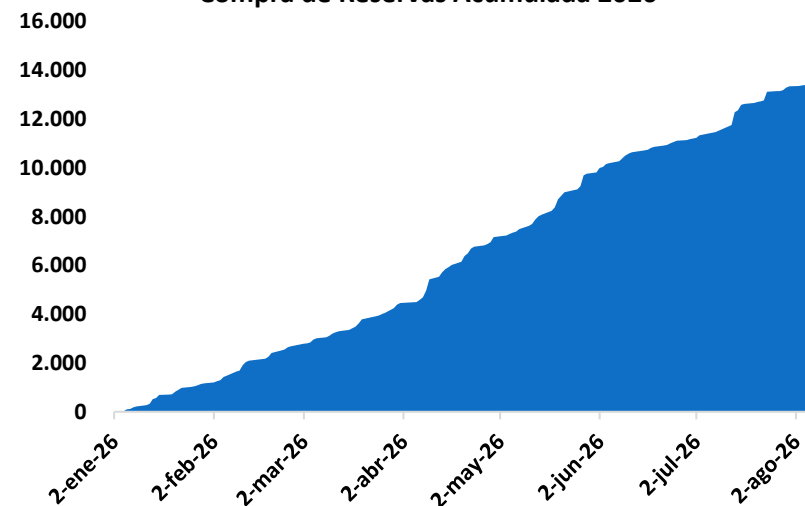
Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Moody's, S&P y Fitch

Índice Serie Desestacionalizada de EMAE
2004=100



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a INDEC

Compra de Reservas Acumulada 2026



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BCRA

Contexto Internacional

El Brent operó a comienzos de esta semana en torno a USD 98 por barril, empujado por la reactivación de las tensiones en Medio Oriente. En el plano local, el traslado a surtidor quedó rezagado: según nuestros cálculos, la nafta se vende como si el crudo valiera USD 84, sin contar que aún no se compensó a las petroleras por el “buffer” de precios de los meses previos.

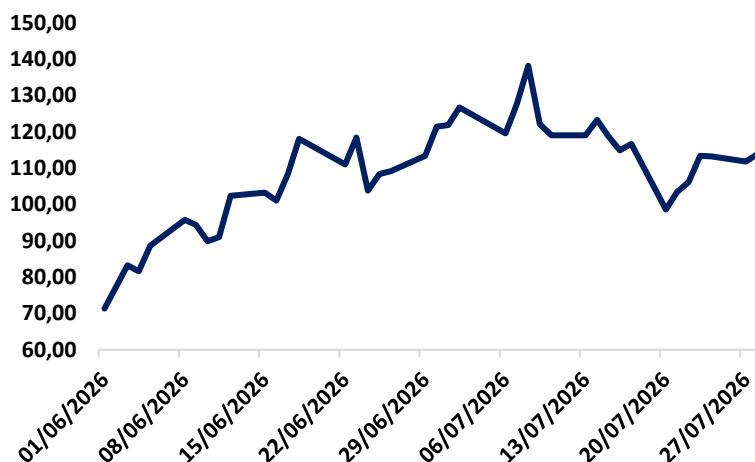
Ese colchón deberá cerrarse en algún momento, vía nuevos aumentos en el surtidor o presión sobre el margen de YPF. Es, además, un factor que condiciona la política monetaria local: con el Brent nuevamente sobre USD 90, luce improbable una baja de la nafta y no puede descartarse la necesidad de subas adicionales con impacto inflacionario.

En Estados Unidos, la curva de Treasuries subió en todos sus tramos, pero por motivos distintos según el plazo. El tramo corto se movió al ritmo del petróleo (WTI) y de la inflación esperada de corto plazo.

El tramo largo, en cambio, exige hoy una mayor tasa real más que una mayor inflación esperada. La breakeven a 10 años avanzó apenas 0,10 pp en julio y se mantiene por debajo del nivel de inicio de año (2,24%), señal de que el conflicto geopolítico no estaría explicando la reciente suba de las tasas largas.

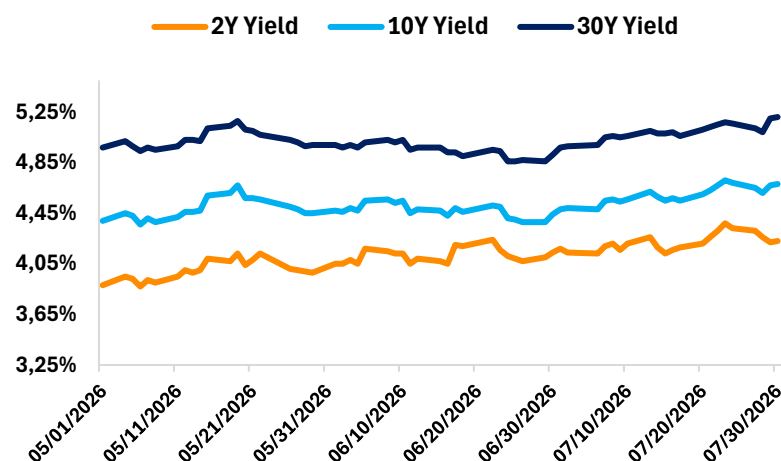
El driver es la oferta: el Tesoro americano —con un déficit elevado que refinancia a tasas altas— y los hyperscalers tecnológicos están inundando la parte larga de la curva. Con más oferta de papel se exige más tasa real aun sin mayores expectativas de inflación: la tasa real avanzó 46 pbs en el año y explica casi el 90% de la suba del rendimiento a 10 años en 2026 (+49 pbs).

Precio Brent



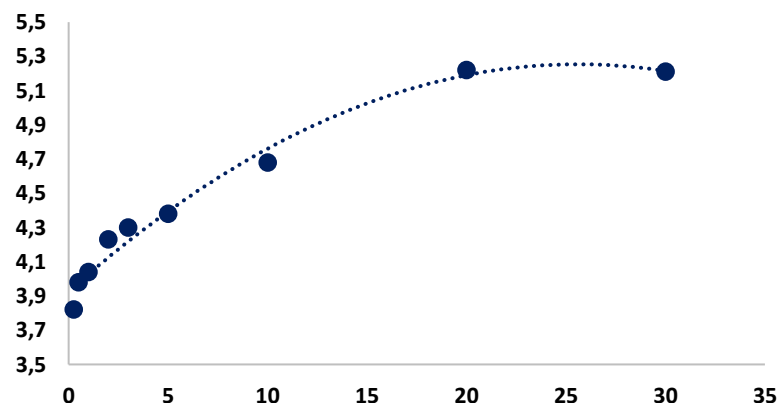
Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Bloomberg

Evolución de Tasas de Treasuries



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Reuters

Curva Treasuries



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Bloomberg

Renta Fija en Pesos

El dato de inflación de junio (+1,9%) confirmó el tercer mes consecutivo de desaceleración. Las breakevens de mercado anticipan que la tendencia continúa, con una inflación promedio de 1,6% para el resto del año —por debajo del 1,8% de retorno que ofrece hoy una Lecap a un mes.

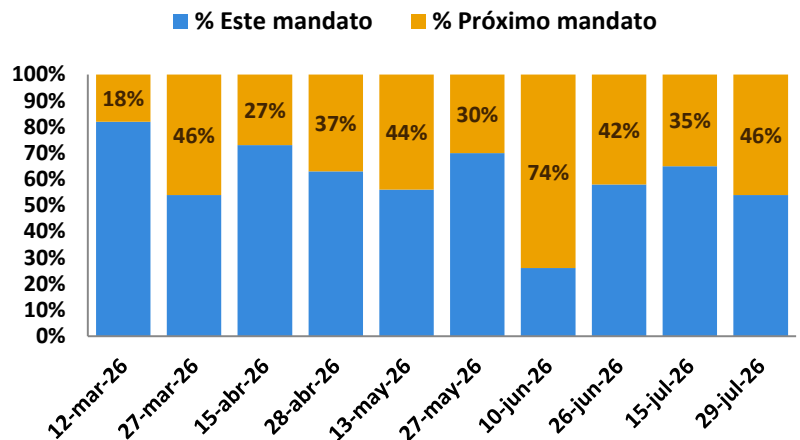
Si la inflación convalida lo esperado y las tasas nominales se sostienen, el tramo corto volvería a terreno de tasas reales positivas, algo que no ocurre de forma consistente desde la previa de las elecciones de medio término. El mercado no descuenta bajas en el corto plazo: una tasa a 30 días opera cerca de 22% TNA y las forwards la ubican promediando 23% para lo que resta del año.

En liquidez, las tasas overnight operan muy cerca del piso de 20% que fija el Central en la rueda REPO —donde estimamos que absorbe entre \$1,6 y \$1,8 billones— y las curvas en pesos siguieron aflojando: los Boncap abr/may-27 rinden en torno a 2,00% TEM y la Lecap a noviembre cerró en 1,95% TEM.

El menú de licitación refleja la estrategia oficial: una Lecap a 77 días (la primera a menos de tres meses desde abril), dos Lelink (sep-26 y ene-27), un dual CER/TAMAR (dic-28) y un nuevo dual A3500/TAMAR (ene-28) con tasa TAMAR+0%. El Tesoro enfrenta vencimientos por \$8,5 billones y cuenta con depósitos en pesos por \$8,3 billones.

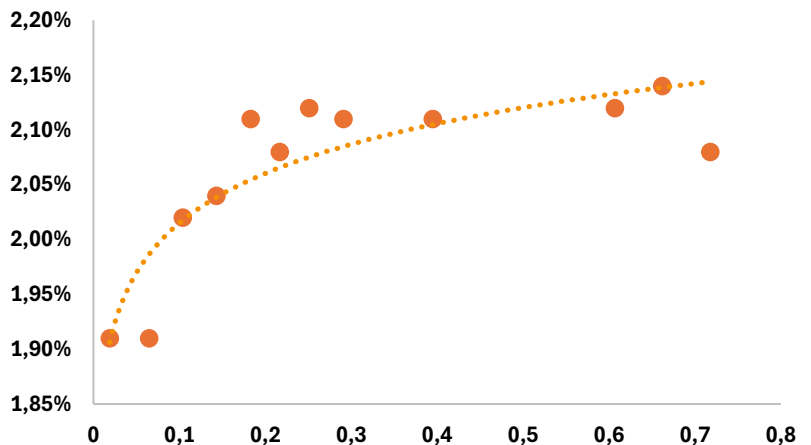
En posicionamiento, priorizamos la cobertura por CER, que a estos precios luce barata: vemos valor en el TZXD6 (dic) y en los Boncer 2026/2027 para duration corta, cuyas valuaciones incorporan una inflación implícita cercana a 1,5% para el segundo semestre. Para mayor duration, preferimos los duales largos —como el TXMJ0—, que ofrecen cobertura ante distintos escenarios electorales: pagarían CER con inflación alta y TAMAR con tasas reales positivas.

Adjudicación títulos en Pesos en licitaciones Tesoro



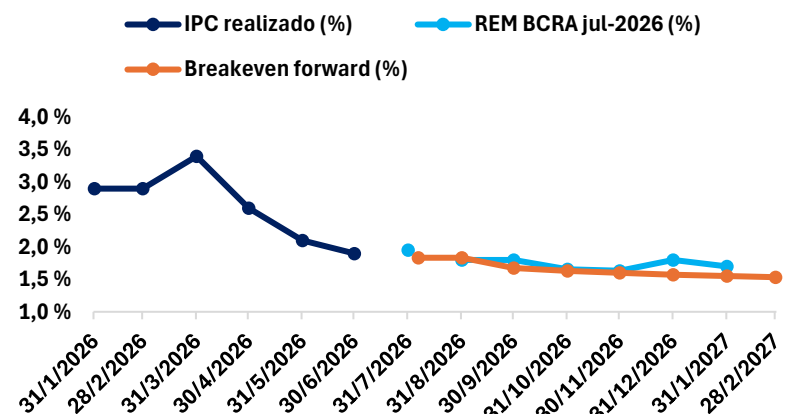
Fuente: Club de Finanzas UADE en base a INDEC y BYMA

Curva Tasa Fija - TEM vs MD



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BYMA

Inflación, REM y breakeven de mercado



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a A3 Mercados y BYMA

Renta fija en USD

El crédito soberano fue el protagonista. La mejora de Moody's a B3 —que alineó a las tres calificadoras en B— refuerza la tesis de compresión: los bonos argentinos conservan upside en un escenario de convergencia hacia los rendimientos de otros emergentes, con el riesgo país operando cerca de mínimos de la era Milei.

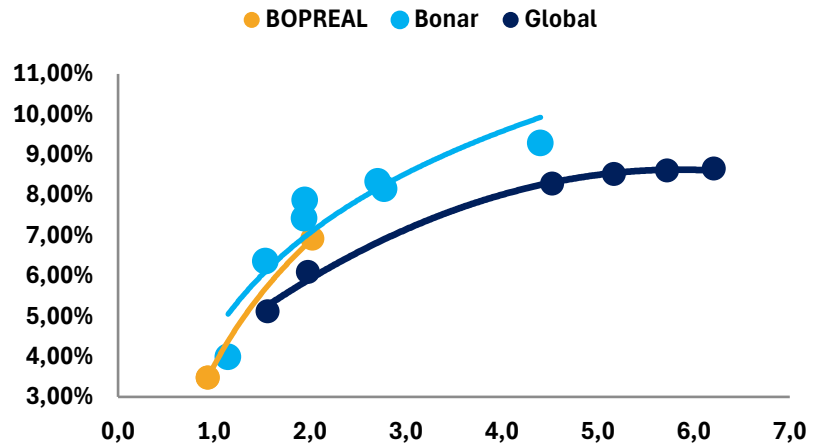
Por fundamentals, la deuda local aún luce algo rezagada frente a comparables B- de la región, que rinden menos en plazos similares. La brecha se explica sobre todo por el perfil de vencimientos y el riesgo político, difícil de despejar antes de las elecciones.

El fenómeno del mes en la curva hard dollar fue el canje, que voló hasta 4,35%. El canje mide el exceso de liquidez local en dólares frente a la offshore: los bonos resultan más “escasos” localmente y por eso valen más adentro que afuera. A modo de ejemplo, el AO27 rinde 7,35% en el exterior contra 3,75% en el mercado local.

El diferencial se atenúa con emisiones (AO29, ON en MEP) y rúleros, pero son alternativas de poca potencia porque requieren que el arbitrajista gane dinero, sobre todo a medida que el Gobierno extendió la duration de los títulos ofrecidos localmente.

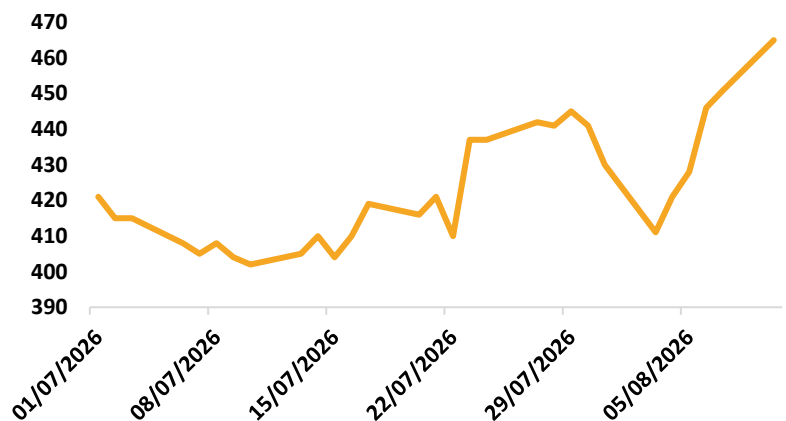
Nuestra tesis es que ese exceso de liquidez local debería volcarse en buena parte a bonos soberanos, reduciendo el overhang internacional: ante el mismo riesgo, el inversor local acepta tasas mucho más bajas que el externo. El canje tendería a comprimir hacia 0% —especialmente en 2027, si caen los depósitos locales—, y sería más sano quitarle volatilidad liberando restricciones o arbitrándolo directamente.

Comparación de Curvas de Tasa Fija



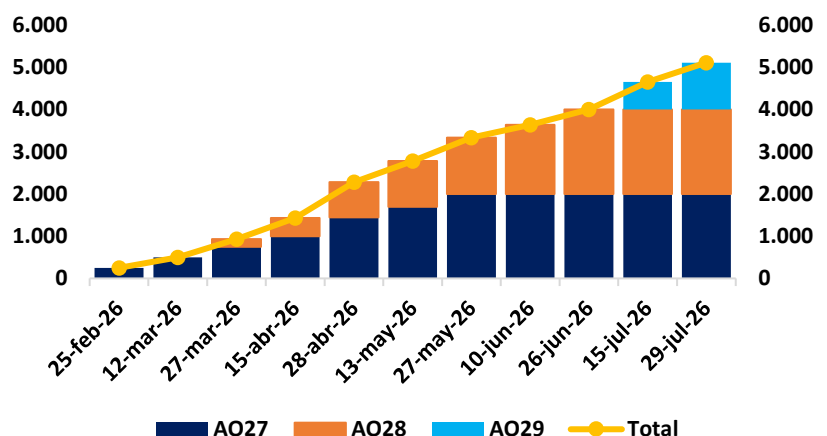
Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Bloomberg

Riesgo País (EMBI Argentina)



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a Bloomberg

Emisión Bonar 27, 28 y 29



Fuente: Club de Finanzas UADE en base a BYMA



Club de Finanzas UADE

Miembros:

Nazareno Taus

Tomás D'Acciavo

Nicolás Pisi

Rocco Abalsamo

Facundo Cisco

Martina Crosetto

Santiago Quintero

Rocco Rodríguez

Pablo Gustavo Salina

Director de Carrera Lic. en Finanzas

Karina Elizabeth Díaz

Club Advisor

Información Importante

• Este informe no constituye bajo ningún concepto una recomendación o asesoramiento en materia de inversiones. La rentabilidad pasada no garantiza rentabilidades futuras. Las inversiones están expuestas a las oscilaciones del mercado y a los factores de riesgo correspondientes.

• Este informe ha sido elaborado de buena fe, a partir de fuentes consideradas fiables, pero no infalibles.