



Equipo de Research:

Nazareno Taus

Rocco Abalsamo

Nicolas Pisi

Tomás D'Acciavo

Rocco Rodriguez

Foco en Crédito y Actividad

Contexto global y tensiones

Junio estuvo marcado por la desescalada del conflicto entre EE.UU. e Irán, lo que impactó a la baja en el crudo, contrapuesto al giro *hawkish* de la Fed bajo Kevin Warsh, que anticipa una suba de tasas hacia fin de año.

Dinámica macro local

Tras un primer trimestre con crecimiento inesperado del PIB (2,3% interanual), la actividad muestra un patrón errático y una brecha creciente entre sectores primarios (agro, energía) y los intensivos en empleo, que permanecen rezagados.

Liquidez y mercado de pesos

Ante la presión cambiaria y la escasa liquidez, el Tesoro priorizó la baja de tasas y la reactivación económica sobre el nivel del tipo de cambio, resultando en una inyección de liquidez tras la licitación del 26/6.

Renta fija en dólares

La mejora en la calificación de S&P (a B-) permitió que el Global 35 operara en nuevos niveles, con el Riesgo País perforando los 437 bps, aunque los bonos locales aún lucen rezagados frente a pares como Ecuador.

Hito bursátil

El mes destacó por el debut histórico de SpaceX en el Nasdaq (ticker SPCX), alcanzando una valoración de USD 1,77 billones y superando el récord de IPO de Saudi Aramco.

Contexto Macro local

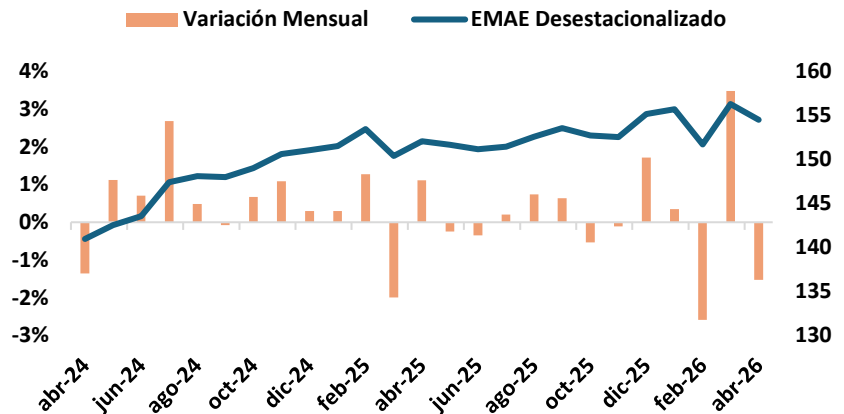
En el plano macro, el Gobierno sigue construyendo colchón cambiario y financiero de cara a las elecciones de 2027, mientras la inflación continúa moderándose, la actividad se mueve en un patrón errático y la precarización laboral avanza pese a que el desempleo no repunta. En detalle, mayo cerró en 2,1% mensual, medio punto por debajo de abril, y si el tipo de cambio se mantiene relativamente contenido, podría consolidarse una velocidad crucero cercana al 2% mensual, lo que habilitaría una recuperación gradual y acotada del salario real, que ya mostró una primera mejora en abril tras siete meses de caídas.

En el plano de actividad, los datos del primer trimestre sorprendieron al alza: el PIB creció 2,3% interanual y 0,7% trimestral sin estacionalidad, aunque la inversión completó cuatro trimestres consecutivos de contracción. El EMAE de abril retrocedió 1,5%, confirmando la dinámica de "serrucho" que domina el año, con una brecha cada vez más marcada entre los sectores ligados a materias primas (agro, minería, energía), que traccionan el agregado, y los intensivos en empleo (industria, construcción, comercio), que siguen rezagados.

En junio se dio un cambio de tendencia: el tipo de cambio oficial subió 5% en el mes, el BCRA redujo el ritmo de compras a mínimos desde enero y debió volver a ofrecer cobertura cambiaria vía ROFEX y dollar-linked tras el desarme de futuros de fines de mayo, lo que tensionó la liquidez en pesos y presionó levemente las tasas cortas.

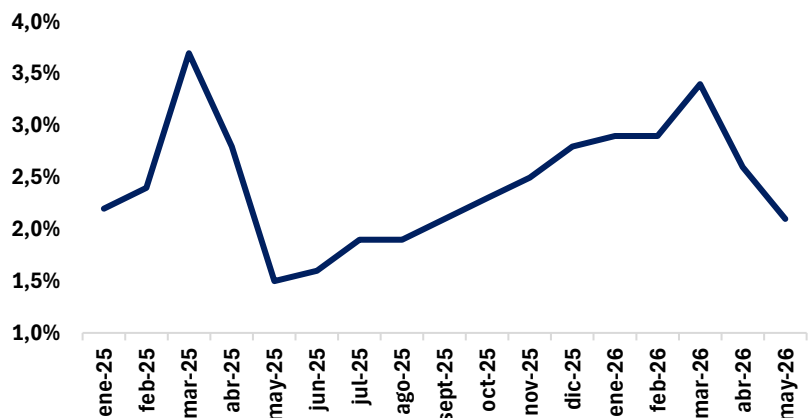
De cara a 2027, el Gobierno negocia mejorar su ecuación financiera, ya está confirmada la emisión de títulos públicos con garantías de organismos internacionales por unos USD 5.000 millones y el BCRA refinanció los REPO con bancos privados por USD 6.000 millones. El corto plazo luce favorable por factores estacionales (liquidación de cosecha, ingreso de dólares financieros), pero las incógnitas sobre si se aprovechará la ventana para volver a los mercados internacionales, si habrá derrame de los sectores ganadores hacia los rezagados y si el resultado de esa dinámica sostendrá el respaldo electoral del oficialismo hacia 2027 siguen presentes.

Actividad económica



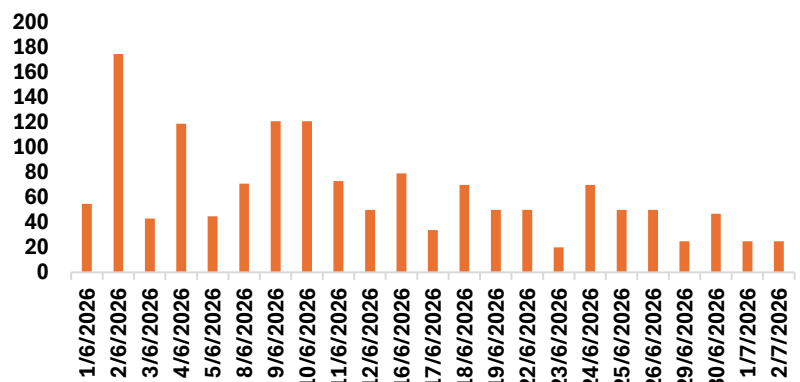
Fuente: Club de Finanzas en base a INDEC.

IPC



Fuente: Club de Finanzas en base a INDEC.

Compras de reservas del BCRA
En millones de USD



Fuente: Club de Finanzas en base a BCRA.

Contexto Internacional

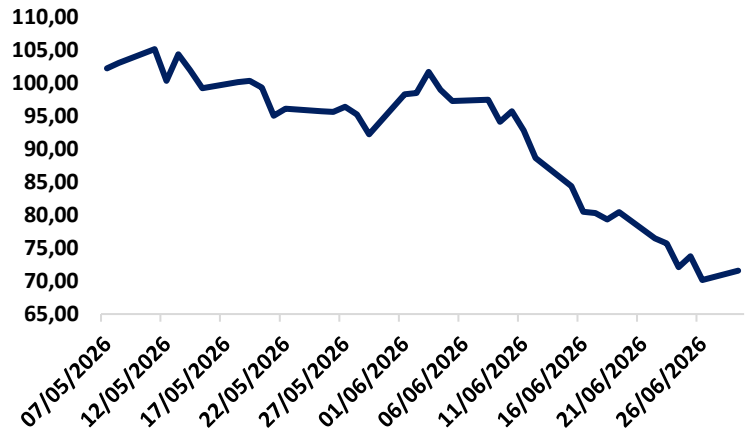
Junio estuvo dominado por dos fuerzas en tensión permanente: la desescalada del conflicto entre Estados Unidos e Irán —con su impacto deflacionario directo sobre el crudo y las expectativas de inflación— y el giro hawkish de la Reserva Federal bajo su nuevo presidente, Kevin Warsh, que reintrodujo el riesgo de una suba de tasas antes de fin de año.

El punto de inflexión llegó el 12 de junio, cuando Trump anunció la cancelación de ataques planificados contra Irán y la apertura del estrecho, derrumbando el crudo más de un 4% en la sesión. Hacia el cierre del mes, el Brent operaba en torno a USD 69-70, acumulando una caída de aproximadamente 27% desde los máximos de marzo y retornando prácticamente a niveles previos al conflicto.

Los datos de precios de mayo, publicados durante el mes, confirmaron que el shock energético ya se había trasladado plenamente a los índices: el CPI general marcó 4,2% interanual —máximo desde 2023— y el PPI trepó 6,5% anual, con la energía explicando más del 60% de la suba mensual en ambos casos. En este contexto, la reunión del FOMC del 17-18 de junio —la primera bajo la presidencia de Warsh— marcó un cambio de tono claro: los miembros de la Fed revisaron al alza sus proyecciones de tasa, señalando que el próximo movimiento sería una suba y no un recorte, algo que el mercado no tenía plenamente incorporado.

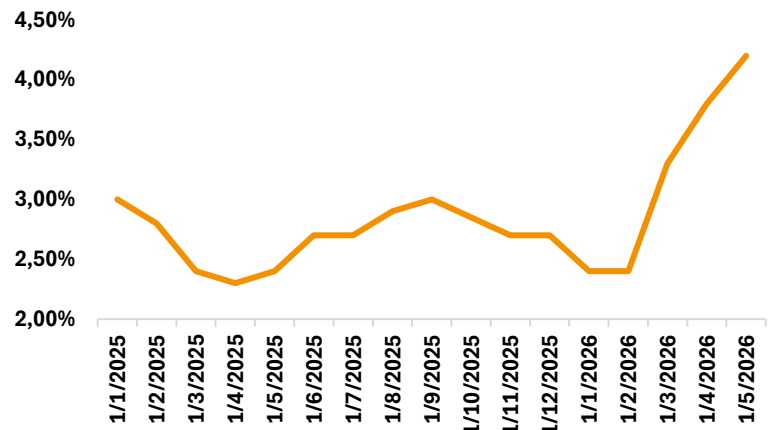
El Nasdaq acumuló una caída de aproximadamente 5,0%, presionado por la rotación fuera de nombres de alta duración, la dilución en el sector de infraestructura de IA y la corrección en semiconductores. El hito bursátil del mes fue el debut de SpaceX el 12 de junio bajo el ticker SPCX en el Nasdaq, con una valuación de USD 1,77 billones y un levantamiento de USD 75.000 millones, convirtiéndose en el mayor IPO de la historia y superando el récord de Saudi Aramco de 2019. Finalmente, el oro perforó los USD 4.000 por onza por primera vez desde noviembre de 2025, arrastrado por un dólar más fuerte y expectativas crecientes de política monetaria restrictiva, con Goldman Sachs recortando su objetivo de fin de año a USD 4.900.

Precio Brent



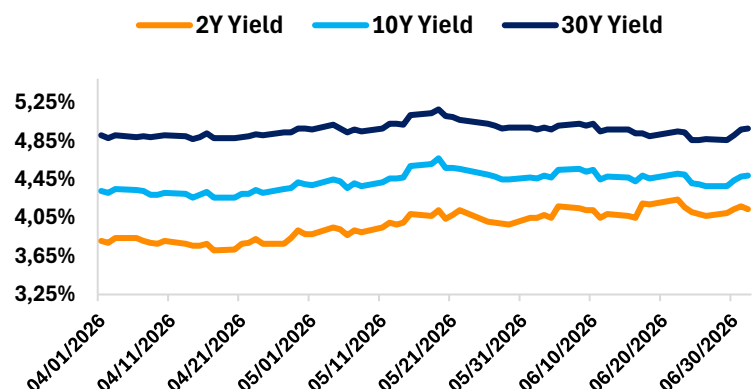
Fuente: Club de Finanzas en base a Bloomberg.

CPI



Fuente: Club de Finanzas en base a Bloomberg.

Evolución de Tasas de Treasuries



Fuente: Club de Finanzas en base a Bloomberg.

Renta Fija en Pesos

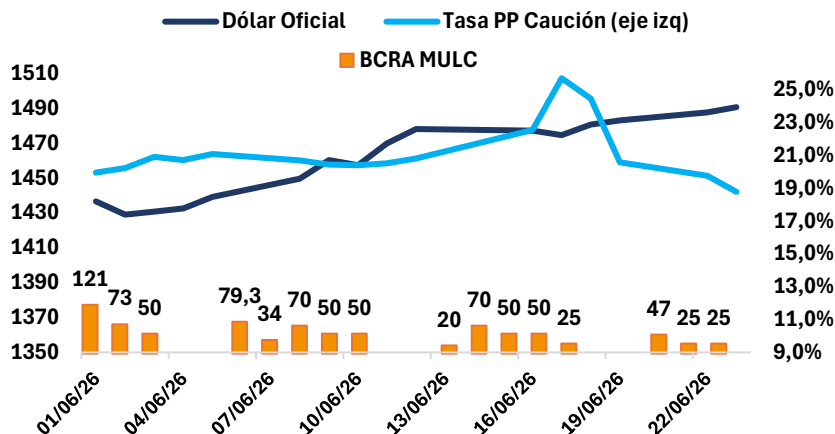
En informes pasados establecimos el “Trilema del Tesoro”, como el mecanismo de trade-offs entre tres situaciones: I. Mantener un dólar bajo II. Mantener tasas bajas III. Mantener un BCRA comprador alto; donde se detalla una imposibilidad en que las tres sucedan simultáneamente. Sin embargo, en meses pasados este trilema parecía quebrarse, ya que las tasas bajaban, el dólar se mantenía y el BCRA mostraba records en compras, o al menos así lo fue hasta mitad de junio.

El trilema establecía que: Si tenes un BCRA comprador, y quieres mantener un dólar bajo, la liquidez generada por las compras del BCRA las tenes que redireccionar lejos del dólar, principalmente vía tasas atractivas. Pero este trilema no tenía en cuenta un 4to factor, la extracción de liquidez vía dólar linked. Esta estrategia permitió acumular compras por 11.165 M USD en el primer semestre, pero también incrementó en gran medida la cobertura de DL de privados.

El continuo incremento de ventas de DL como respuesta a un dólar más demandado, entendemos generó aún mayor presión compradora, lo que generó mayores ventas de DL. Ante esta situación de continua presión en el FX y escasez de liquidez, que coincidió con la 2da licitación del mes, el Tesoro tenía 2 opciones: 1. Mantener un dólar controlado, continuar con un BCRA comprador y mantener tasas altas vía un Rollover $\geq 100\%$, o 2. Mantener un BCRA comprador, aceptar un nuevo nivel de FX y mantener tasas bajas vía un Rollover $< 100\%$. Como resultado de la licitación del 26/6, el Tesoro no solo emitió 3,08 B ARS con un Rollover del 81,26%, sino que también se dió a conocer una baja de stock de títulos del tesoro por 0,3 B vn en S14G6 y 1,1 B vn en S15S6, implicando esto una inyección extra de 1,47 B ARS el día de la licitación.

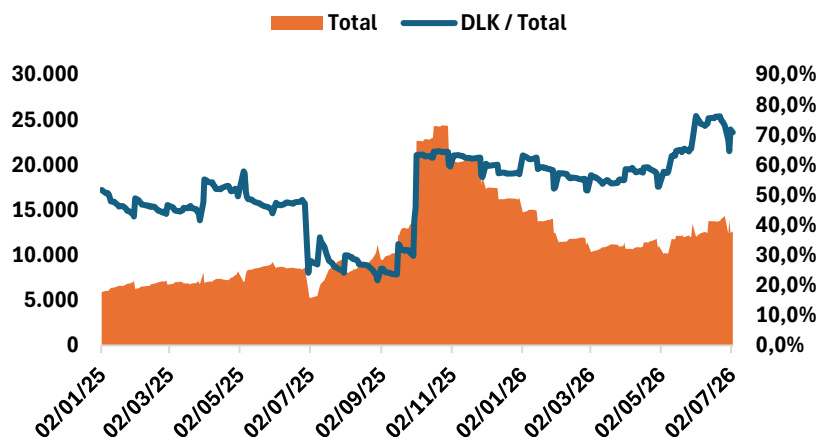
De esta “sobre-reacción” del Tesoro, que generó que en los días posteriores las tasas Overnight operen por debajo del 20% TNA, podemos entender que la prioridad antes que un menor nivel de FX, es mantener constante la baja de tasas y la reactivación económica. De acuerdo con el BCRA, en mayo la mora de las familias ascendió al 12,7%, la de las empresas al 3,5% y la mora total del sector privado al 7,7%, reflejando un entorno de mayor riesgo crediticio.

Oficial vs Caución vs MULC



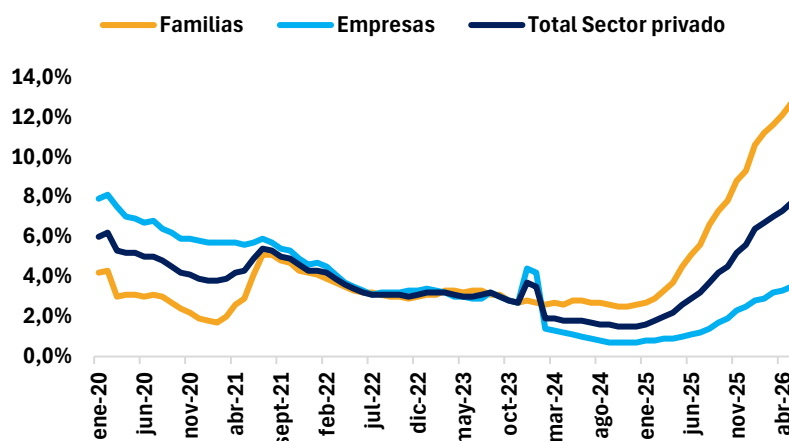
Fuente: Club de Finanzas en base a BCRA.

Evolución de la Cobertura Cambiaria



Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.

Irregularidad en el crédito



Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.

Renta fija en USD

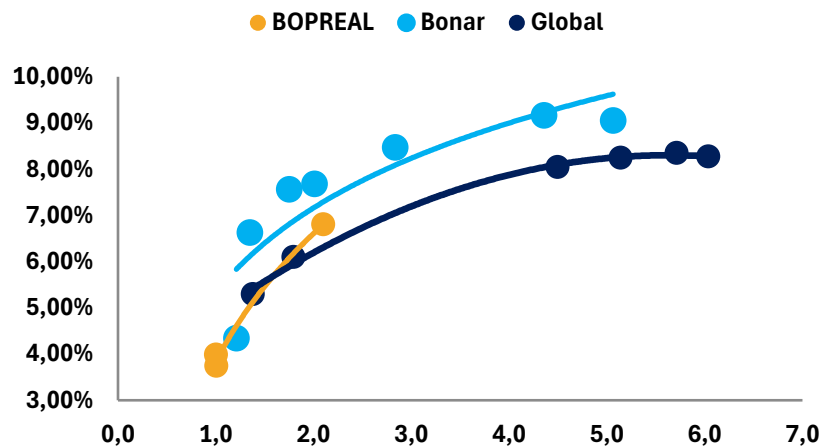
El escenario hard dollar de junio dejó un balance idiosincrático firme, en el que el crédito soberano fue el protagonista. Tras casi ocho meses en que el Global 35 operó a tasas de entre 9% y 10,5% en el exterior, fue finalmente la suba de calificación de S&P —de CCC+ a B—, la segunda mejora hasta ese umbral, lo que llevó a la deuda a un nuevo nivel. El movimiento es relevante porque B— habilita la incorporación de los bonos argentinos por inversores institucionales que operan con exigencia de middle rating de B— en adelante, demanda hoy ausente por mandato.

El Riesgo País acompañó, perforando hacia los mínimos de la era Milei en torno a los 437 pbs. Por fundamentals, los bonos argentinos lucen rezagados: otros soberanos B—, como Angola, El Salvador, Pakistán o Ecuador, operan a tasas inferiores al Global 35 en plazos comparables, pese a métricas de reservas, fiscales y de cuenta corriente similares. La brecha se explica por dos variables: el perfil de vencimientos y el riesgo político.

En el plano local, el Tesoro completó la oferta oficial del AO28, capitalizando la demanda doméstica robusta y consolidando la estrategia de apoyarse en el ahorro local para extender el perfil de vencimientos. Y a pesar de los préstamos ley NY garantizados por hasta USD 5.000 M recientemente autorizados, creemos que éste sería un buen momento para volver a los mercados voluntarios. La baja de los Treasuries y la compresión de toda la curva tras las recalificaciones de Fitch y S&P —resta Moody's— configuran una ventana que el mercado recibiría muy positivamente. El antecedente más citado es Ecuador, que con un riesgo país en torno a los 436 pbs colocó deuda y recompró vencimientos por USD 4.000 M, dejando sus vencimientos de mercado en moneda dura para 2027 en 0,5% del PBI, menos de la mitad que Argentina (1,3%).

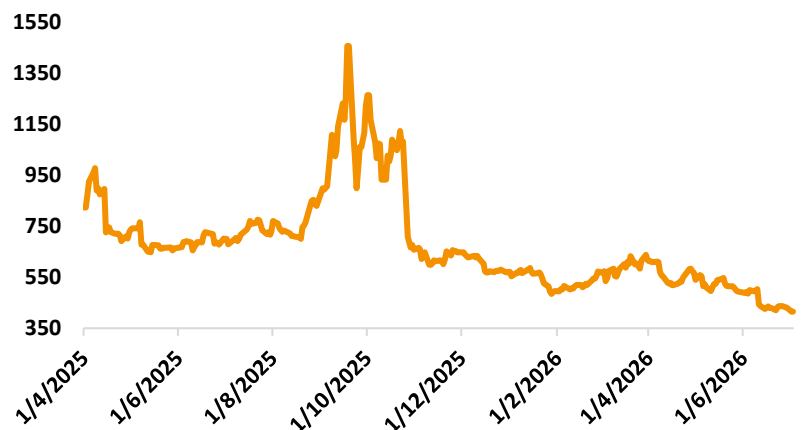
Como la suba de precios por la recalificación fue mayor a la esperada —adelantándose en parte al nuevo catalizador—, el regreso a los mercados podría implicar una compresión adicional de unos 50 pbs, en línea con el diferencial que mantenemos hoy con Ecuador. El riesgo político, en cambio, difícilmente se despeje antes de las elecciones, por lo que es probable que la curva se mantenga empinada, más parecida a la de Ecuador que a la de Pakistán.

Comparación de Curvas de Tasa Fija



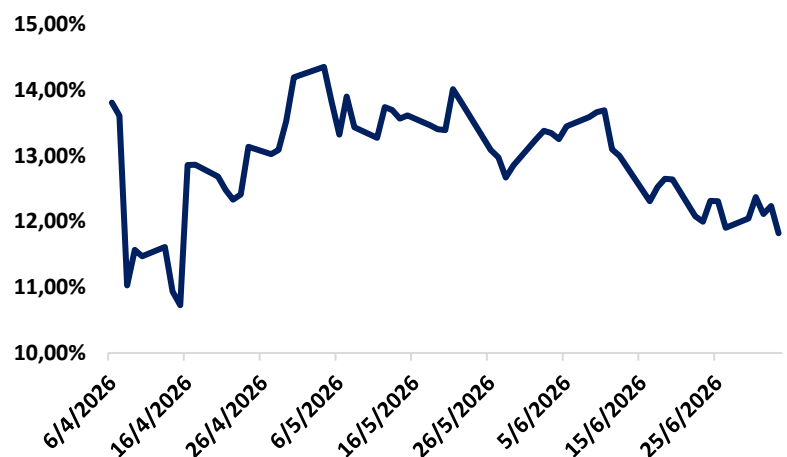
Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.

Riesgo País (EMBI Argentina)



Fuente: Club de Finanzas en base a BYMA.

AO28 vs AO27



Fuente: Club de Finanzas 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.