

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.

UADE

FIN LAB

Nazareno Taus

Club Liaison

Martin de la Fuente

Head of Research

Rocco Abalsamo

Head of Strategy

Bautista Blaiotta

Research Analyst

Nicolás Pisi

Research Analyst

Tomás D'Acciavo

Research Analyst

Desinflar con tensión

Geopolítica Internacional

Junio se despide como el primer mes donde el contexto internacional tuvo mayor relevancia que la coyuntura local. Se produjo el inicio (¿y el fin?) de una guerra entre Israel e Irán, en el marco del plan nuclear iraní. En este contexto, el foco estuvo en el Estrecho de Ormuz, por donde circula ~20% del comercio mundial de petróleo. Si bien un cierre hubiese disparado el precio del crudo, Irán evitó esta medida.

Cuenta corriente y financiamiento externo

La cuenta corriente del 1T25 mostró un déficit de USD 5.191 millones, con un rojo de USD 4.502 millones en servicios. Se destaca la combinación de superávit fiscal y déficit de cuenta corriente, sugiriendo financiamiento externo del sector privado. El RIGI aún no logra consolidarse como fuente de ingreso de capitales, y la colocación de deuda externa sigue siendo necesaria.

Absorción monetaria y estabilidad cambiaria

En el frente monetario, el Tesoro absorbió ARS 2bn en la licitación del 13/6, y el BOPREAL IV retiró ARS 1bn adicionales. Esto ocurre en un momento de mayor demanda estacional de pesos, lo que llevó a una suba en la tasa real y, en consecuencia, una estabilidad cambiaria, explicado también por las liquidaciones del agro y la intervención del BCRA en futuros.

Inflación en mínimos

La inflación de mayo fue de 1,5%, la más baja desde mayo de 2020. Con un núcleo de 2,2%, un punto por debajo de la reportada en abril.

Reservas y meta con el FMI

En cuanto a reservas, la acumulación se dio por la cuenta financiera: colocación de BONTE 2030 y Repo del BCRA. También se habilitó la suscripción de títulos en pesos contra dólares. No obstante, la meta con el FMI de junio se habría incumplido por USD 4,3bn (ver primera figura con RIN y sus metas en triángulos).

Contexto Macro

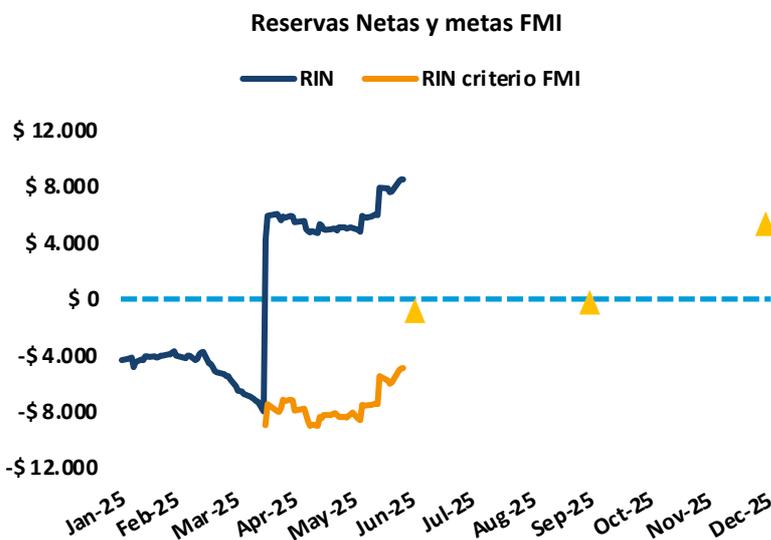
Junio se despide como el primer mes donde probablemente el contexto internacional haya dado más que hablar respecto de la coyuntura local. En tan solo semanas, **vimos el inicio de una guerra entre Israel e Irán**, catalizada por el plan nuclear iraní que motivó un ataque de las fuerzas israelíes a objetivos estratégicos.

Algunos días después, Estados Unidos actuó como el país occidental más importante y ejecutó una serie de ataques a bases nucleares iraníes, sentando un precedente de que, bajo la administración Trump, EEUU no dudará en ejercer todo su poderío militar en pos de sus intereses nacionales.

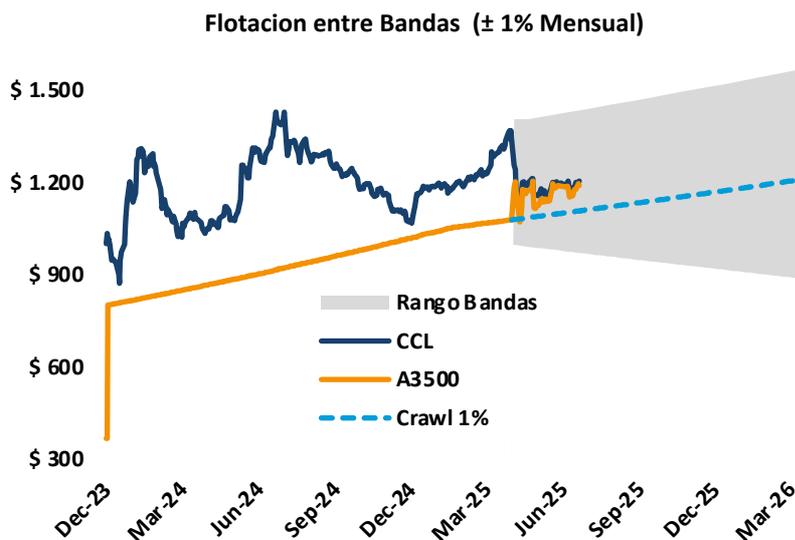
Dada esta dinámica, se dispararon nuevas alarmas en torno a la economía global, que ya viene experimentando volatilidad producto de la política arancelaria de Trump. **Esta vez el foco estuvo puesto en el Estrecho de Ormuz, por donde circula alrededor del 20 % del comercio mundial de petróleo, y su potencial cierre.** Esto habría disparado el precio del crudo, pero Irán no ha tomado acciones, ya que se privaría de una fuente de ingresos crucial. Más allá de esto, el barril de crudo experimentó algo de volatilidad, pero se ubica en valores que reflejan una normalización del escenario hacia adelante, en línea con un VIX ya estable. El mercado parece convalidar la postura de Trump de cese al fuego y retome de negociaciones.

A pesar de que la inestabilidad global a largo plazo termina por afectar a todas las economías con algún grado de apertura, **el petróleo al alza puede significar cierto alivio para Argentina por la mejora en los términos de intercambio**, en un contexto de deterioro del barril y commodities *flat* en los últimos meses.

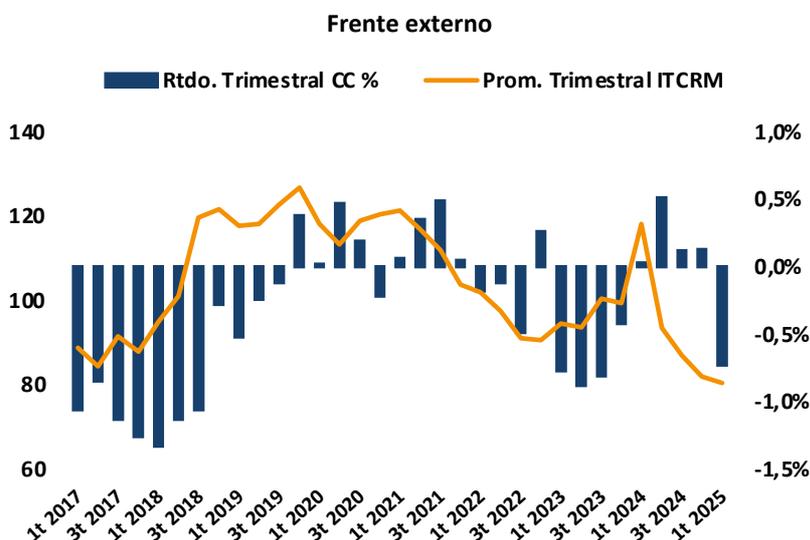
Se conocieron los datos de la cuenta corriente del 1T25, **que arrojó un déficit de USD 5.191m.** Servicios impulsó este resultado con un rojo de USD 4.502m, incluso mayor al del 1T17 (ambos con un TCRM de ~86 puntos). Por el lado de las importaciones, los bienes de consumo lideraron con una variación i.a. de 75%, seguidos por bienes de capital (69%), señales de recuperación y de flexibilización importadora.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y BYMADATA



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

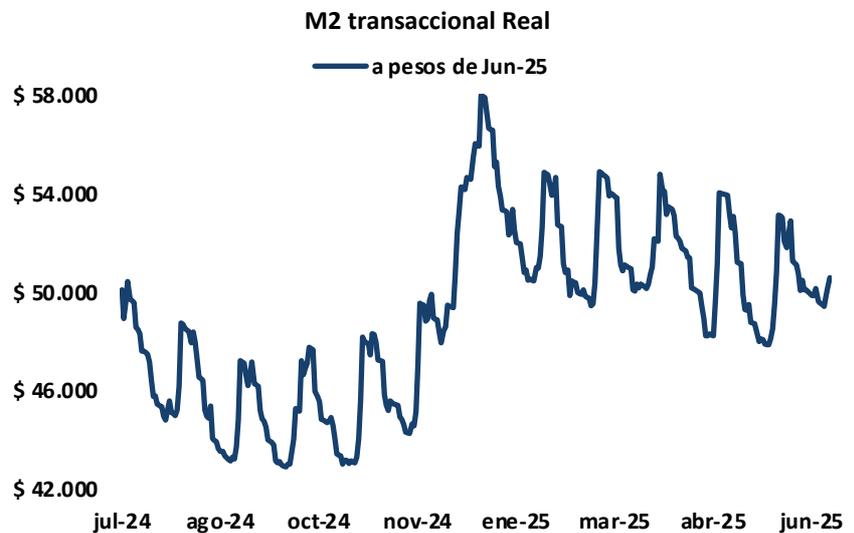
Contexto Macro

Argentina entra en terreno desconocido al combinar superávit fiscal con déficit de cuenta corriente, lo que sugiere que el sector privado opta por financiarse afuera. **Estas dinámicas pueden traer presión en el FX, variable central en año electoral**; para que la cuenta cierre, debe continuar la colocación de deuda externa dado que el RIGI aún no se consolida como alternativa de ingreso de capitales.

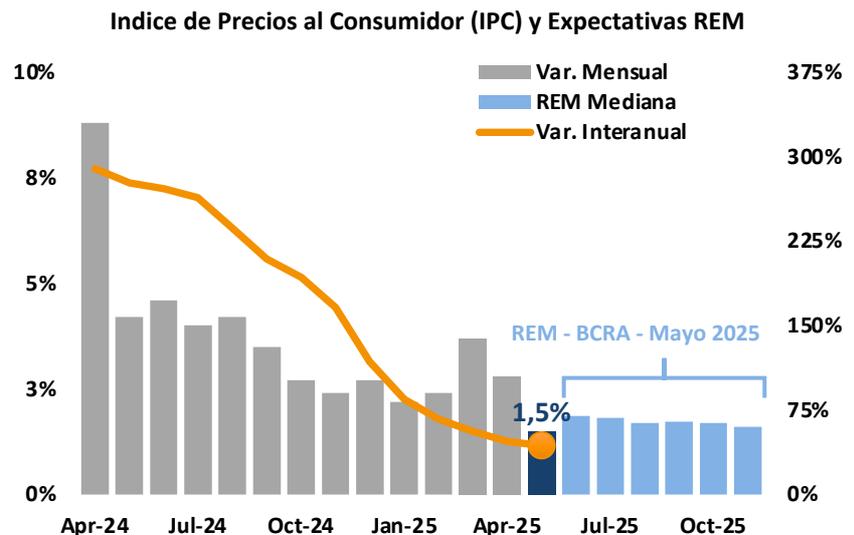
En el frente monetario, el Tesoro convive con un trade-off entre convalidar una menor tasa o priorizar la estabilidad nominal del tipo de cambio a costa de una política contractiva. **Durante las primeras semanas de junio la oferta de dinero se redujo: en la licitación del 13/6 el Tesoro absorbió ARS 2 billones y la liquidación del BOPREAL IV aspiró casi ARS 1 billon adicionales, justo cuando la demanda de pesos crece por el pago de aguinaldos.** El efecto ya se percibe: subieron las tasas de LECAPs y BONCAPs y los bancos incrementaron repos. La mayor tasa real, junto con la depreciación global del dólar, liquidaciones del agro por unos USD 3,4 billones y la intervención del BCRA en futuros, logró mantener estable el tipo de cambio, un factor clave para la estrategia de desinflación.

Por el lado de la inflación, **el dato de mayo fue de 1,5%, el registro más bajo desde mayo de 2020; si excluimos este outlier (plena pandemia), debemos remontarnos a 2017 para ver tal valor.** El número estuvo condicionado por una caída de 2,7% en estacionales y por la baja de 4% en combustibles. La inflación núcleo se ubicó en 2,2%, un punto por debajo de abril, dato muy positivo dado que la núcleo estaba consolidada en torno al 3%.

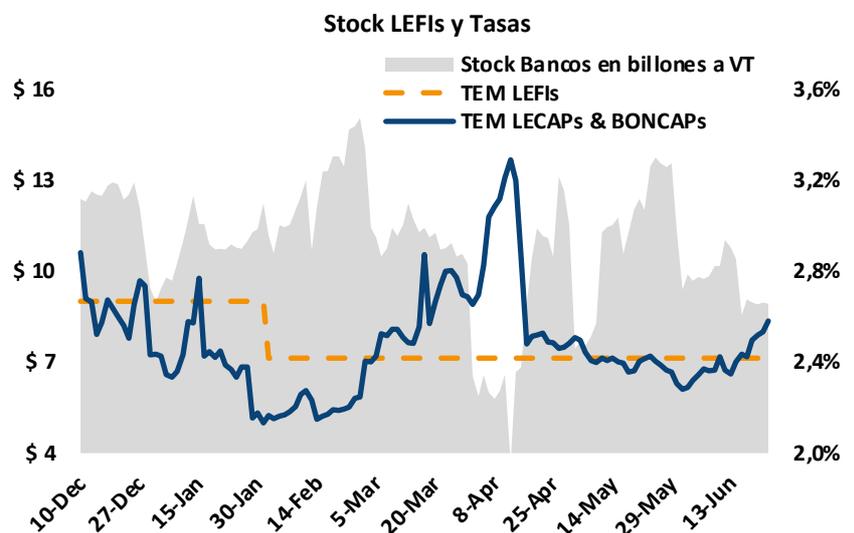
Aunque la desinflación avanza, el costo de sostener tasas elevadas podría erosionar la actividad. El equipo económico lo sabe y ha emprendido mecanismos para contrarrestar el sesgo restrictivo post acuerdo con el FMI. **La liquidez podría aliviarse con la eliminación de LEFIs en julio y el Tesoro manteniendo inyección de pesos con rollover negativo. Además, retiró instrumentos CER de los últimos menús, buscando comprimir la tasa real, aunque en junio esto no se logró.** En nuestra opinión, el gobierno parece cómodo con una economía "tranquila", dado que aun con freno de actividad, el arrastre estadístico daría un crecimiento punta a punta mayor al 5% en 2025.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y BCRA



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

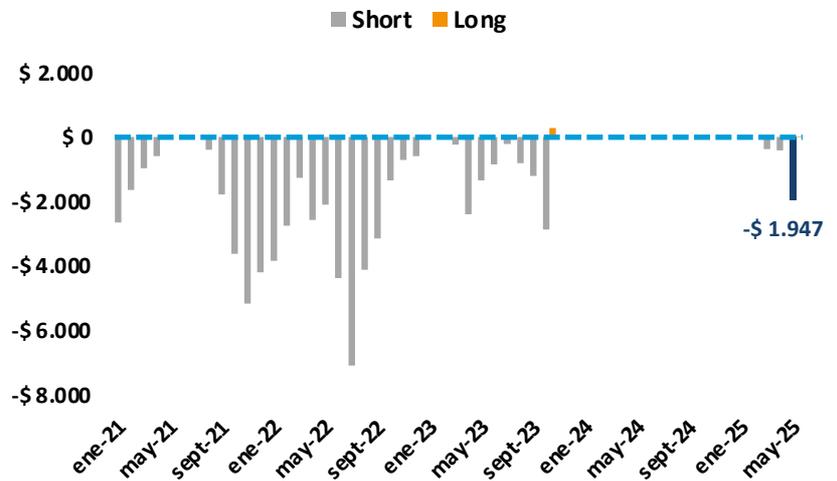
Contexto Macro

En mayo, el BCRA profundizó su participación en el mercado de futuros de dólar, cerrando el mes con una posición vendida de USD 1.946 millones, significativamente por encima de los USD 409 millones registrados en abril. **Este nivel representa el mayor desde el inicio de la gestión actual, aunque aún se mantiene por debajo de los picos observados en años previos.** La intervención se concentró principalmente en el contrato diciembre, que pasó de tener una presencia marginal en el volumen operado a representar el 15% en una sola rueda (7/05), **coincidiendo con una fuerte caída generalizada de la curva y un volumen récord de USD 4.260 millones (un nivel que no se veía desde el 29 de julio de 2022, cuando se negociaron 5 millones de contratos).**

A diferencia de estrategias previas, **donde la intervención se focalizaba en los contratos más cortos, esta vez la táctica oficial apuntó a extender el horizonte de estabilización del tipo de cambio,** en un contexto de aceleración de liquidaciones del agro y la reintroducción del esquema de retenciones a partir de julio. Aunque el Staff Report del nuevo programa con el FMI planteaba que no se anticipaba una intervención en este mercado, no existe una meta específica que restrinja su uso.

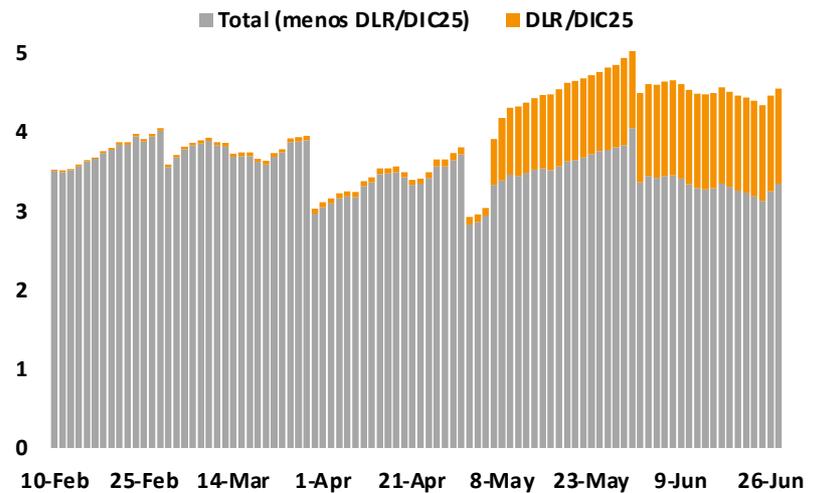
El límite vigente surge de la regulación de A3 Mercados S.A, **que establece un tope de USD 9.000 millones para la posición neta consolidada (resultado de la integración de los antiguos techos de USD 5.000 millones en Rofex y USD 4.000 millones en MAE).** Hacia junio, el BCRA no habría incrementado sustancialmente su exposición, ya que el interés abierto se mantuvo en torno a los niveles de cierre de mayo (USD 4.480 millones), lo que sugiere que la intervención de mayo fue una acción puntual, orientada a contener expectativas sobre la evolución del tipo de cambio en el mediano plazo.

Posicion Reportada BCRA Dolar Futuro (Millones USD)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Interes Abierto Dolar Futuro en millones



Fuente: Elaboración propia en base A3 Mercados

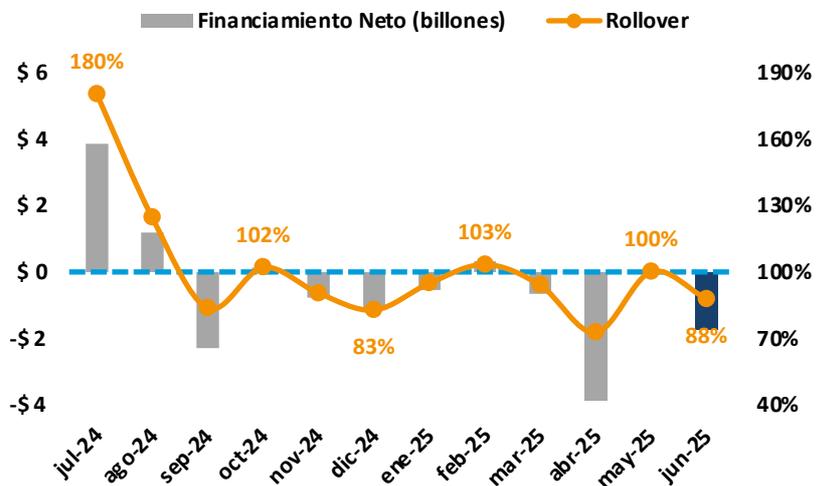
Renta Fija Pesos

El mes de junio en materia de licitaciones del Tesoro cerró con un rollover del 80%, **producto de una estrategia que combinó una primera colocación con sobreoferta y una segunda con menor nivel de renovación.** La tasa de corte promedio ponderada por valor efectivo adjudicado se ubicó en 2,68%, por encima del 2,55% registrado en mayo, reflejando una dinámica de mercado más exigente en términos de costo de financiamiento. En cuanto al perfil de vencimientos, **la vida promedio de la deuda colocada se redujo 30 días respecto al mes previo, finalizando junio en 68 días**, lo que indica una menor voluntad por parte de los inversores de extender duration.

En la primera licitación del mes (13/06), el Tesoro adjudicó \$6,37 billones tras recibir ofertas por \$7,99 billones, frente a vencimientos por \$3,78 billones, lo que resultó en un rollover total de 168% (o 152% considerando sólo la deuda en pesos). **La demanda se concentró mayormente en LECAPs, abarcando el 75% de lo ofertado por el mercado**, así como en el BONTE 2030, que alcanzó su tope de emisión en USD 500 millones, dejando sin adjudicar ofertas por USD 600 millones. Dentro de la licitación, **el BONTE se colocó con un spread de 70 pb sobre el mercado secundario**, posiblemente con el objetivo de mantener el interés de cara a futuras colocaciones, aunque con impacto en la performance de dicho instrumento en el mercado secundario.

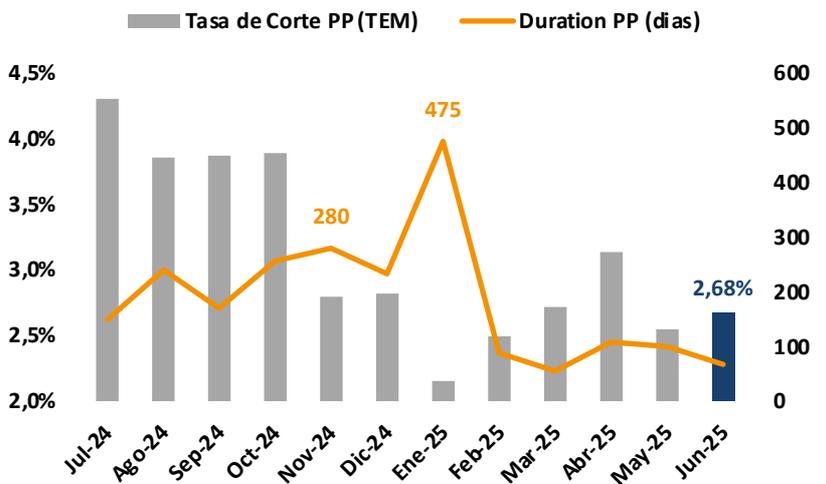
En la segunda licitación (25/06), el Tesoro colocó \$6,14 billones frente a vencimientos por \$10,43 billones, alcanzando un rollover del 58,9% y un financiamiento neto negativo de \$4,29 billones, lo que implicó una inyección de liquidez neta en el sistema. **La demanda estuvo fuertemente concentrada en las LECAPs más cortas y se redujo de forma significativa a partir de la S28N5 (noviembre 2025).** Los tres BONCAPs representaron apenas el 3% del monto total adjudicado, reflejando la baja disposición del mercado a extender duration. El Tesoro convalidó un premio de aproximadamente 30 pb en la LECAP S15G5 y en los BONCAPs más largos, lo que generó que el mercado en la rueda post licitación reaccionara con un fuerte nivel de oferta en la curva de tasa fija, llegando a registrar caídas de aproximadamente el 1% en el tramo largo.

Financiamiento Neto y Rollover Licitaciones Tesoro



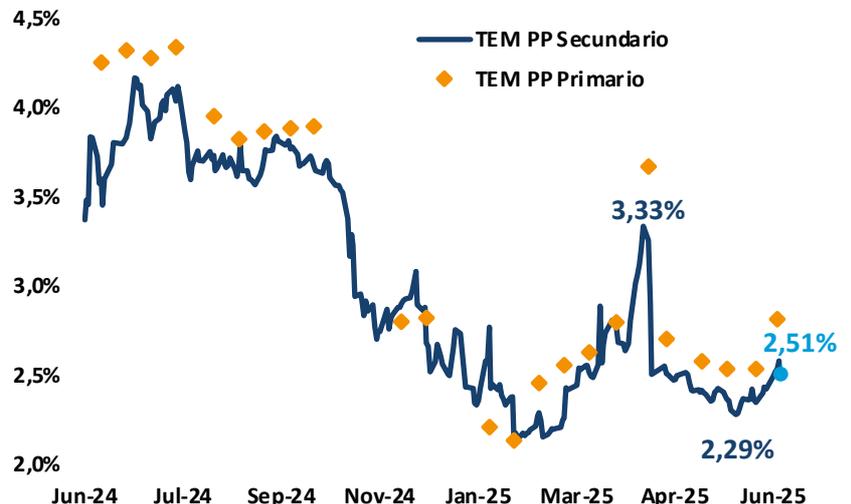
Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

Tasa y Plazo ponderado por VE.Adj



Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

Evolucion TEM LECAPs & BONCAPs



Fuente: Elaboración propia en base a BYMADATA

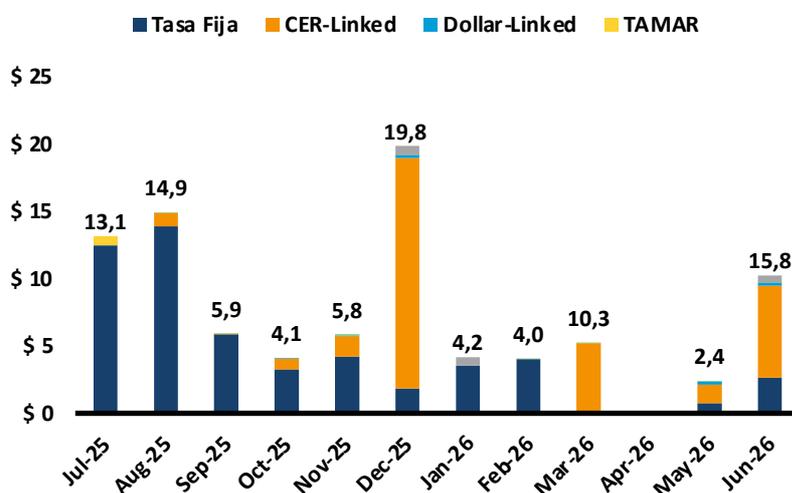
Renta Fija Pesos

De cara a julio, el Tesoro deberá enfrentar vencimientos por ARS 13 billones, en un contexto de recomposición de liquidez tras una expansión neta de ARS 4,3 billones en la última licitación de junio, y con una estructura de vencimientos fuertemente concentrada a fin de mes. En particular, **la licitación del 7 de julio presenta compromisos por apenas ARS 2,9 billones, mientras que el 29 de julio se buscará renovar vencimientos por ARS 10,2 billones**, lo que plantea un desafío relevante, especialmente considerando que en agosto vencen otros ARS 14,9 billones, sin contar lo que se refinancia a un mes en julio. En este marco, el perfil de vencimientos del Tesoro se vuelve cada vez más exigente. **Si se mantiene la dinámica actual del mercado, en la que la demanda se concentra en los títulos más cortos, se continúa trasladando los vencimientos de un mes al siguiente, generando un efecto de bola de nieve sobre el calendario de pagos.** El Tesoro posiblemente busque evitar esta situación, teniendo en cuenta que no sería conveniente encarar fechas electorales con vencimientos abultados por afrontar.

Durante junio, el Tesoro no incluyó en ninguno de los menús de licitación instrumentos ajustados por CER, algo que no ocurría desde la licitación del 29/05, en la cual únicamente se ofrecieron tres LECAPs (S12L4, S14J4 y S16G4). Como resultado, **el 100% de lo adjudicado en el mes correspondió a instrumentos a tasa fija, lo que refuerza el cambio en la composición del perfil de vencimientos**, con una creciente participación de deuda a tasa fija y una menor presencia de instrumentos indexados.

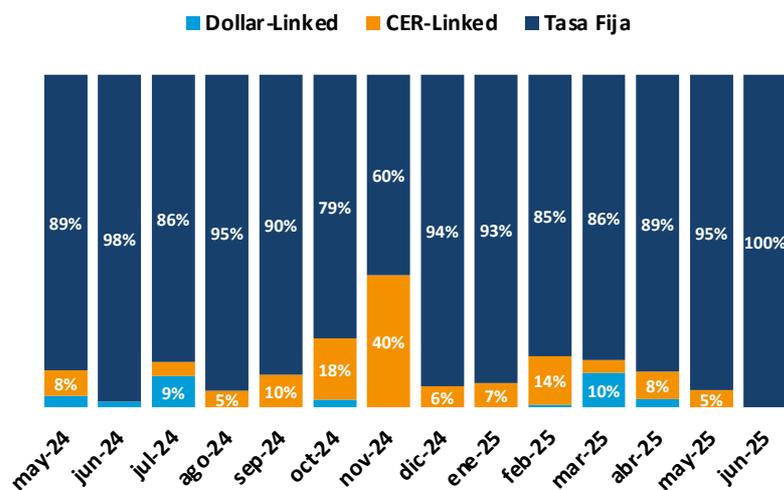
En lo que respecta a los instrumentos emitidos, el Tesoro mantiene la estrategia iniciada en marzo de 2024, **orientada a avanzar en el proceso de desindexación de la deuda**, un componente clave para preservar la estabilidad macroeconómica y anclar expectativas. Si bien en las últimas licitaciones los “menús” ofrecidos presentaron opciones de títulos a tasa fija de mayor duration, el mercado no presentó apetito por los mismos y focalizó la demanda en títulos a tasa fija y de corta duration. Pese a esto, **el stock vigente continúa dominado por instrumentos con vencimientos más largos, en gran parte como resultado del canje efectuado a mediados de enero.** Actualmente, los títulos con una duration superior a 180 días representan más del 50% del total de LECAPs y BONCAPs en circulación.

Perfil Vencimientos Tesoro (Millones ARS)



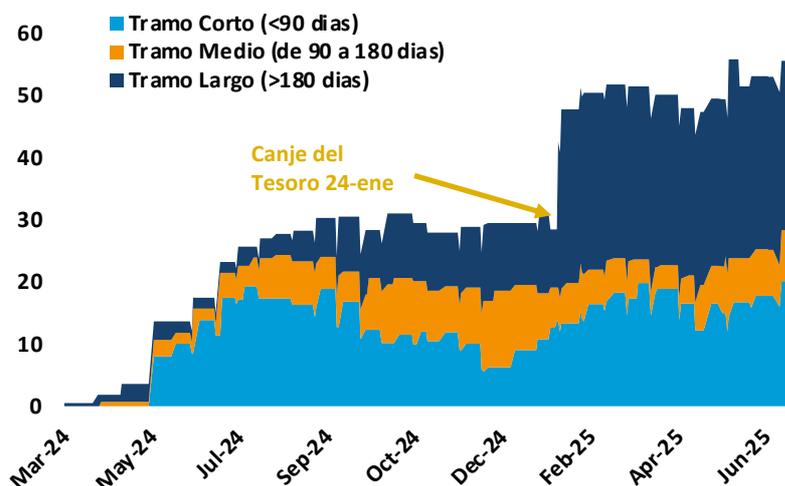
Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

Licitaciones: porcentaje emitido por tipo instrumento



Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

VNO Adjudicado en billones LECAPs & BONCAPs



Fuente: Elaboración propia en base a Mecon

Renta Fija Dólares

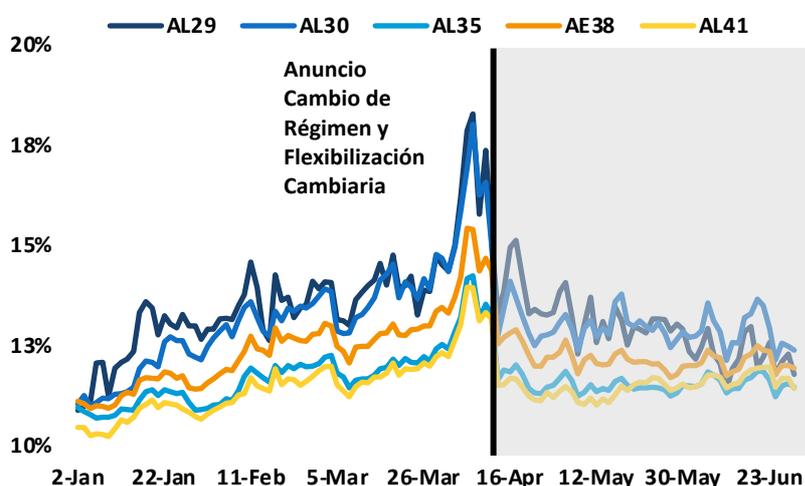
Observando el contexto mundial, se detectan distintos conflictos geopolíticos, lo cual a nuestro parecer podría hacer más atractivo a la deuda emergente de aquellos países excluidos de estos. Sin embargo, **los bonos soberanos en dólares locales no registraron mejoras significativas durante junio**. Tal como veníamos señalando en informes anteriores, parece que el mercado sigue asignando una prima de riesgo elevada a factores políticos y macroeconómicos. En particular, **las elecciones legislativas de medio término en octubre generan incertidumbre sobre la gobernabilidad futura**. Además, se suma la preocupación por la baja acumulación de reservas internacionales, lo cual configura un desafío relevante hacia fin de año.

De cara a julio, Argentina deberá afrontar pagos por USD 4.350 millones en concepto de renta y amortización, con vencimiento el 9 de julio. En este contexto, **un elemento a monitorear será el grado de reinversión de esos flujos por parte de los tenedores de bonos**. Si se repite el patrón observado en pagos anteriores, donde una porción significativa de los cupones fue reinvertida en títulos soberanos, **podría observarse un impulso de corto plazo sobre la curva de bonos en dólares**.

Otro evento relevante sucedido durante el mes, **fue la vuelta al mercado internacional de parte de la provincia de Córdoba al colocar un bono por USD 725 millones a una tasa del 9,75%**, recibiendo ofertas por más de USD 1.000 millones. El título, tiene vencimiento en 2032, se emitió bajo la ley de Nueva York y logró colocarse con un rendimiento de unos 165 bps por debajo de la curva soberana. Córdoba se convierte así en la primera provincia argentina en acceder al financiamiento externo desde 2017, en una operación que busca refinanciar vencimientos y financiar infraestructura.

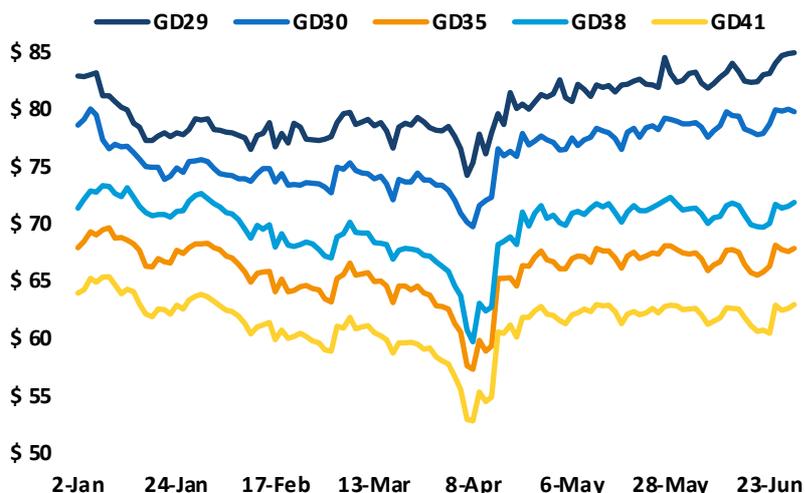
En junio, **los rendimientos de los bonos del Tesoro norteamericano cedieron levemente**, impulsados por datos de inflación moderados y señales de enfriamiento en el mercado laboral. La baja se concentró en los tramos cortos de la curva, mientras que los rendimientos largos mostraron mayor rigidez, reflejando la cautela del mercado ante un panorama fiscal exigente. Aunque **la FED mantuvo la tasa y proyectó recortes para 2025**, el alza en sus proyecciones de inflación y desempleo **elevó la prima exigida** en los tramos largos.

Evolucion TEA curva Soberana (Ley Nacional)



Fuente: Elaboración propia en base a BYMADATA

Evolucion Px Clean Globales



Fuente: Elaboración propia en base a BYMADATA

Evolucion Yield Treasuries



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg



Club de Finanzas UADE

Nazareno Taus

Club Liaison

ntaus@uade.edu.ar

Martin de la Fuente

Head of Research

martdelafuente@uade.edu.ar

Rocco Abalsamo

Head of Strategy

rabalsamo@uade.edu.ar

Bautista Blaiotta

Research Analyst

bblaiotta@uade.edu.ar

Federico Martin Alive

Research Analyst

flive@uade.edu.ar

Ricardo Contreras Páez

Research Analyst

rcontreraspaez@uade.edu.ar

Tomás D'Acciavo

Research Analyst

tdacciavo@uade.edu.ar

Nicolás Pisi

Research Analyst

npisi@uade.edu.ar

Marcos Martínez

Research Analyst

marcosmartinez@uade.edu.ar

Bryan Bustamante

Research Analyst

bbustamantegonzalez@uade.edu.ar

Nehuen Oscar Fernández

Research Analyst

nefernandez@uade.edu.ar