

30 de junio de 2025

Perspectivas de la semana

ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

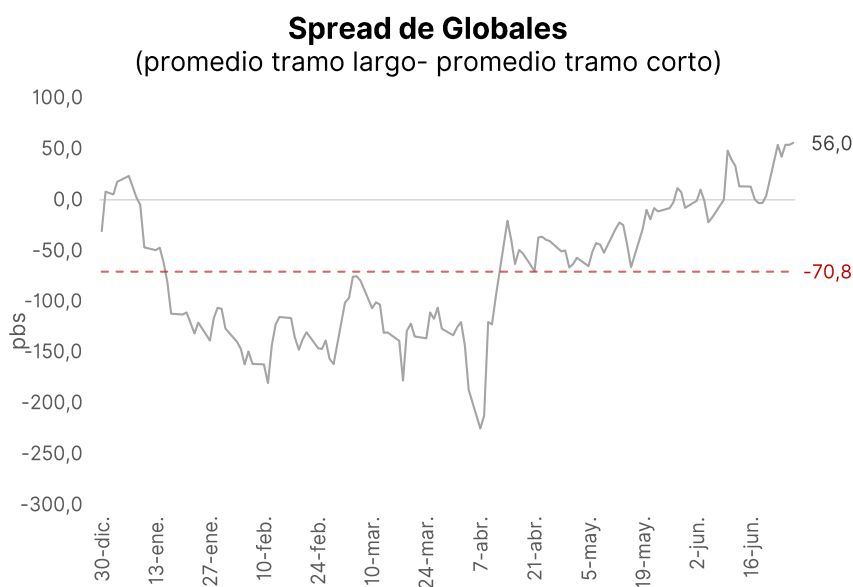
Renta fija: la deuda argentina en dólares y en pesos a contramano

Los Globales dejaron atrás la debilidad mostrada en el último tiempo y registraron subas de entre 2,4% y 3,3% la semana pasada. Esta vez, el contexto externo acompañó: la semana fue favorable para los mercados emergentes y frontera. En el plano local, la atención estuvo centrada en el sólido regreso de la provincia de Córdoba a los mercados internacionales, con una exitosa emisión de deuda global por US\$725 millones a una tasa del 9,75%. Más allá del impulso externo, este hito pudo haber contribuido a mejorar el ánimo del mercado respecto a la deuda soberana argentina.

De esta manera, con los conflictos entre Israel e Irán disipados, nuestra canasta de bonos emergentes avanzó en promedio 0,6% en la semana. Por su parte, los bonos distressed hicieron lo propio redoblando la apuesta e incrementaron 1,5% en el mismo periodo. Así las cosas, con todavía una rueda por delante, la deuda soberana en dólares argentina exhibe avances de entre 1% y 2,2% en junio.

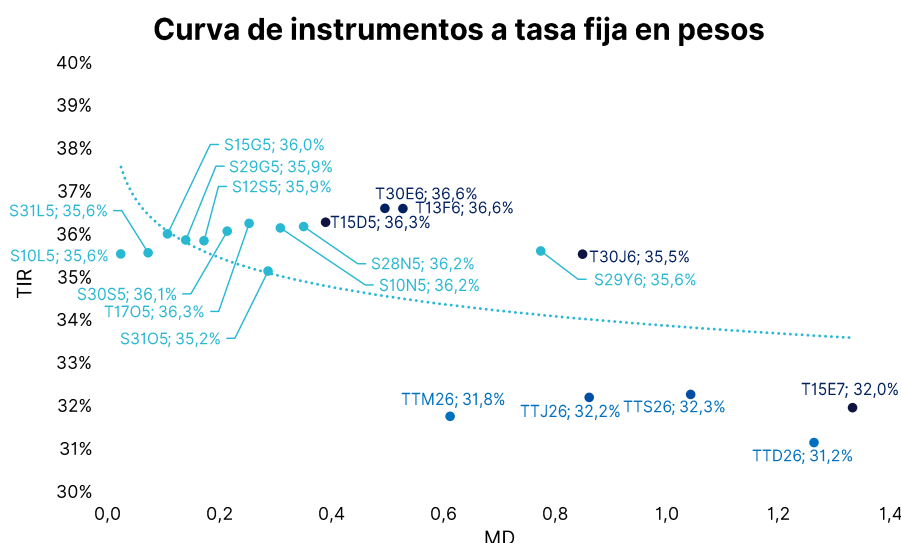
Por otro lado, el universo de pesos dio de qué hablar la semana pasada. El segmento recibió un duro golpe con caídas generalizadas en todas las curvas. Los instrumentos ajustados por CER descendieron entre 0,4% y 2% ubicando sus TIRs en la zona de CER +10/13%. Por su parte, los instrumentos a tasa fija del tramo medio-largo cayeron entre 0,4% y 3% en la semana. Así, las TEMs de las LECAPs finalizaron en el rango de 2,57%/2,6% TEM y las BONCAPs en 2,57%/2,63% TEM. Cabe señalar que la peor parte se las llevaron las BONTAM. Estas cayeron entre 1,2% y 3% y sus TEMs ascendieron a la zona de 2,29%/2,32%.

Clave: luego de un mes marcado por una elevada volatilidad, hoy al final del día conoceremos efectivamente cómo cierran los Globales en junio. En las primeras horas de la mañana, la deuda soberana argentina en dólares muestra avances de entre 0,2% y 0,3%, en línea con un buen desempeño de los bonos emergentes y de frontera. A diferencia de lo ocurrido en meses anteriores, el tramo más corto de la curva se perfila como el ganador del mes: el GD29 y el GD30 lideran las subas con retornos de 2,2% y 2%, respectivamente. En esta línea, al analizar la evolución de nuestro *spread*, que compara el promedio de rendimientos del tramo largo con el del tramo corto de la curva, podemos inferir que los bonos de mayor duración siguen representando una oportunidad atractiva, ya que siguen ofreciendo las tasas más elevadas en términos relativos.



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Por otro lado, estaremos atentos a la dinámica de la deuda en pesos. ¿Qué podemos decir al respecto luego de la debilidad observada la última semana? Creemos que el movimiento estuvo impulsado principalmente por una creciente demanda de liquidez. En esta línea, la estacionalidad por el pago de aguinaldo, los rescates de la industria de fondos comunes y el bajo *roll over* del tesoro apuntan a la falta de pesos en la economía. De esta forma, si la dinámica es transitoria, y tenemos en cuenta la eliminación de las LEFIs (a partir del 10 de julio) y el aumento de encajes de las cuentas remuneradas, las tasas de corto plazo deberían tender a la baja en las próximas jornadas. Así, con la performance del viernes, se empezó a observar un aplanamiento de la curva. Esto sugiere que los rendimientos del tramo medio/largo de la curva a tasa fija podrían comprimir en el corto plazo. En este contexto, vemos con buenos ojos los BONCAPs T30E6 (36% de TIR) y T13F6 (36,6% de TIR).

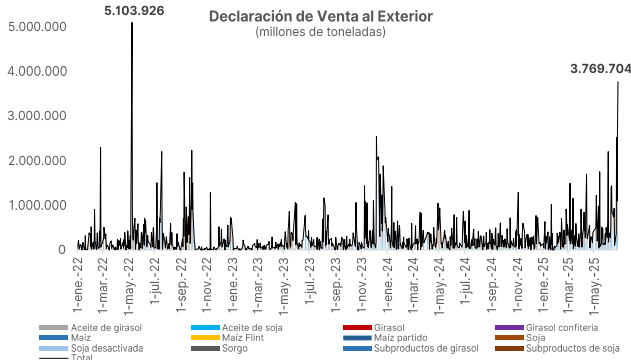


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

La fuerte oferta de dólares del agro contendría el FX en el cortísimo plazo

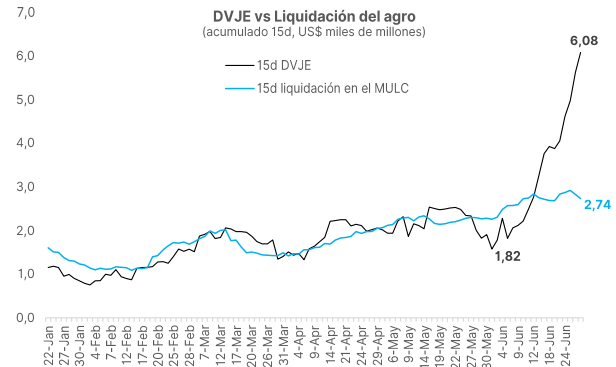
Hoy se despide junio y, con él, las retenciones reducidas para la soja, el maíz, el girasol, el sorgo y sus derivados. Anticipándose al cambio, el agro protagonizó en la última semana un fenómeno que no se veía desde hace, al menos, ocho años: un aluvión de declaraciones juradas de ventas al exterior (DJVE). Desde el martes, se registraron 10,10 millones de toneladas, cifra que contrasta de forma contundente con las 2,16 millones de toneladas anotadas en las cuatro ruedas previas. En particular, el viernes marcó un récord con 3,77 millones de toneladas registradas en un solo día, el mayor registro desde el 9 de mayo de 2022 (5,10 millones de toneladas). En términos monetarios, las DJVE acumuladas en las últimas quince sesiones equivalen a un estimado de US\$6.083 millones, tomando como referencia los precios de la Bolsa de Chicago. Esta cifra se ubica muy por encima de la liquidación efectiva del sector en el mismo período, que totalizó US\$2.737 millones. Más llamativo aún es el desbalance de los últimos cuatro días: mientras las DJVE alcanzaron un *proxy* de liquidación de US\$3.040 millones, la liquidación efectiva en el MULC fue de US\$717 millones.

DJVE récord desde mayo de 2022 en el anteúltimo día de retenciones más bajas



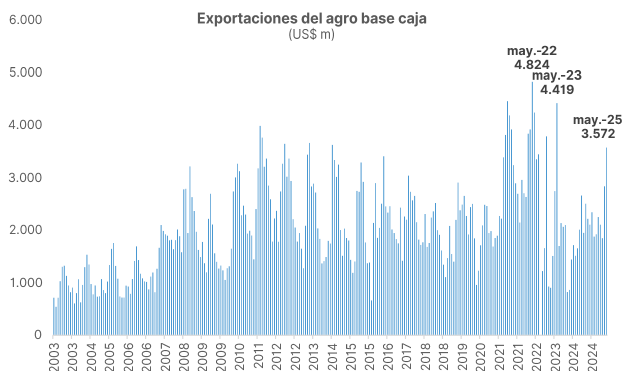
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Se amplió el gap entre el proxy de liquidación de las DJVE y lo liquidado



En relación al mismo tópico pero del mes anterior, con la publicación del “Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario” del BCRA quedó en evidencia que la liquidación de divisas del agro en mayo fue mayor a la informada por CIARA. Esto no es inusual, ya que la cámara nuclea a los principales exportadores, pero no representa la totalidad del sector. En detalle, el agro liquidó US\$3.572 millones, superando con holgura los US\$3.045 millones reportados por la cámara, lo que se traduce en una acumulación de deuda comercial ya que las exportaciones FOB totalizaron en US\$2.997 millones. Cabe destacar que los US\$3.572 millones representaron la mayor liquidación mensual desde mayo de 2023, con precios internacionales 17% más altos y uno de los programas de incremento exportador del gobierno anterior en vigencia. A su vez, el cobro de exportaciones mostró un salto significativo, al aumentar US\$1.709 millones respecto de abril. Al mismo tiempo, los instrumentos de financiamiento (prefinanciación, anticipos y crédito local) representaron el 43% del total liquidado. Todo indica que esta dinámica (cobros de exportaciones mayores a exportaciones FOB) no solo se habría mantenido en junio, sino que podría profundizarse en julio, tal como sugieren las recientes DJVE. Esto implica que, una vez superado el efecto de las retenciones reducidas, podríamos observar un descalce creciente entre exportaciones físicas y cobros efectivos.

La mayor liquidación mensual del agro desde mayo de 2023



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Los instrumentos de financiamiento representaron el 43% del total liquidado



Clave: la gran pregunta bajo este nuevo régimen cambiario es ¿a qué nivel convergerá el tipo de cambio? En el corto plazo -al menos hasta mediados de julio- todo indica que el FX permanecería contenido o con presión a la baja gracias a los flujos de divisas del agro ya comprometidos mediante DJVE. Sin embargo, hacia adelante podrían aparecer presiones alcistas. Por un lado, el turismo al exterior alcanzará un pico estacional en julio y agosto, en

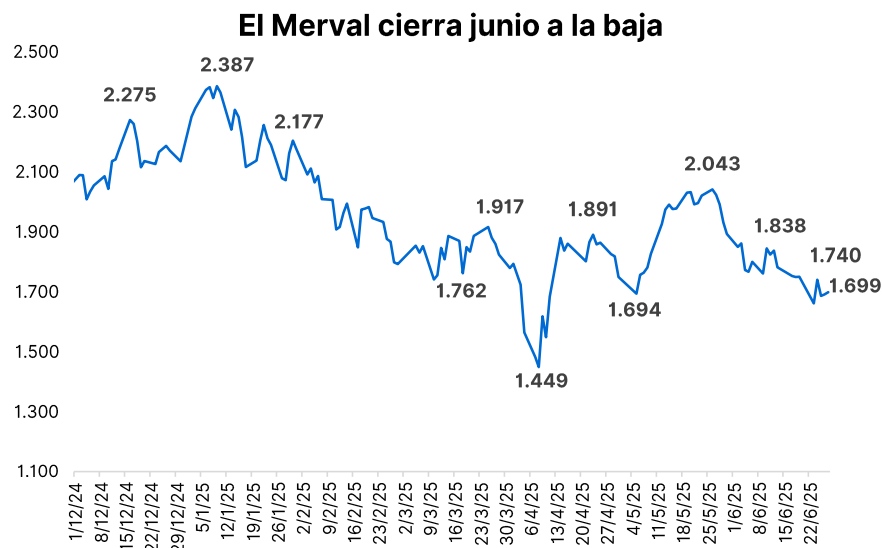
coincidencia con las vacaciones de invierno. Solo en mayo, esta cuenta registró una salida neta de US\$889 millones, cifras comparables con los niveles de 2017 y 2018, en dólares corrientes. Además, la formación de activos externos (FAE) por parte de personas humanas - que típicamente se incrementa en contextos preelectorales- podría aumentar desde el lado de la demanda. En mayo, el primer mes completo sin restricciones para minoristas, la FAE en billetes fue de US\$1.954 millones, de la cual estimamos que US\$1.178 millones fueron para atesoramiento "puro" y los restantes US\$776 millones para afrontar pagos de turismo y tarjeta de crédito al exterior. Parte de esta FAE de billetes podría incluir arbitraje de oficial a MEP (no puede estimarse en base a datos mensuales). Por último, la estacionalidad adversa de las importaciones, que suelen alcanzar su pico entre julio y agosto, también podría sumar presión sobre el mercado cambiario. Con presión a la baja en el cortísimo plazo y al alza en el corto, el interrogante pasa a ser donde quedará el nivel del FX y cual será la actitud del BCRA, quien si bien no vende en el *spot* puede comprar "bloques grandes" como ya lo hizo (¿el agro en julio puede ser considerado uno de estos bloques?), a la vez que puede restringir la cantidad de dinero, manteniendo presión sobre las tasas y desincentivando la dolarización.

El Merval cierra junio a la baja

El mes comenzó bajista luego de haber superado los US\$2.000 hacia finales de mayo. De esta manera, y a tan solo una rueda de cerrar junio, acumula una caída del 10,3%. El viernes, apenas compensó parte de las pérdidas con una leve suba del 0,4%, que lo dejó en US\$1.699. En el exterior, los principales índices de renta variable también terminaron al alza, con subas del 1,0% para el Dow Jones, 0,5% el S&P 500 y 0,4% para el Nasdaq Composite.

En la bolsa de Buenos Aires, los papeles que cotizan en el panel líder del Merval terminaron mayormente al alza. El podio ganador estuvo integrado por EDN (+3,7%), ALUA (+2,3%) y LOMA (+1,3%), mientras que, del otro lado SUPV (-0,9%), BBAR (-0,9%) y VALO (-0,8%) encabezaron las bajas de la rueda. En Wall Street, los ADRs argentinos mostraron variaciones similares también con EDN (+3,0%) al frente de los verdes, pero con TEO (+1,8%) y CAAP (+1,1%) completando el podio. En la esquina contraria, BIOX (-5,3%) sufrió las mayores pérdidas, seguida por VIST (-1,5%) y SUPV (-0,8%).

A pesar del pobre desempeño mensual en el agregado del Merval, la última semana no fue tan negativa para los ADRs argentinos. Las mayores bajas estuvieron en VIST (-5,6%) e YPF (-3,9%), posiblemente afectadas por el retroceso en el precio del petróleo, luego de cierta distensión en el conflicto en Medio Oriente. Del otro lado, entre los que mejor performance tuvieron se destacaron MELI (+6,5%) y GLOB (+4,0%), seguidas por CAAP (+2,8%).



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Entre las noticias más relevantes del mundo corporativo local, destacamos el ingreso del Tecpetrol al proyecto Vaca Muerta Sur (VMOS). Tal como mencionamos algunos días atrás, Tecpetrol tiene una ambiciosa meta de producción de 120 kbbl/d en Los Toldos II Este y necesitaría asegurarse la capacidad de evacuación de estos volúmenes, especialmente tras la caída del Duplicar X. De esta manera, la participación de la petrolera del Grupo Techint será del 8,1633% y se aseguró, mediante un contrato de transporte en firme, una capacidad para transporte, almacenaje y despacho de 40 kbbl/d.

Por su parte, seguimos viendo actividad en el mercado primario de deuda corporativa. Esta semana, Cresud saldrá a buscar US\$15 millones con una nueva ON Clase XLVIII a 36 meses. Esta nueva ON tendrá una estructura *bullet* y licitará el próximo 3 de julio. Cabe destacar que se trata de un crédito con calificación AAA, por lo que no debería verse golpeado por la turbulencia que atraviesa el mercado de ONs. Un poco más agresiva parece la propuesta de Havanna (HAVA), que sale por primera vez al mercado de deuda primario a buscar US\$10 millones, ampliable hasta US\$20 millones, con vencimiento a los 36 meses desde la fecha de emisión y amortización al vencimiento. En este caso, la compañía cuenta con una calificación A+ de FIX y también licita el próximo 3 de julio.

Clave: el Merval se encamina a cerrar un nuevo mes para el olvido. A días de cumplir 6 meses desde el último máximo, los papeles argentinos no han encontrado *drivers* que los lleven, al menos, a niveles de enero. De hecho, uno de los grandes catalizadores, como podría haber sido la liberación de parte de las restricciones en el mercado cambiario, contribuyó a recuperar parte de lo perdido en los días del *risk-off* global. No obstante, la segunda mitad del año puede ser diferente. Una confirmación del oficialismo en las urnas puede ser uno de los *drivers* de este semestre que comienza. A un nivel más micro, la finalización de las obras que permiten una mayor capacidad de evacuación comenzarán a verse reflejados en el balance de las petroleras que tienen peso en el Merval, lo que podría apuntalar al índice.

Por último, en la semana seguiremos de cerca el mercado de renta fija corporativo. La turbulencia por las que están atravesando los créditos menos reconocidos dejó mayor margen a las compañías con mayor renombre en el mercado. Por este motivo, comenzamos a ver licitaciones de Cresud, Telecom o Compañía Mega, la mayor procesadora de gas natural de Argentina, que cuenta con accionistas de renombre como YPF, Petrobras y Dow, que licita el

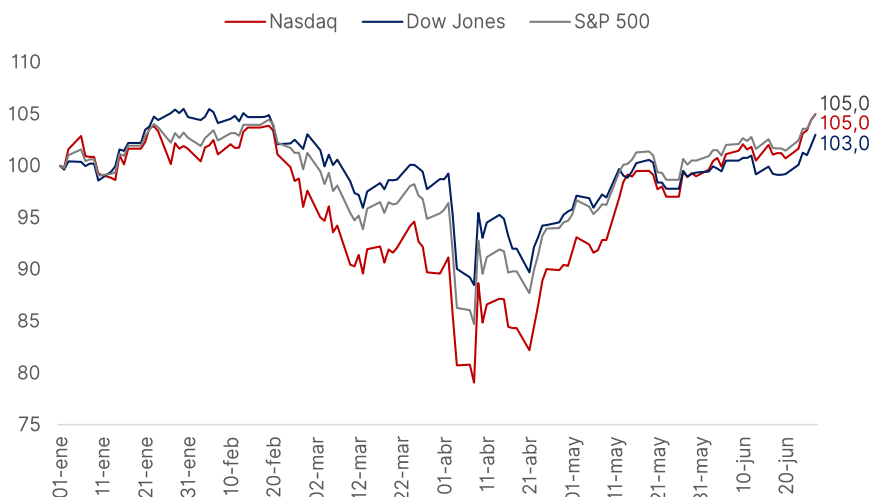
próximo miércoles 2 de julio. Desde PPI seremos colocadores de esta última licitación y podrás cargar tus ordenes por plataforma hasta el 2 de julio a las 14 hs.

Gran semana para Wall Street

El mercado se aferra a las buenas noticias y hace la vista gorda a las malas. Así, el foco de la semana pasada estuvo puesto casi por completo en la paz entre Irán e Israel y la firma del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China. De esta manera, el mercado no le prestó demasiada atención a los datos débiles de actividad estadounidense, a la revisión del PBI del 1T25, los reclamos semanales por desempleo y la caída de ingresos y gastos en mayo. Y sí, la inflación sigue manteniéndose baja, quizás explicada por un menor nivel de actividad.

Bajo este marco, los principales índices estadounidenses cerraron una gran semana. El Nasdaq, el Dow Jones y el S&P 500 subieron 4,3%, 3,8% y 3,4%, respectivamente. En lo que respecta a la renta fija, los *Treasuries* comprimieron a lo largo de la curva. La tasa a 2 años bajó 16 pbs hasta 3,75%, mientras la tasa a 10 años hizo lo propio en 10 pbs hasta 4,28%. Como era de esperar, los precios del petróleo devolvieron las subas de las últimas semanas tras el acuerdo entre Irán e Israel. El barril de crudo WTI cayó 12,6%, hasta los US\$65,5, y el Brent retrocedió 12%, hasta los US\$67,8.

Evolución de los principales índices bursátiles



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Por otro lado, Canadá decidió dar marcha atrás con el impuesto digital del 3% que había impuesto sobre grandes tecnológicas como Meta y Alphabet, una medida que había generado fuertes tensiones con EE.UU. y que llevó a Trump a amenazar con romper las negociaciones comerciales. Para descomprimir, el gobierno canadiense optó por suspender el tributo y así retomar el diálogo. En paralelo, Trump sigue subiendo la presión sobre otros socios: ahora baraja la posibilidad de implementar aranceles del 25% sobre autos japoneses.

Clave: el proyecto de recortes impositivos por US\$4,5 billones de Trump será votado hoy en el Senado. Según una nueva estimación de la Oficina Presupuestaria del Congreso, de carácter no partidario, la iniciativa sumaría casi US\$3,3 billones al déficit de EE.UU. en la próxima década. En paralelo, el mercado seguirá atento a los datos económicos de esta semana, que permitirán tener un panorama más claro sobre la situación laboral. Por otro lado, el viernes se publica el *job report* de junio, para el cual se espera que la tasa de desempleo suba de 4,2% a 4,3%, y que la creación de empleo (nóminas no agrícolas) se desacelere de 139 mil a 113 mil.

Ese mismo día también se conocerán la revisión final de los PMIs de junio y el ISM de servicios del mismo mes. Como es habitual en las semanas de reporte de empleo, en los días previos se publican otros indicadores laborales: mañana, los JOLTS, y el miércoles, el informe de ADP.

Lo que pasó

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
23-jun	AR	Llamado de Licitación	Jun	-	-	-
	US	PMI de Fabricación	Jun	52,0		52,0
	UE	PMI de Fabricación	Jun	49,4		49,4
24-jun	US	Confianza del Consumidor	Jun	93,0		98,4
25-jun	AR	Licitación del Tesoro	Jun	-	-	-
	BR	Balanza de Cuenta Corriente	May	-\$2930m		-\$1865m
26-jun	AR	Índice de Salarios	Abr	3,4%		3,0%
	AR	Expectativas de Inflación UTDT	Jun	38,8%		38,8%
	US	PBI Trimestral Anualizado	1T	-0,5%	-0,2%	-0,2%
	US	Subsidios Iniciales por Desempleo	Jun	236K	245K	246K
	US	Reclamos Continuos	Jun	1974K	1945K	1937K
	US	PCE Anual Núcleo	May	2,7%	2,6%	2,6%
27-jun	AR	Informe de Evolución del Mercados de Cambios	May	-	-	-
	US	PCE Mensual	May	0,1%	0,1%	0,1%
	US	PCE Mensual Núcleo	May	0,2%	0,1%	0,1%
	US	PCE Anual	May	2,3%	2,3%	2,1%
	US	PCE Anual Núcleo	May	2,7%	2,6%	2,6%

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

Lo que vendrá

	PAÍS	INDICADOR	PERÍODO	REAL	ESTIMADO	PREVIO
30-jun	AR	Liquidación de Licitación	Jun	-	-	-
	AR	Estimador Mensual de Actividad Económica	Abr			0,2%
	AR	Índice de Confianza en el Gobierno (UTDT)	Jun			5,0%
1-jul	AR	Recaudación Impositiva	Jun			\$15,86bn
	US	PMI de Fabricación	Jun			52,0
	US	ISM Manufacturero	Jun			48,5
	US	Empleos Disponibles JOLTS	May			7391K
	UE	IPC Mensual	Jun		0,3%	0,0%
2-jul	US	Cambio de Empleo ADP	Jun		90K	37K
	BR	Producción Industrial Mensual	May		-0,6%	0,1%
3-jul	AR	Llamado a Licitación	AR	-	-	-
	US	Balanza Comercial	May		-\$70,8B	-\$61,6B
	US	Cambio en Nóminas No Agrícolas	Jun		110K	139K
	US	Tasa de Desempleo	Jun		4,3%	4,2%
	US	Peticiones Iniciales de Desempleo	Jun			236K
	US	Reclamos Continuos	Jun			1974K
	US	Órdenes de Bienes Durables	May			16,4%
4-jul	AR	Relevamiento de Expectativas de Mercado	Jun	-	-	-

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a Bloomberg

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psibaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini

Strategy Team Leader
pmorini@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meider@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

www.portfoliopersonal.com

✉ consultas@portfoliopersonal.com

☎ 0800 345 7599

El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV.