



Mensual Junio 2025

Informe de Research por



**ECO VALORES S.A.**

25 de mayo 195 piso 6  
CABA  
[www.ecovalores.com.ar](http://www.ecovalores.com.ar)

**UNTERFIN S.R.L**

Av. Alicia Moreau de Justo 1720  
CABA  
[www.unterfin.com](http://www.unterfin.com)

## Entre Desinflar y Crecer

**ARGENTINA:** El mes de junio dejó señales mixtas en el frente económico. A nivel local, la desaceleración inflacionaria continúa consolidándose: en mayo, el IPC marcó un 1,50% mensual, el registro más bajo desde 2017. Esta baja se explicó en gran medida por la caída de los precios estacionales, particularmente frutas y verduras. Sin embargo, el freno de la inflación convive con una moderación en el nivel de actividad: el rebote de abril no logró compensar la caída de marzo, y si bien el PBI creció 5,80% interanual en el primer trimestre, el avance trimestral fue de apenas 0,80%. El empleo formal y los ingresos reales aún no muestran mejoras sostenidas, lo que limita la recuperación del consumo.

En materia financiera, el mercado estuvo marcado por la volatilidad de tasas. La absorción de pesos en la primera parte del mes contrastó con una menor renovación en la última licitación de junio, lo que implicó una expansión neta de liquidez. Las LECAPs se consolidan como opción de corto plazo, mientras que los bonos CER ganan atractivo como cobertura ante posibles episodios de volatilidad cambiaria en la segunda mitad del año. La curva de futuros volvió a tensionarse, con tasas implícitas que rondan el 30%, y se confirmó que el BCRA intervino con más de USD 1.500 millones en mayo.

En el frente externo, se destacó el regreso de Córdoba a los mercados internacionales con una emisión de USD 750 millones al 9,50%. En el plano corporativo, Telecom, Banco Macro y el consorcio VMOS concretaron colocaciones significativas. A su vez, el Tesoro Nacional adquirió más de USD 200 millones durante junio a través de “block trades”, en un contexto donde ya se incumplió la primera meta de reservas con el FMI, aunque se espera la aprobación de un waiver.

Teniendo todo esto en cuenta, seguimos con una view constructiva para los bonos soberanos, en especial el tramo corto. Asimismo, creemos que estos niveles de dólar se pueden aprovechar para dolarizar parte de la cartera, de cara a lo que será una segunda mitad del año cargada de incertidumbre política y menor liquidación del agro. La primera definición será el 9 de julio, fecha límite para el cierre de listas electorales en PBA.

**INTERNACIONAL:** A nivel internacional, el mes estuvo atravesado por la escalada de tensión en Medio Oriente, luego de que Israel bombardeara instalaciones nucleares iraníes. La respuesta no se hizo esperar, pero fue contenida tras la intervención directa de Estados Unidos, que destruyó tres centros clave del programa nuclear iraní. El conflicto fue acotado, pero dejó expuesta la fragilidad de la región y elevó el riesgo sobre las rutas energéticas globales, particularmente el Estrecho de Ormuz, por donde transita el 20 % del petróleo mundial. En este contexto, el crudo cerró el mes cerca de los USD 90 por barril, con alta volatilidad, mientras que el oro actuó como refugio durante la primera parte del mes, aunque recortó hacia el cierre.

En cuanto a la macro estadounidense, los datos siguen mostrando resiliencia: el mercado laboral sumó 149.000 nuevos empleos, y la inflación interanual sorprendió a la baja ubicándose en 2,40%. Estos datos fortalecen la expectativa de una baja de tasas por parte de la Fed antes de fin de año, aunque el efecto de las tarifas aún está por verse razón por la cual los analistas solo pricean 1 recorte de tasa. Los mercados financieros reaccionaron en consecuencia: tanto el S&P 500 como el Nasdaq 100 volvieron a alcanzar máximos históricos, apuntalados por buenos balances corporativos y un renovado apetito por riesgo. La renta fija por su parte también lleva un rendimiento positivo en lo que va del año, con los spreads corporativos volviendo a los niveles pre Liberation Day.

## Priorizar la Desinflación

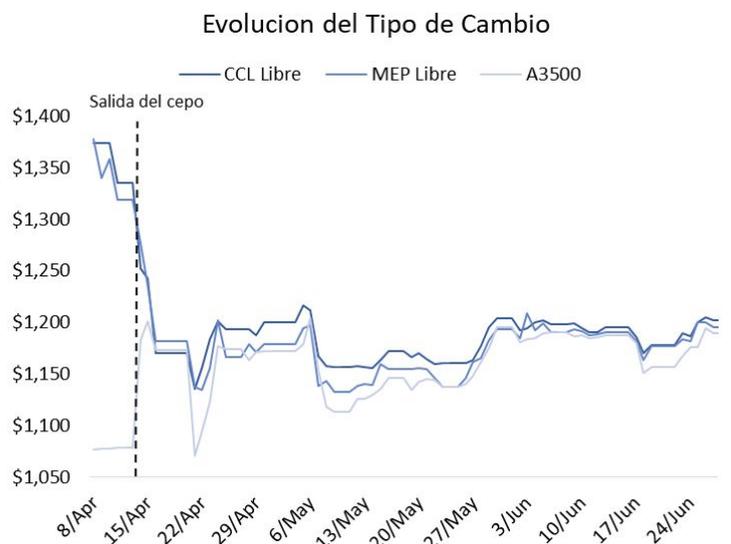
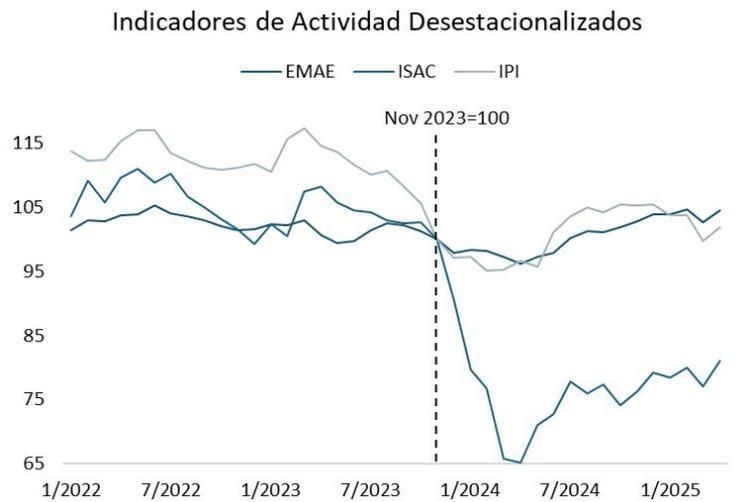
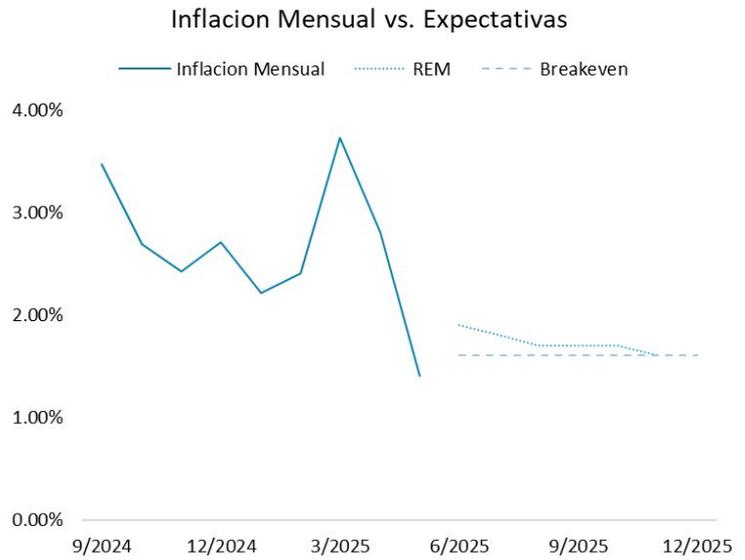
La economía argentina está atravesando una etapa de transición, en la que el Gobierno sigue poniendo el foco en consolidar la baja de la inflación, aunque se empieza a notar una desaceleración sobre el nivel de actividad. El esquema actual, basado en una política monetaria contractiva y un tipo de cambio relativamente estable, ayudó a calmar expectativas y a ordenar la macro, pero difícilmente permita, en el corto plazo, continuar creciendo a tasas chinas.

Durante mayo, la inflación volvió a ceder y alcanzó su nivel más bajo desde noviembre de 2017. El índice se ubicó en 1,50% mensual, por debajo del 1,90% que proyectaban muchos analistas, y acumuló un 32% en los últimos 12 meses. La caída respecto de abril estuvo impulsada por los bienes estacionales, que registraron una baja del 2,70% mensual, explicada principalmente por la caída en los precios de frutas y verduras. De cara a junio, las estimaciones de alta frecuencia indican que la inflación se estaría moviendo en un rango de entre 1,70% y 1,80%.

Sin embargo, algunos indicadores de la economía real comienzan a mostrar señales más desafiantes. Tal como anticipamos en el informe anterior, los datos de actividad desestacionalizados repuntaron en abril, pero no llegaron a recuperar completamente la caída de marzo. A su vez, el PBI del primer trimestre mostró un crecimiento interanual de 5,60%, pero apenas un 0,80% respecto del trimestre anterior. Si bien la economía mantiene un sendero de expansión, el crecimiento continúa siendo heterogéneo.

El empleo registrado tampoco muestra señales claras de recuperación. Por ahora, el repunte de la actividad no se traduce en una mayor creación de empleo formal. La informalidad sigue siendo elevada y los nuevos puestos tienden a ser de baja calidad. Al mismo tiempo, los ingresos reales, que habían mejorado en los primeros meses del año, volvieron a retroceder en marzo y abril. El ingreso disponible luego de cubrir los gastos fijos es cada vez más limitado, lo que termina afectando al consumo.

En síntesis, estamos atravesando un período de adaptación: dejamos atrás una economía “barata” para convertirnos en una “cara”, y ese reacondicionamiento llevará tiempo antes de que pueda consolidarse un proceso de crecimiento sostenido.



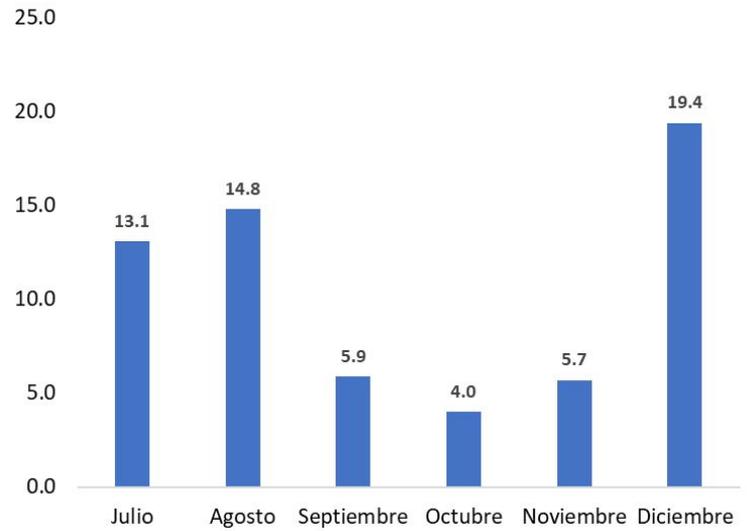
## Volatilidad de Tasas

La licitación del Tesoro a mediados de mes, en la que se absorbieron \$2 billones (con un rollover del 167%), junto con la colocación del BOPREAL Serie 4 por \$1 billón, se dieron en un contexto de mayor demanda de dinero por factores estacionales, lo que empujó al alza las tasas de interés. En contraste, en la última licitación de junio el Tesoro solo logró renovar el 65% de los vencimientos, lo que implicó una inyección neta de aproximadamente \$4 billones en la economía. La mayor parte de la colocación volvió a concentrarse en LECAPs a 30 y 60 días, con tasas por encima de las que se observaban en el mercado secundario. Esto provoca que se genere una acumulación de vencimiento en el corto plazo que se deba rolear mes a mes. Como resultado, el tramo corto de la curva se desplazó al alza en 30 puntos básicos durante el mes, mientras que el tramo largo se amplió en promedio 50 puntos básicos. Para aquellos que necesiten colocar liquidez para usar en el corto plazo, las lecaps a 2 meses se ven como una buena opción.

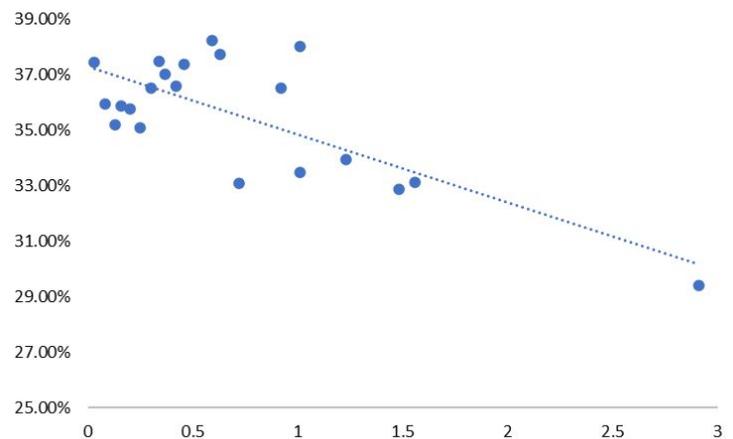
Este ajuste también impactó sobre la curva CER, donde el tramo corto cerró el mes con rendimientos reales cercanos al 14%. El movimiento estuvo influido, en parte, por el buen dato de inflación, aunque también porque se arbitraron contra la tasa fija. Los breakevens implícitos cerraron en un promedio de 1,60% mensual para lo que resta de 2025, lo cual creemos que es un poco desafiante. Por esto, vemos a los bonos CER como buena alternativa de cobertura, en especial en medio de elecciones legislativas y una segunda mitad del año con menor liquidación de exportaciones por parte del campo que podría traer mayor volatilidad al tipo de cambio.

Luego del anuncio de la eliminación de las LEFI, persiste la duda hacia donde irán esos pesos y que pasara con la liquidez. Es probable que una parte se quede en cash para cubrir los encajes diarios de los bancos, mientras que otra parte podría ir a las lecaps. Esto podría generar una absorción de pesos por parte del tesoro en el corto plazo, los cuales podría usar para recomprar deuda del BCRA o comprar dólares en el medio de la banda como ya lo hizo durante el mes. Lo que sí es seguro es que, al convertir la tasa en una variable endógena, es decir, no controlada por el gobierno sino seteado por el mercado, la volatilidad de las tasas será mayor en los próximos meses.

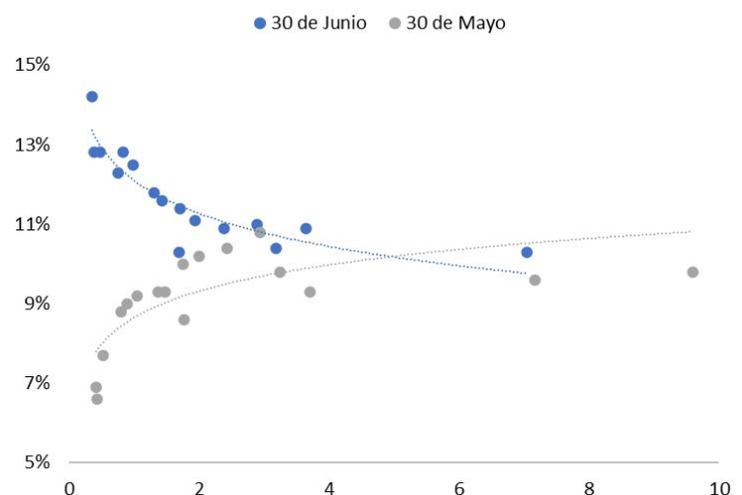
Perfil de Vencimientos del Tesoro (en billones)



Curva de Tasa Fija



Curva CER



## Cancelado el Piso de la Banda

**Tal como se preveía, se confirmó que el BCRA intervino en el mercado de futuros por más de USD 1.500 millones durante mayo.** En su momento, las operaciones se habían concentrado principalmente en la posición diciembre, lo que llevó a esos contratos a registrar tasas implícitas cercanas al 16%. No obstante, a lo largo del mes los futuros retomaron la tendencia alcista en línea con el resto de las tasas y finalizaron con tasas implícitas en torno al 30%. A la fecha, el carry trade con cobertura no parece tener mucho atractivo para el tramo 2025.

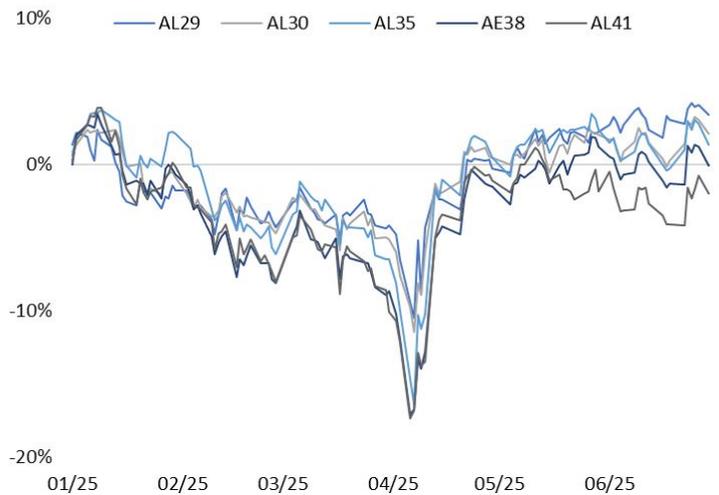
**Por otro lado, si bien el BCRA no realizó compras ni ventas de divisas en el mercado oficial, el Tesoro sí lo hizo.** El ministro Caputo reveló que en junio el Tesoro compró más de USD 200 millones, aunque el dato oficial aún no fue publicado. Si bien ya se incumplió la primera meta de acumulación de reservas acordada con el FMI, se espera que el organismo otorgue un waiver y habilite los próximos desembolsos. Valoramos positivamente el abandono del discurso que insinuaba que el dólar iría hacia el piso de la banda, ya que esto hubiese generado presiones adicionales sobre algunos sectores de la economía. En cambio, vemos con buenos ojos que se comience a acumular reservas de forma genuina y sin expandir la base monetaria.

**En este contexto, los bonos soberanos se mantuvieron prácticamente flat en el tramo corto y cayeron 0,80% en el tramo largo durante el mes.** Seguimos favoreciendo el tramo corto, con la expectativa de una normalización de la curva y una compresión de tasas. Luego de un arranque espectacular, el BONTE a 2030 se mantuvo sin demasiados cambios en el mes, cerrando un rendimiento del 29,40% a finish.

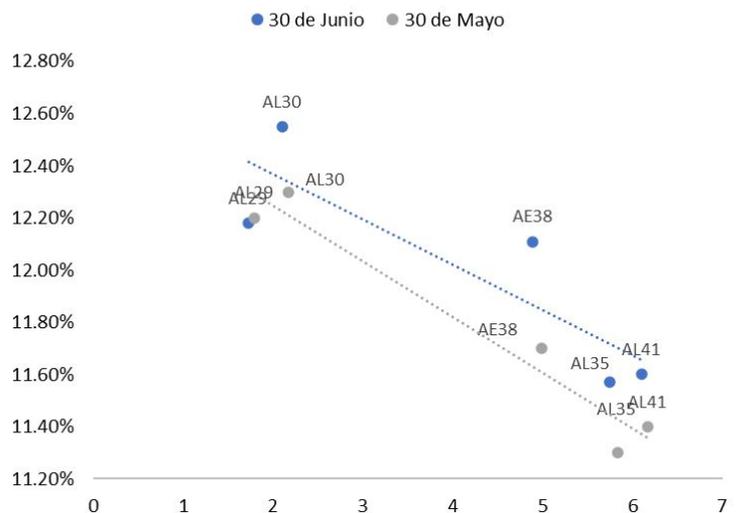
**Por otro lado, la provincia de Córdoba se convirtió en el primer emisor sub-soberano en regresar a los mercados internacionales,** con una colocación de USD 750 millones a una tasa cupón del 9,50%, habiendo recibido ofertas por más de USD 1.000 millones. La mayor parte de los fondos se destinarán a cancelar vencimientos próximos. Los corporativos también se continuaron financiando en el mercado de capital, a pesar de nuevos defaults como el de Aconcagua Energía. El consorcio de VMOS consiguió USD 1.700 millones, mientras que Telecom colocó USD 800 millones y Macro USD 400 millones.

Futuros de dólar Cierre de Mayo	Cotizacion	Devaluacion	TEA 30-Jun	TEA 30-May	Expansion
Spot A3500	\$ 1,194				
Jul - 2025	\$ 1,238	3.64%	52.29%	21.38%	30.91%
Ago - 2025	\$ 1,271	6.44%	45.26%	23.03%	22.23%
Sep - 2025	\$ 1,306	9.37%	44.22%	23.77%	20.45%
Oct - 2025	\$ 1,337	11.97%	41.91%	24.29%	17.62%
Nov - 2025	\$ 1,363	14.15%	39.49%	23.77%	15.72%
Dic - 2025	\$ 1,390	16.41%	37.87%	24.15%	13.72%
Ene - 2026	\$ 1,414	18.38%	36.07%	24.58%	11.49%
Feb - 2026	\$ 1,440	20.59%	35.72%	24.80%	10.92%
Mar - 2026	\$ 1,466	22.77%	34.93%	24.59%	10.34%

Rendimiento Acumulado de Bonos Soberanos en 2025



Curva de Soberanos



## Conflicto en Medio Oriente

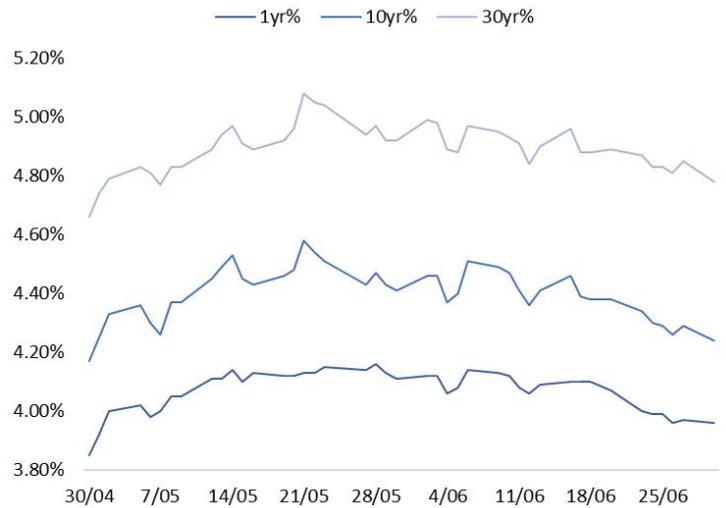
**En el plano internacional, el mes estuvo marcado por una renovada escalada del conflicto en Medio Oriente, esta vez entre Israel e Irán.** La tensión se intensificó tras una serie de bombardeos llevados a cabo por Israel sobre activos estratégicos iraníes, incluidos complejos militares y sitios vinculados al programa nuclear. La respuesta de Teherán no se hizo esperar, lo que elevó significativamente el riesgo geopolítico global y encendió alarmas en los mercados. Sin embargo, la intervención directa de Estados Unidos, que destruyó tres instalaciones nucleares clave en Irán, logró contener el conflicto en cuestión de días, neutralizando parcialmente las capacidades de enriquecimiento de uranio del régimen iraní y evitando una escalada regional de mayores proporciones. Aun así, la situación continúa generando incertidumbre sobre la estabilidad en la región y la seguridad de las rutas energéticas.

**En lo económico, los datos publicados en Estados Unidos muestran una economía que, si bien aún se mantiene firme, comienza a exhibir señales mixtas.** El mercado laboral volvió a sorprender con la creación de 149.000 puestos netos en el mes, al mismo tiempo que la inflación interanual se ubicó en 2,40%, por debajo de lo previsto. No obstante, persisten dudas sobre la fortaleza del crecimiento económico de cara al segundo semestre, en un contexto donde los aranceles continúan en niveles elevados.

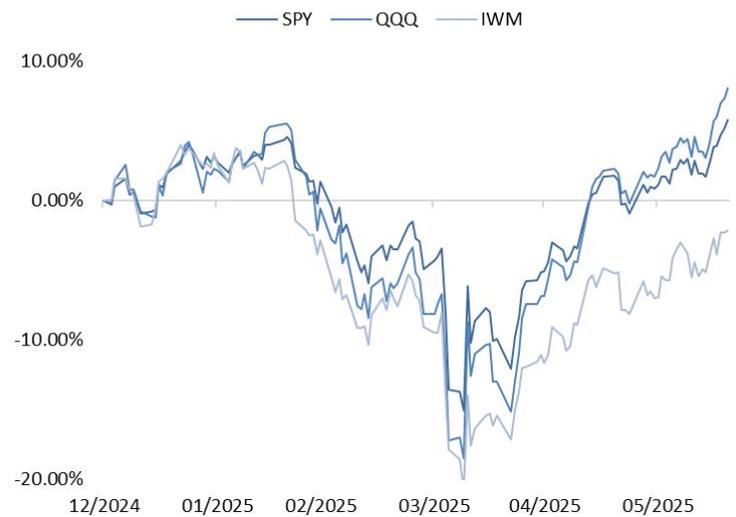
**Los principales índices bursátiles continuaron su rally y volvieron a marcar máximos históricos.** Tanto el S&P 500 como el Nasdaq 100 recuperaron los niveles de febrero y cerraron el mes con subas acumuladas en el año del 5,75% y 8,07% respectivamente. La tasa del tesoro a 10 años, por su parte, bajo 17 bps.

**Por último, el petróleo experimentó una marcada volatilidad ante el temor de que el conflicto en Medio Oriente pudiera derivar en el cierre del Estrecho de Ormuz.** Si bien la amenaza no se concretó, el riesgo geopolítico se tradujo en presión alcista sobre los precios, que terminaron el mes en torno a los 65 dólares por barril, con una suba mensual del 1,73%. El oro, por su parte, también se vio impulsado como activo refugio en la primera parte del mes, aunque retrocedió hacia el final y terminó acumulando una ganancia de 0,51%.

Tasas de Bonos del Tesoro Americanos



Evolucion Principales Indices



Evolucion Commodities

