



Las dificultades del mercado

# Informe junio 2026

## Introducción

Junio no fue un mes fácil de leer. El S&P 500 cayó 1%, pero las 8 empresas más grandes del índice cayeron en promedio 11%. Microsoft bajó 17%. Amazon 12%. Meta 11%. Apple 7%. Nvidia 5%. ¿Y el Bitcoin? Caída del 20%, al igual que el petróleo. ¿Los metales? El oro sufrió una corrección del 12% y la plata del 22%. No es un mercado donde todo está bien.

En ese contexto analizamos las 7 Magníficas, que acumulan una caída del 3% en el año mientras los semiconductores suben 108%. Una divergencia brutal que tiene una lógica detrás, aunque esa lógica también tiene límites. El caso de Microsoft lo ilustra mejor que cualquier otro y lo vamos a analizar.

En medio de todo eso, la Fed estrenó presidente. Kevin Warsh no tocó la tasa pero sí cambió las reglas del juego. Eliminó su propio punto del dot plot y mandó una señal clara de que la comunicación va a ser distinta. Con la inflación preferida de la Fed todavía en 3,4%, muy lejos del 2% objetivo, las tasas no van a bajar rápido. Y eso tiene consecuencias muy concretas sobre dónde conviene estar en renta fija hoy.

Los metales tuvieron un mes muy negativo. Contextualizamos la corrección y explicamos por qué los fundamentos de largo plazo no cambiaron, siempre entendiendo que la gestión del riesgo va primero.

En el mundo cripto desmenuzamos el modelo de Strategy (la empresa de Michael Saylor): por qué el loop que funcionó perfecto hacia arriba también funciona hacia abajo. Además, hubo un fuerte cambio en la estrategia de la empresa que sorprendió a muchos. Y analizamos por qué paradójicamente lo peor que le puede pasar al Bitcoin en el corto plazo podría ser lo mejor en el mediano y largo.

En Argentina el dólar avanzó más de 5% en el mes. El carry trade que tan bien funcionó durante tanto tiempo ya no tiene la misma relación riesgo/retorno. ¿Qué

opciones en dólares tiene sentido mirar para un perfil conservador dentro del mandato actual?

Para terminar, una pequeña reflexión como siempre.

Arranquemos!

## EEUU: no todo es como parece

El S&P 500 no está muy lejos de máximos históricos. Los balances del primer semestre fueron sólidos. Las estimaciones de ganancias para el segundo trimestre siguen siendo positivas. La economía americana sigue creciendo. Todo bien, ¿no?

Más o menos. Porque si mirás el índice desde adentro, la foto es bastante más compleja.

Arrancamos por el gráfico que mejor resume lo que pasó en 2026 hasta acá. El S&P 500 acumula una suba de alrededor del 8% en el año. Suena a que el mercado americano en general tuvo un buen año.

Prácticamente toda la creación de valor del índice en lo que va del año provino de dos grupos: empresas vinculadas a inteligencia artificial y el sector energético. Hasta podríamos decir que casi todo es IA, y tenemos razón.

Market cap is up for AI and energy but down for everyone else

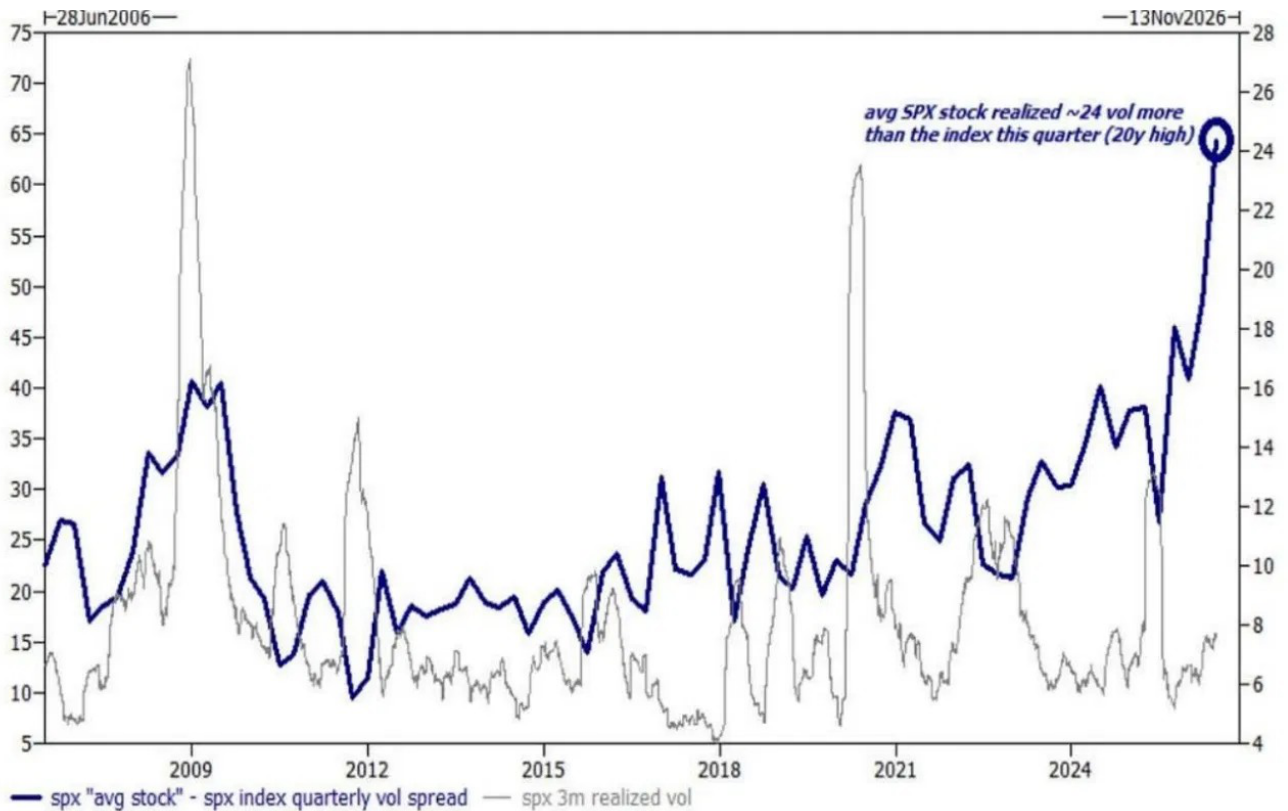
APOLLO



Note: S&P AI is a representative basket of companies with exposure to artificial intelligence technologies and includes 84 companies. These include firms involved in the development and enablement of AI across areas such as semiconductors, software, internet platforms and IT infrastructure. The basket is applied consistently across the full sample period. Sources: Bloomberg, Apollo Chief Economist

Comprar el S&P 500 hoy es, en gran medida, hacer una apuesta concentrada en un puñado de empresas tecnológicas y en el ciclo de la inteligencia artificial.

Y no es solo una sensación. La brecha entre cuánto se mueve cada acción por separado y cuánto se mueve el índice tocó un máximo de 20 años.

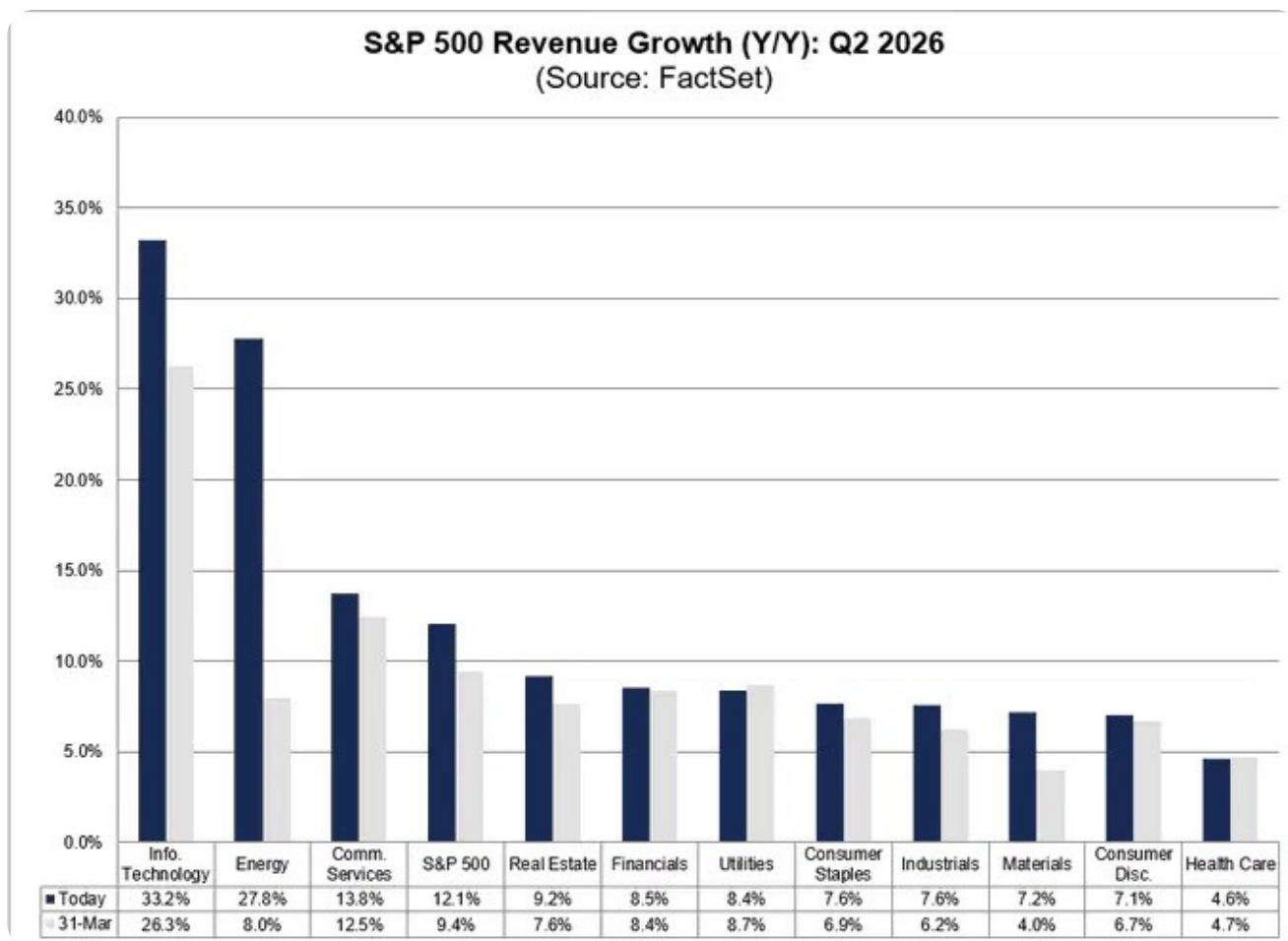


source :: goldman sachs global banking and markets / bloomberg data / as of 26jun26 / past performance not indicative future returns

Nunca en dos décadas las acciones individuales del S&P 500 se habían movido tanto entre sí. Por afuera el índice parece tranquilo. Por adentro, cada acción está corriendo su propia historia (y muy particular).

### Las proyecciones para el segundo trimestre

Las estimaciones de FactSet para Q2 2026 confirman que la tendencia de fondo sigue siendo positiva, aunque con matices importantes según el sector.



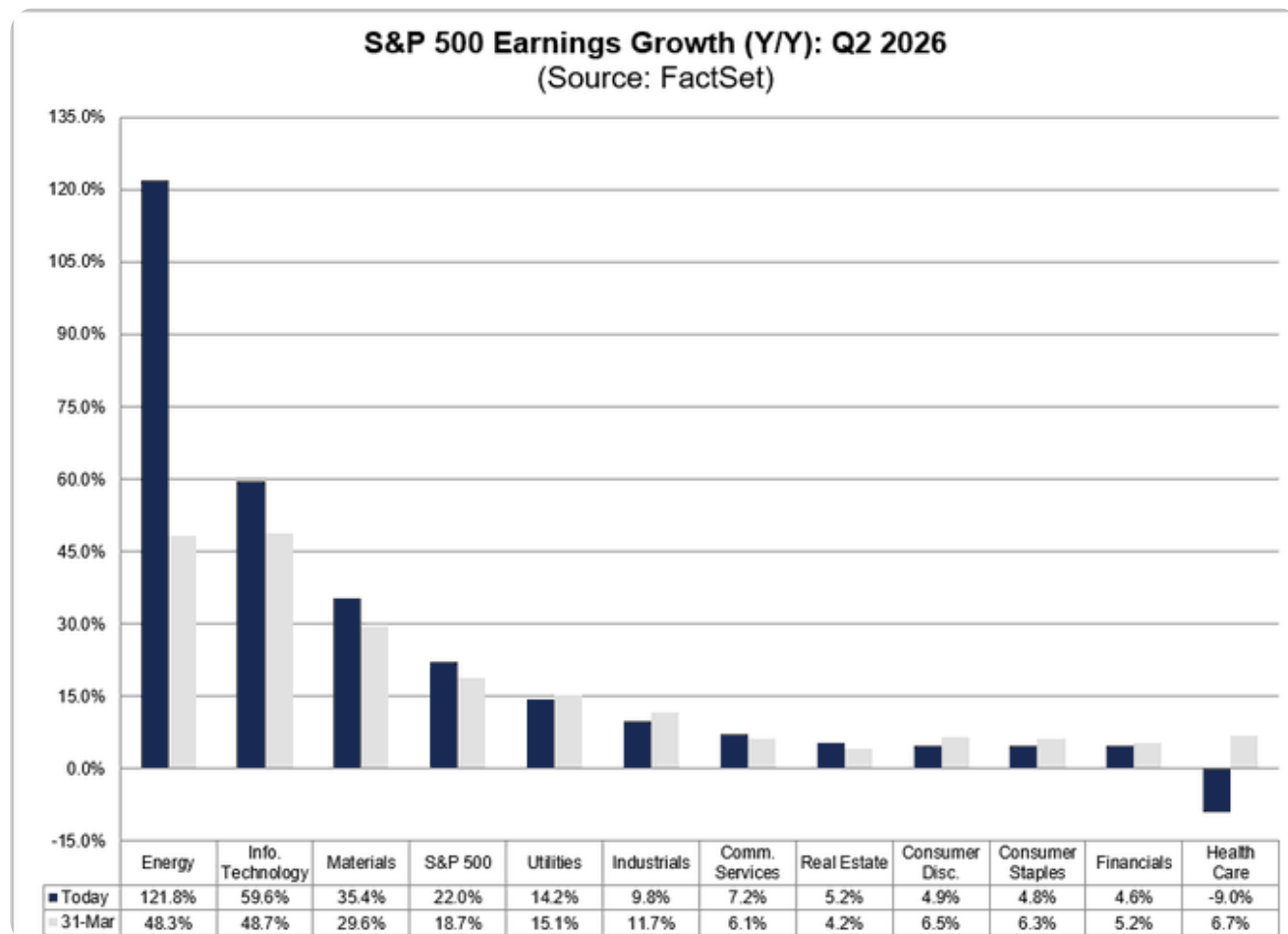
En revenue, o sea en ventas, Tecnología lidera con un crecimiento proyectado del 33,2% interanual, muy por encima del 26,3% que se estimaba a fin de marzo. Esa revisión al alza en solo tres meses es una señal poderosa: los analistas que siguen estas empresas de cerca están viendo números mejores de lo que esperaban.

Energía proyecta 27,8% de crecimiento en ventas, también con una revisión enorme desde el 8% de marzo, traccionada por el petróleo alto durante gran parte del trimestre. El S&P 500 en conjunto proyecta un crecimiento de ventas del 12,1%, también por encima del 9,4% de marzo.

Lo que más llama la atención en ese gráfico es la brecha entre los sectores líderes y el resto. Tecnología en 33%, Energía en 27%, Communication Services en 13,8%, y después el S&P 500 general en 12,1% con el resto de los sectores en rangos de 4% a 9%. No es un mercado donde todo crece parejo!

En ganancias, la historia es todavía más contundente y más concentrada. Energía proyecta un crecimiento de EPS del 121,8% interanual (parte de una base baja del

segundo trimestre del año pasado), Tecnología proyecta 59,6%, con revisión al alza desde el 48,7% de marzo. Materiales 35,4%. El S&P 500 en conjunto proyecta un crecimiento de ganancias del 22%. Impresionante!



Las revisiones al alza desde marzo son generalizadas en casi todos los sectores, lo que indica que la economía real está sorprendiendo para bien a los analistas. Eso es una señal positiva. Pero también peligrosa, porque deja la vara alta ante cualquier decepción!

Como siempre, va a depender mucho de lo que pase con la inflación y las tasas. En ese contexto, junio fue un mes importante ya que comenzó Kevin Warsh al frente de la Fed.

### Las 7 magníficas y su fuerte caída. ¿Oportunidad?

El ETF que agrupa a las siete empresas tecnológicas más grandes del mundo acumula una caída de 3% en el año. Para un grupo que prácticamente no paró de subir desde 2023, eso llama la atención.



Y cuando mirás los números con frialdad, el panorama es bastante más interesante de lo que el precio sugiere.

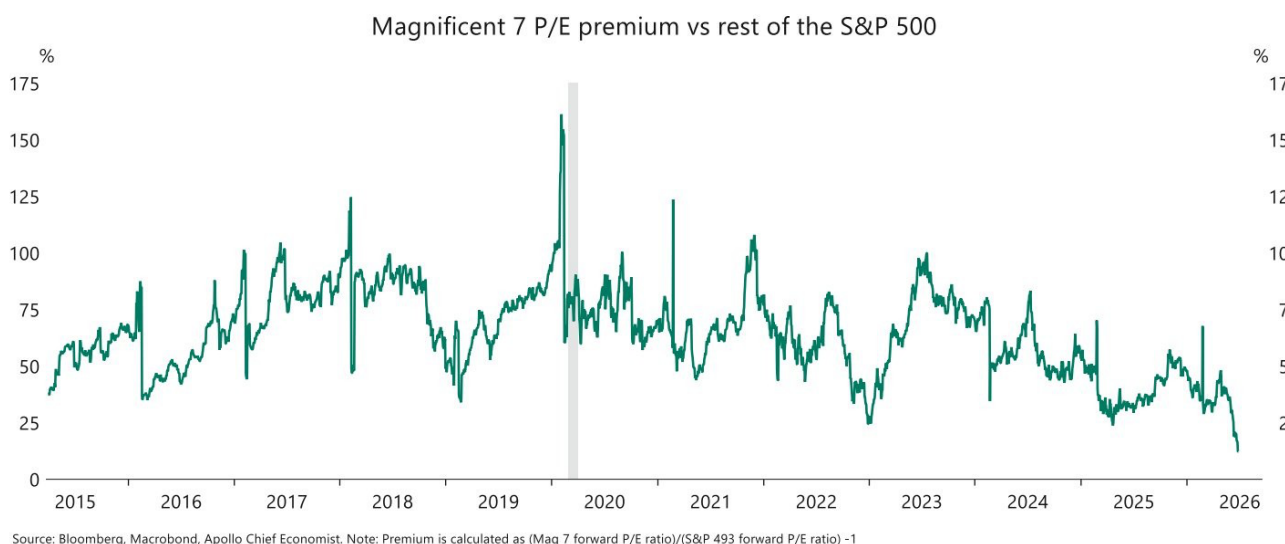
| Price-to-Earnings of Magnificent 7 |                             |                               |                                      |                                   |                                        |
|------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------------|
| Name (S&P 500 Rank)                | Current Market Value (\$Bn) | Price-to-Earnings (Fwd. 12m)* | Earnings Growth Estimate (Fwd. 12m)* | Trailing 5-Year Earnings Growth** | Estimated Long-Term Earnings Growth*** |
| NVIDIA Corp (1)                    | \$5,019                     | 21.1x                         | 53.9%                                | 98.2%                             | 29.4%                                  |
| Apple (2)                          | \$4,395                     | 33.2x                         | 9.2%                                 | 13.1%                             | 10.3%                                  |
| Alphabet (3)                       | \$4,496                     | 29.7x                         | 19.7%                                | 26.7%                             | 8.8%                                   |
| Microsoft (4)                      | \$2,926                     | 21.3x                         | 12.1%                                | 17.8%                             | 16.8%                                  |
| Amazon (5)                         | \$2,646                     | 28.9x                         | 1.2%                                 | 27.2%                             | 20.1%                                  |
| Meta Platforms (7)                 | \$1,524                     | 19.5x                         | 10.2%                                | 19.0%                             | 10.2%                                  |
| Tesla (9)                          | \$1,520                     | 194.2x                        | 3.0%                                 | 31.2%                             | 25.0%                                  |
| Mag. 7                             | \$22,552                    | 26.5x                         | 21.1%                                | 28.0%                             | 17.5%                                  |
| Mag. 7 minus Tesla                 | \$21,032                    | 25.2x                         | 21.2%                                | 27.8%                             | 17.0%                                  |
| S&P 500 ex. Mag. 7                 | \$45,677                    | 19.8x                         | 32.6%                                | 14.4%                             | 15.5%                                  |
| S&P 500                            | \$68,229                    | 21.6x                         | 29.3%                                | 19.1%                             | 16.1%                                  |

Source: WisdomTree, FactSet, S&P. \* Forward price-to-earnings and earnings growth based on median analyst estimates. \*\* Trailing 3-year where 5-year is not available. Growth is annualized  
 \*\*\*Estimated Long-Term Growth is annualized and based on median analyst earnings growth estimates over the next 3 years.

Source: WisdomTree, FactSet, S&P. Data as of 1/0/00. You cannot invest directly in an index.

El grupo completo cotiza a 26,5x ganancias futuras, con crecimiento de ganancias estimado del 21% para los próximos 12 meses y un crecimiento de largo plazo del 17,5% anual. Sacando Tesla, que es un caso aparte por razones obvias, el múltiplo baja a 25,2 con un perfil de crecimiento similar.

Otro dato interesante es que el premio de valuación de las 7 Magníficas respecto al resto del S&P 500 cayó a uno de los niveles más bajos de los últimos años.



Durante gran parte de la última década, el mercado estuvo dispuesto a pagar múltiplos muy superiores por estas compañías debido a su crecimiento, rentabilidad y ventajas competitivas.

Hoy ese diferencial se redujo significativamente. Esto no significa que estén baratas ni que no existan riesgos, pero sí que una parte importante de la corrección ya vino por el lado de las valuaciones y no necesariamente por un deterioro en los fundamentos de los negocios.

O sea las empresas siguen creciendo, pero el mercado está dispuesto a pagar bastante menos por ese crecimiento que hace apenas unos años.

Dentro del grupo hay casos que parecen particularmente atractivos desde la valuación, como Meta, Microsoft y Nvidia. Empresas que cotizan por debajo de 22 veces ganancias futuras con crecimientos proyectados de doble dígito alto, márgenes extraordinarios y posiciones dominantes en sus mercados.

Cuando una corrección de precio no está acompañada de un deterioro en los fundamentos del negocio, ¿suele ser una oportunidad? Con el diario del viernes, es difícil saberlo. ¿El mercado se está adelantando? ¿Exageró o se quedó corto?

El riesgo concreto es que están sacrificando free cash flow a un ritmo histórico para financiar una apuesta de largo plazo en IA cuyos retornos todavía son inciertos. El mercado está pagando hoy por una promesa de 2027 a 2030. Si esa promesa se cumple, estas valuaciones van a parecer baratas en retrospectiva. Si los retornos tardan más de lo esperado o si alguna decepciona en resultados, la corrección puede profundizarse.

Lo interesante es que varias de estas empresas cotizan a valuaciones que ya incorporan bastante preocupación. Y eso, históricamente, suele ser un buen punto de partida, por lo menos desde el punto de vista del sentiment.

Después está el riesgo macro, claro está. Si la inflación no cede y las tasas largas siguen altas, el múltiplo tiene presión a la baja aunque los negocios sigan funcionando perfectamente.

Pero con todas esas advertencias encima de la mesa, la conclusión cuando mirás la tabla con frialdad es bastante clara: varias de las mejores empresas del mundo están cotizando a valuaciones objetivamente razonables después de una corrección que fue de precio, no de fundamentos. Acá no hay euforia!

Y la diferencia con los semiconductores es brutal. Los semiconductores subieron 108% en lo que va del año. Las 7 magníficas, las empresas más grandes del mundo, cayeron 3%.

Al mismo tiempo, el free cash flow combinado de Amazon, Google, Meta, Microsoft y Oracle, menos el de Micron y Nvidia, está en mínimos históricos. Negativo en más de

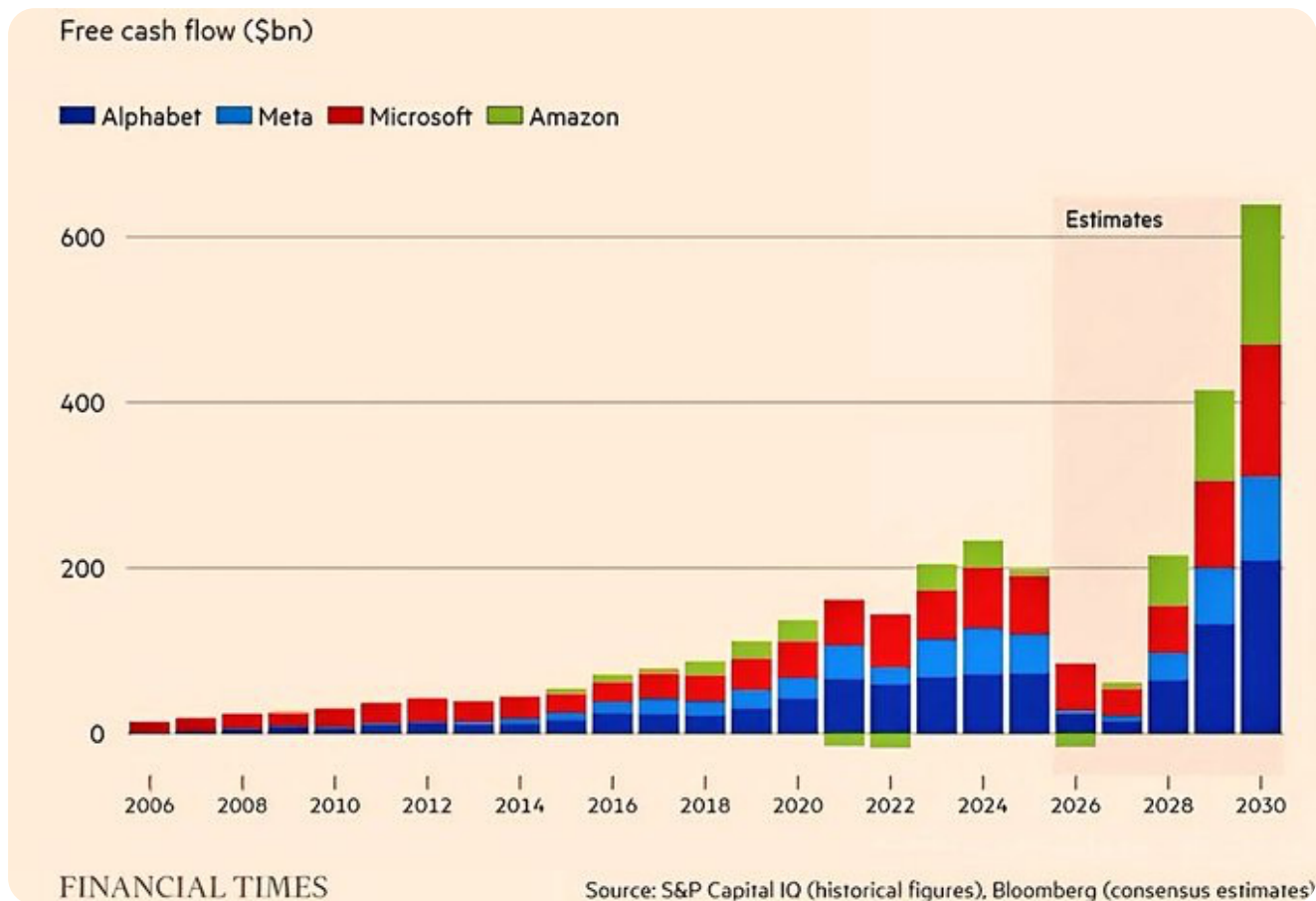


USD 60.000M trimestrales.

La lógica del mercado hoy es básicamente esta: hay que comprar como loco las empresas que venden las palas. Y las empresas que están pagando por todas esas palas las tenés que vender! Y asumí que ese gasto nunca se frena, que es un loop eterno.

¿Cómo es esto? Las grandes tecnológicas están gastando cientos de miles de millones de dólares comprando chips de Nvidia y semiconductores para construir infraestructura de inteligencia artificial.

Según el consenso del mercado, el free cash flow de las principales tecnológicas va a mejorar fuertemente, luego de la gran caída que están atravesando por sus enormes inversiones en Capex:



Ese gasto es el que ahora está destruyendo su free cash flow y presionando sus acciones a la baja. Por eso duda el mercado.

Y ese mismo gasto es exactamente el que está haciendo explotar las ganancias y el precio de los semiconductores. ¿Hasta cuándo? Sería lindo saberlo, ¿no?

La situación actual, con semiconductores volando mientras sus principales clientes caen y queman caja (free cash flow), es rara. Es una divergencia grande. Y las divergencias grandes en los mercados difícilmente se sostienen por mucho tiempo! En algún punto una de las dos cosas tiene que ceder.

### El caso de Microsoft

Si hubiera que elegir una empresa para entender lo que está pasando hoy con la inteligencia artificial, probablemente esa empresa sería Microsoft.

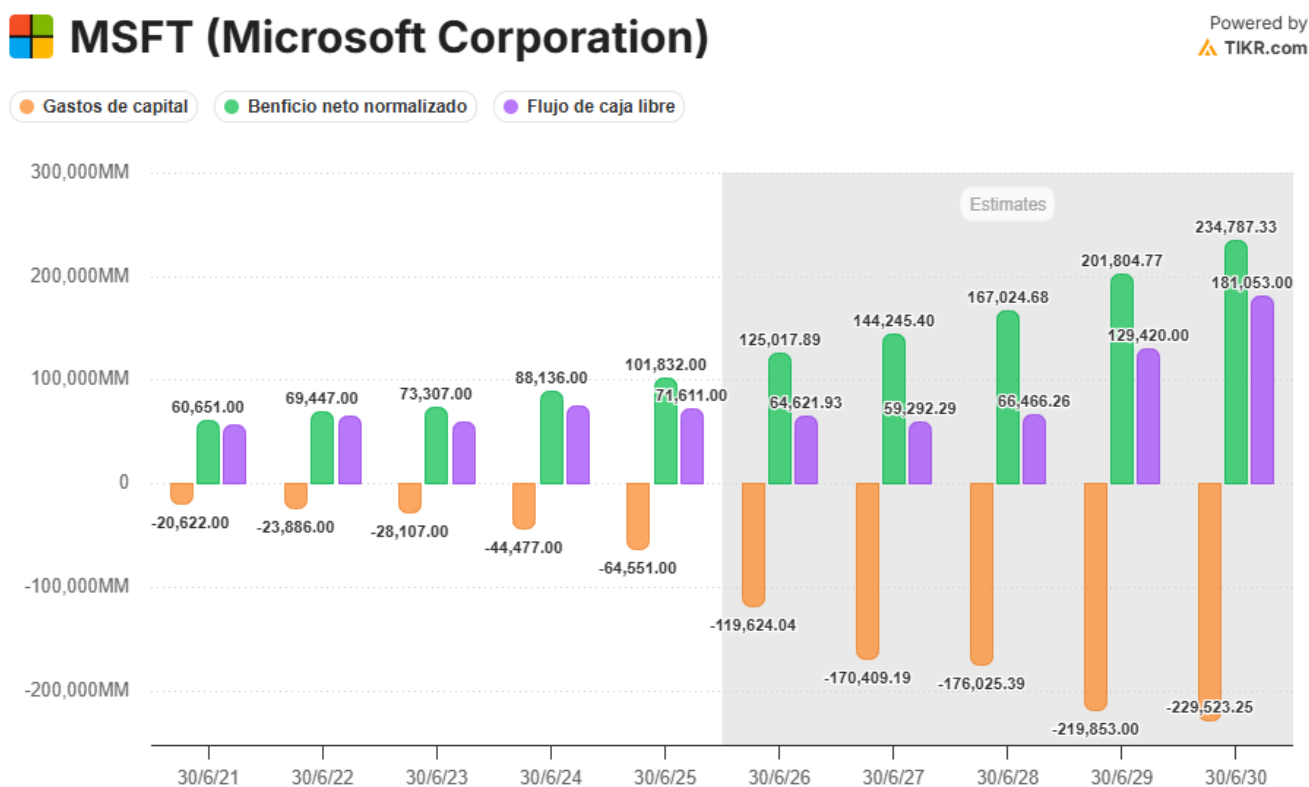
Porque mientras los resultados operativos siguen siendo excelentes, la acción viene sufriendo una fuerte compresión de valuación y una caída fenomenal del 32% en su

precio. Y entender por qué está pasando eso ayuda a entender gran parte de lo que ocurre hoy en los mercados.

Durante los últimos trimestres Microsoft siguió mostrando números que cualquier compañía del mundo envidiaría. Azure continúa creciendo cerca del 40%, los ingresos avanzan a doble dígito, los márgenes siguen entre los más altos del sector y la compañía mantiene una posición dominante en prácticamente todos los negocios donde participa.

Sin embargo, el mercado decidió enfocarse en otra variable, el Capex, es decir, el dinero que Microsoft está gastando para construir la infraestructura necesaria para competir en la carrera de la inteligencia artificial.

El siguiente gráfico lo ilustra bien:



Lo que muestra el gráfico es bastante impresionante. Mientras la ganancia neta (barras verdes) sigue creciendo año tras año, el Capex (barras naranjas) se disparó a niveles nunca vistos. Por eso el flujo de caja (barras violetas) no viene creciendo hace rato, aunque se espera una recuperación a partir del 2029.

Microsoft invertía cerca de USD 28.000M anuales apenas unos años atrás. Hoy las estimaciones apuntan a inversiones cercanas a USD 170.000M en 2027 y más de USD 200.000M en 2029 y 2030.

Estamos hablando de un aumento de casi seis veces en muy pocos años. ¿Dónde va toda esa plata?

Principalmente a data centers, servidores, redes, almacenamiento, GPUs y memorias de alta velocidad necesarias para entrenar y operar modelos de inteligencia artificial.

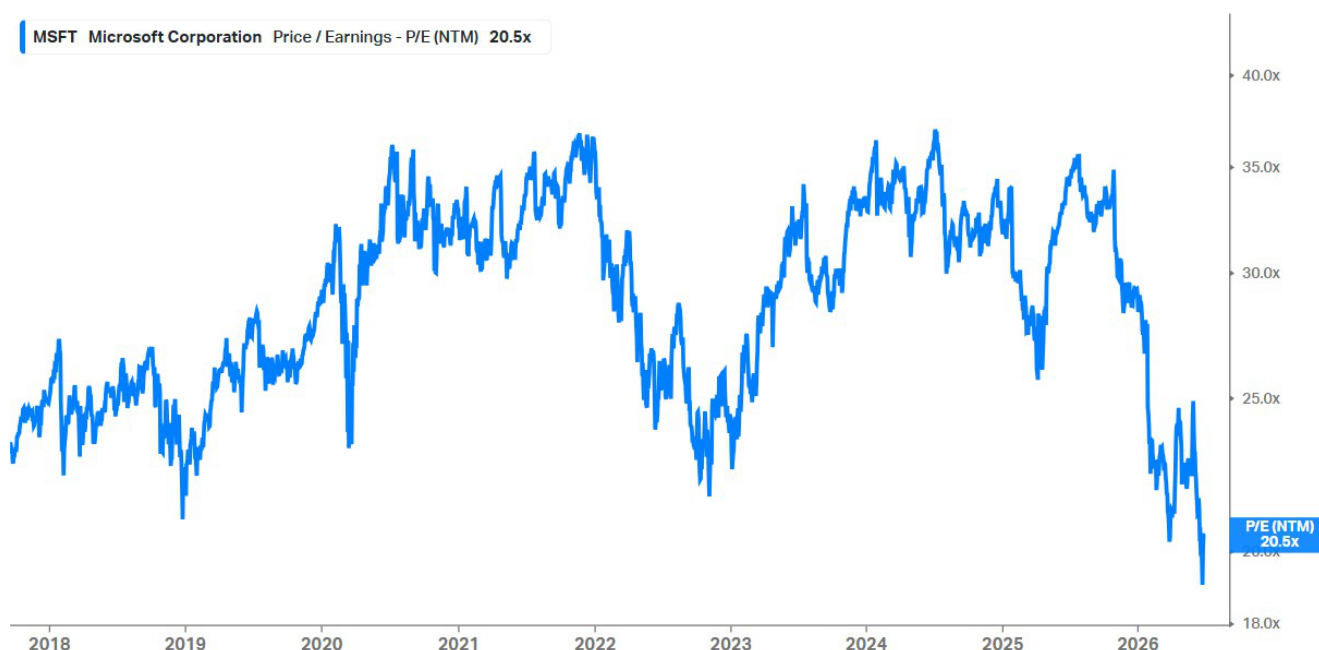
Y acá aparece un punto clave que muchas veces genera confusión.

Ese dinero sale de caja hoy, pero no impacta inmediatamente en las ganancias. Contablemente se amortiza durante muchos años.

Por eso una empresa puede mostrar beneficios crecientes mientras su flujo de caja libre se estanca o incluso cae. Y eso es exactamente lo que está viendo el mercado. Acá radica el miedo.

O sea no es que el mercado castigue las ganancias actuales de Microsoft, sino que está castigando la enorme cantidad de dinero que Microsoft necesita invertir para sostener esta carrera tecnológica y la incertidumbre que genera.

Todo esto implica que el mercado convalide la valuación más baja de los últimos años, medida a través del ratio Price-to-earnings:



El múltiplo de valuación de Microsoft cayó desde niveles cercanos a 35 veces ganancias futuras hasta aproximadamente 20 veces. Es una compresión enorme.

Y lo más llamativo es que ocurrió mientras el negocio seguía creciendo. Es decir, la caída de la valuación no vino porque Microsoft gane menos dinero. Vino porque el mercado decidió pagar mucho menos por cada dólar de ganancias.

En definitiva, el mercado hoy está premiando a quienes venden la infraestructura de IA y castigando a quienes la financian. La gran incógnita es qué pasará dentro de unos años!

### La gran ironía del mercado

Acá aparece uno de los puntos más interesantes de toda esta historia.

Los mismos cientos de miles de millones de dólares que Microsoft está gastando son, en gran medida, los ingresos que reciben Nvidia, Micron, SK Hynix y otros fabricantes de semiconductores.

La línea de Capex de Microsoft es, en buena medida, la línea de ingresos por ventas de los fabricantes de chips. Por eso hoy vemos una divergencia tan extrema.

Mientras Nvidia, Micron y el sector de semiconductores vuelan, Microsoft, Google, Amazon y Meta reciben presión justamente por financiar esa expansión.

La pregunta que realmente importa es si esos cientos de miles de millones de dólares de inversión terminarán generando retornos atractivos para los accionistas. No lo sabemos!

Por ahora, la realidad es bastante clara: los fundamentos siguen siendo sólidos, las ganancias continúan creciendo y gran parte del castigo vino por el lado de la valuación y del temor a que el Capex no genere el retorno esperado.

### La Fed y su nuevo presidente

Kevin Warsh, el nuevo presidente, llegó al cargo y básicamente dijo que la Fed va a cambiar la forma en que le habla al mundo. Y arrancó a hacerlo desde el primer día.

Para entender por qué eso importa, primero hay que entender qué hace exactamente. Su trabajo principal es mantener la inflación bajo control y que haya empleo. Para hacer eso tiene una herramienta central, o sea la tasa de interés de corto plazo. Cuando sube la tasa, el crédito se encarece, la gente y las empresas gastan menos, la economía se enfría y la inflación baja. Cuando baja la tasa, el crédito se abarata, todo fluye más fácil y la economía se activa.

Hoy la tasa está en el rango de 3,50% a 3,75% y la Fed la mantuvo ahí por cuarta reunión consecutiva. No subió, no bajó. ¿Por qué? Porque la inflación todavía no volvió al 2% que es el objetivo, pero la economía tampoco está tan débil como para justificar un recorte. Es el clásico wait and see.

Eso era lo esperado y no generó ninguna sorpresa. Lo que sí generó ruido fue todo lo demás.

### El dot plot y su cambio

Cuatro veces por año, cada uno de los funcionarios del comité de política monetaria de la Fed publicaba un puntito en un gráfico. Ese punto representaba su opinión sobre a qué nivel debería estar la tasa de interés en los próximos dos o tres años. Juntás los puntitos y te queda el dot plot, el gráfico de puntos.

La idea original era darle al mercado una orientación general. No una promesa. Una proyección condicional hecha bajo ciertos supuestos sobre cómo va a ir la economía. Algo así como "si todo va más o menos normal, pensamos que la tasa debería estar más o menos acá."

¿Y qué pasa cuando la realidad se aparta de los puntos? Siempre pasa y va a pasar. La economía es impredecible. Hay guerras, shocks de inflación, crisis financieras. La Fed tiene que reaccionar a lo que pasa, no a lo que proyectó hace seis meses.

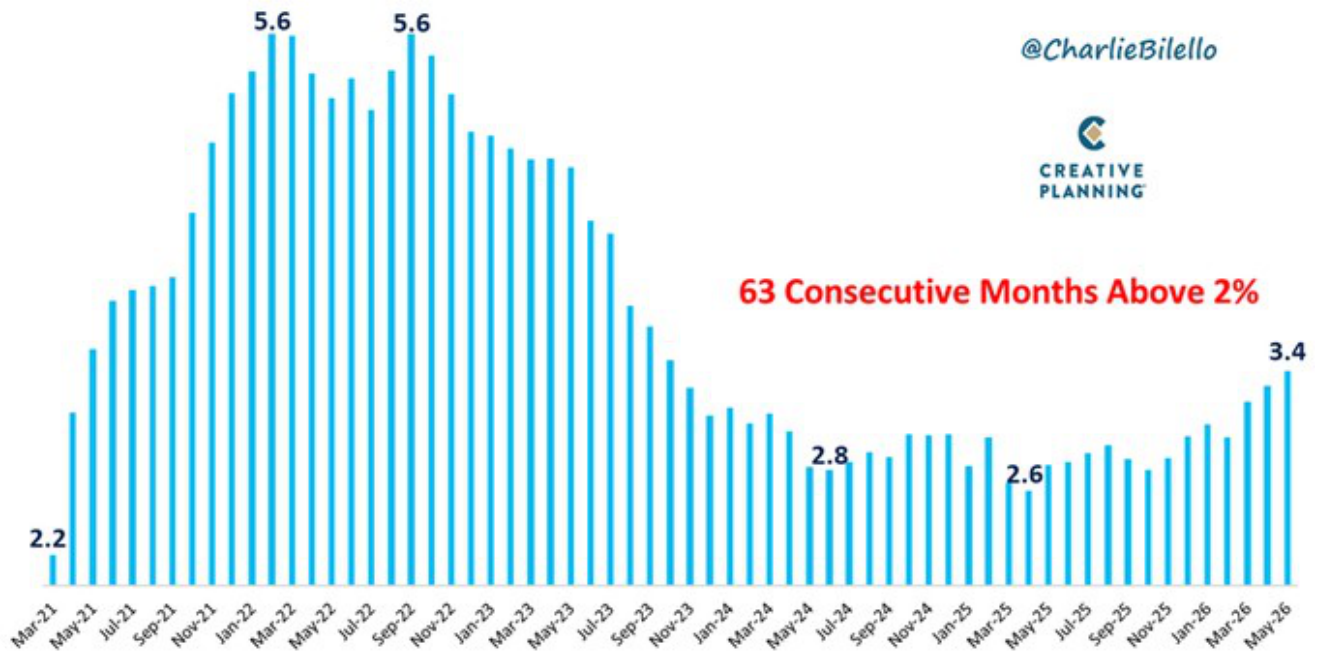
Warsh diagnosticó ese problema. Y en su primera reunión retiró su propio punto del gráfico. No eliminó el dot plot, pero básicamente le sacó la opinión del presidente. Cualquier análisis del gráfico ahora tiene que arrancar aclarando que el funcionario más influyente no opinó. Dice que hay que centrarse en reaccionar a los datos económicos en tiempo real, sin tantas explicaciones.

Todo lo anterior es importante pero el tema que más importa, el que va a definir qué hace la Fed con la tasa en los próximos meses, es la inflación.

Hoy la inflación en EEUU está lejos del objetivo del 2% de la Fed. De hecho la core PCE inflation (métrica preferida de la Fed) está en 3,4%.

## U.S. Core PCE Inflation Rate (YoY % Change)

Data via YCharts (March 2021 - May 2026)



¿Por qué importa tanto ese número? Porque define todo lo demás. Si la inflación baja al 2%, la Fed puede bajar la tasa de corto plazo, el crédito se abarata, las empresas invierten más, el consumo fluye mejor y los activos de riesgo tienden a subir. Si la inflación se estanca o vuelve a subir, la Fed tiene que mantener la tasa alta por más tiempo o incluso subirla (como ya pricea el mercado).

Hay algo que es fundamental para los mercados. La Fed controla la tasa de corto plazo, pero no controla la tasa de largo plazo. Y la tasa de largo plazo, la del bono del Tesoro americano a diez o treinta años, es la que más afecta a las hipotecas, al crédito, a las valuaciones de las acciones y a la economía real en general.

¿Quién define la tasa larga entonces? El mercado. Los inversores de todo el mundo que compran y venden bonos del Tesoro americano. Y se miran varias cosas: qué esperan que pase con la inflación, cómo ven el crecimiento económico, si creen que la inteligencia artificial va a generar ganancias reales de productividad que permitan crecer sin inflación, cuánta deuda está emitiendo el gobierno para financiar su déficit, y cuánta incertidumbre tienen sobre todo lo anterior.

Mientras la inflación no baje claramente al 2%, la Fed no va a bajar la tasa de corto plazo. Eso es el escenario central y el mercado lo tiene bastante incorporado.

Y la tasa larga va a estar presionada al alza por el déficit fiscal americano, por la inflación que no cede y por la mayor incertidumbre que genera el cambio de comunicación de Warsh. Eso es un viento en contra para los bonos largos y para los activos de larga duración como tecnología. Y el cambio de régimen en la comunicación puede generar más incertidumbre.

### ¿Qué hacemos con la renta fija?

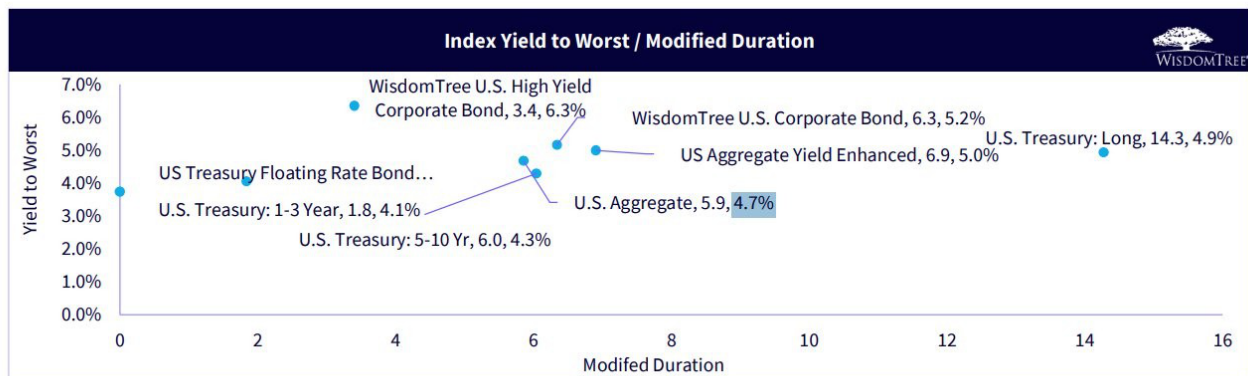
En un contexto volátil como el actual, la renta fija cumple un rol fundamental de equilibrar y balancear la cartera. Cuando las acciones generan ruido, tener una porción en estos activos reduce la volatilidad general del portafolio y te permite tomar riesgos más tranquilo.

El punto de partida más limpio en este contexto son los bonos del Tesoro americano. Para quien quiera ir más allá y buscar algo de rendimiento adicional, ya sea con bonos corporativos o con duration más larga, la recomendación es hacerlo con una porción más pequeña de la cartera. No porque esas opciones sean malas, sino porque el perfil riesgo/retorno en ese tramo de la curva es menos favorable hoy



El bono del Tesoro a 10 años rinde alrededor del 4,5% anual. El de 30 años tocó el 5,2% en mayo y ahora está en la zona del 5%.

Para entender qué opciones hay más allá de eso, el siguiente gráfico es muy útil.



Source: WisdomTree, Bloomberg. You cannot invest directly in an index. As of 6/16/26.

Dos conceptos clave. La Yield to Worst es cuánto te paga el bono por año en el peor escenario posible dentro de lo razonable. La Duration modificada mide cuánto se mueve el precio del bono cuando cambia la tasa: una duration de 6 significa que si la tasa sube 1%, el precio del bono cae aproximadamente 6%. A mayor duration, más riesgo de precio pero generalmente más rendimiento.

En el extremo izquierdo están los Treasuries cortos, rindiendo 4,1% con duration de 1,8. Casi sin riesgo de tasa, rendimiento decente. En el medio aparece el High Yield corporativo con 6,3% y duration de 3,4: más rendimiento asumiendo riesgo crediticio pero con poca exposición a movimientos de tasa. Los bonos corporativos investment grade rinden 5,2% con duration de 6,3. Y en el extremo derecho los bonos del tesoro largos (canasta con distintos vencimientos) con duration de 14,3 y rendimiento del 4,9%, donde un movimiento de 1% en la tasa te mueve el precio casi 14%.

### Los spreads en mínimos y la conclusión práctica

Hay algo que el gráfico no muestra directamente pero que es clave. Los spreads crediticios están en mínimos históricos. El mercado le está exigiendo muy poco a las empresas por el riesgo de prestarles en lugar de prestarle al gobierno americano.

Eso tiene una consecuencia clara y es que el potencial de compresión adicional es limitado y si la economía se complica, los spreads tienen mucho margen para ampliarse.

Por eso la estrategia que más sentido tiene hoy (y hace mucho tiempo, tal como venimos comentando) es estar en activos de baja duration. Cobrar rendimientos atractivos en la parte corta (y media también puede ser) de la curva, entre 4% y 6% anual en dólares según el perfil de riesgo, sin asumir el riesgo de precio que viene con duration larga en este contexto.

## Fuerte caída del oro: ¿y ahora?

El oro cayó 12% en junio y generó mucha incertidumbre en los inversores.



A nadie le gusta la corrección que está teniendo el oro, pero es importante ponerlo en contexto antes de sacar conclusiones rápidas.

El oro subió 64% en 2025. Fue el cuarto año más fuerte de su historia. En enero de 2026 tocó un máximo histórico de USD 5.595 la onza. Un activo que hace eso no puede seguir subiendo en línea recta para siempre.

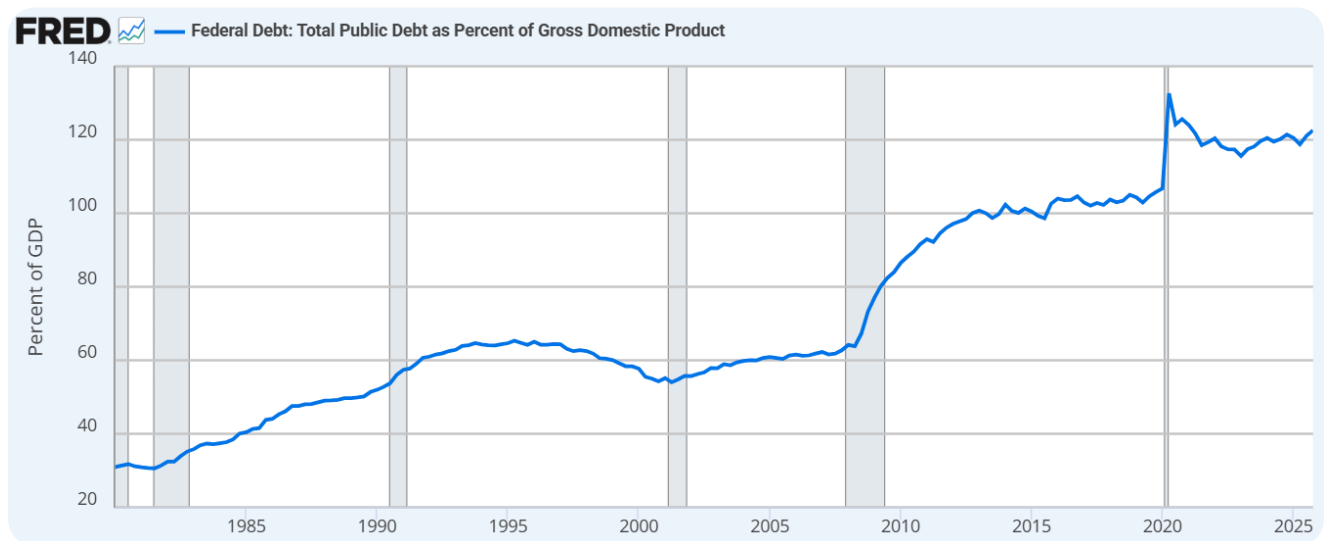
Un gran viento en contra fue la tasa de interés real, empujada por la situación del petróleo y el ruido geopolítico. Y el oro tiene una relación inversa. Cuando la tasa real sube, el costo de oportunidad de tener oro aumenta. Los bonos pagan más en términos reales, y el oro, que no paga nada, pierde atractivo relativo.

Dicho eso, los fundamentos de fondo no cambiaron. Para nada. Pero sí cambió el contexto.

### El rol de los gobiernos

Para entender por qué el oro sube en el largo plazo, hay que entender qué hicieron los gobiernos en los últimos años. La respuesta corta: imprimieron dinero y se endeudaron hasta niveles sin precedente.

La deuda pública de EEUU ya supera el 120% del PBI.

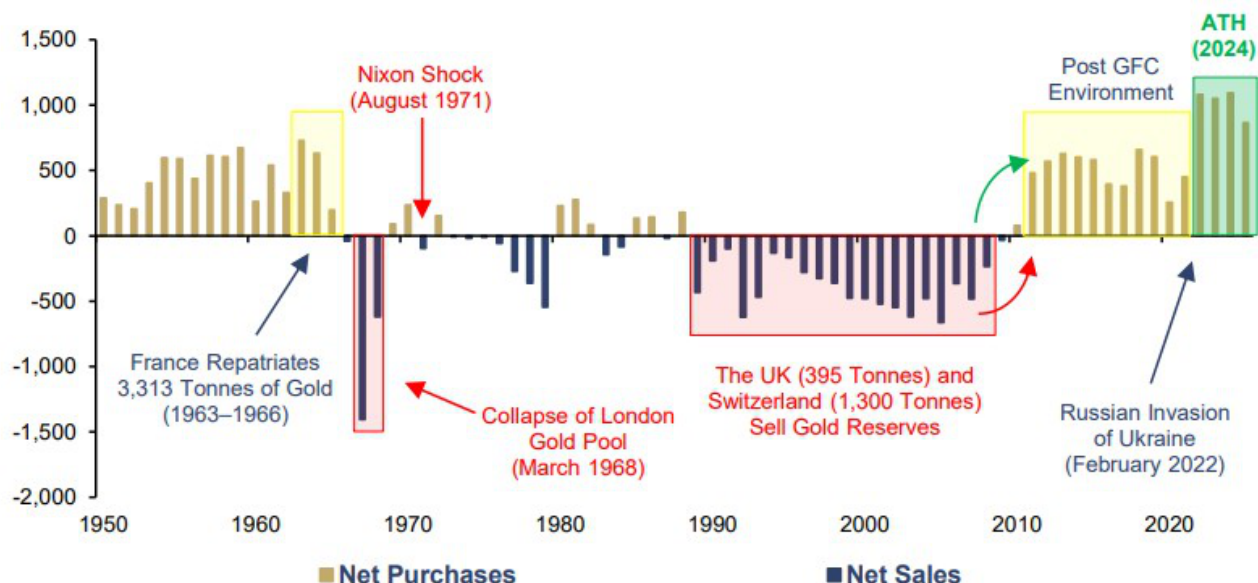


Cuando un estado llega a esos niveles, tiene tres salidas: crecer más rápido que la deuda (difícil), aplicar austeridad fiscal (políticamente inviable) o inflar la economía para licuar el valor real de lo que debe. La tercera opción es la favorita histórica. Y el oro es el activo que mejor captura esa pérdida de valor del dinero.

### Los bancos centrales no mienten

Una de las señales más potentes de los últimos años viene de los bancos centrales. Entre 2022 y 2025 compraron en promedio 1.000 toneladas anuales de oro, el doble del promedio de la década anterior.

## Global Central Bank Gold Purchases, in Tonnes, 1950–2025



Cuando los bancos centrales compran, no especulan. Son compradores con horizontes de décadas. No venden ante la primera corrección. Su presencia creciente le pone un piso al mercado como ningún otro tipo de comprador. Si los que manejan las reservas del mundo están ahí, hay que tenerlo en cuenta.

### Qué hacer con todo esto

Los fundamentos que empujaron al oro hacia arriba siguen vigentes. Pero una cosa son los fundamentos y otra cosa es el precio. Y acá hay una lección importante.

El oro venía subiendo de manera extraordinaria. 27% en 2024, 64% en 2025, máximo histórico en enero de 2026. En algún momento esa señal técnica, ese precio que sube sin parar, te tiene que decir algo. No sobre los fundamentos, que pueden seguir siendo sólidos, sino sobre la exposición que tenés que tener en ese momento.

Así como hubo momentos para ser agresivo con el oro, este año la señal era más bien de reducción de exposición.

Aferrarse a los fundamentos ciegamente es un grave error. Los fundamentos te dicen qué comprar. El precio te dice cuándo y cuánto. Ignorar uno de los dos es un problema.

El oro puede tener los mejores fundamentos del mundo y aun así caer fuerte, tal cual sucedió este año. Eso no es una contradicción, es el mercado funcionando normalmente.

Por eso reducir exposición al oro era algo que tenía lógica durante los últimos meses. No porque los fundamentos cambiaron, sino porque el precio ya había recorrido un camino enorme y la relación riesgo/retorno ya no era la misma que en años anteriores, cuando la posición era para ser agresivos.

Siempre hay tiempo para ponerse más agresivo en metales. De hecho, quien redujo exposición meses atrás, tranquilamente podría estar pensando en aumentar ahora desde los USD 3.900/4.000 (una zona muy relevante), si es que el oro muestra señales de consolidación.

## **Michael Saylor y una jugada peligrosa para Bitcoin**

Hay una historia que vale la pena contar bien, porque mezcla ingeniería financiera, Bitcoin y un personaje curioso como Michael Saylor.

Strategy, la empresa que él dirige y que antes se llamaba MicroStrategy, construyó durante los últimos años un modelo bastante simple en su concepto pero muy peligroso en su ejecución.

La idea era básicamente levantar plata del mercado, comprar Bitcoin, y usar la suba del Bitcoin para justificar seguir levantando más plata. Un loop que funcionó perfecto mientras el Bitcoin subía. El problema de los loops es que también funcionan para el otro lado.

### **Cómo funciona el modelo**

Para entender qué está pasando hoy, hay que entender las tres patas del modelo. La primera es MSTR, la acción de la empresa. Strategy no gana plata operando un negocio tradicional. Su activo principal es Bitcoin.

Entonces el precio de MSTR refleja, básicamente, cuánto vale el Bitcoin que tiene en el balance, más una prima que el mercado le paga por el acceso a esa exposición. Cuando esa prima existe, Strategy puede emitir acciones nuevas, venderlas a precio

de mercado y usar esa plata para comprar más Bitcoin. Cada ronda de compra sube el Bitcoin por acción, lo que justifica una prima más alta, lo que permite emitir más. El loop hacia arriba.

La segunda pata es STRC, la acción preferente que Strategy lanzó para levantar capital adicional (hay varias: STRD, STRF, entre otras). Funciona parecido a un bono: pagás USD 100 y te prometen un dividendo del 11,5% anual (ahora lo subieron al 12%). La idea era tener exposición al ecosistema cripto pero con algo parecido a renta fija. Strategy usaba esa plata para comprar más Bitcoin.

La tercera pata es el Bitcoin mismo. Todo el modelo depende de que el Bitcoin valga más mañana que hoy. Si el Bitcoin sube, MSTR sube, STRC se sostiene en paridad, los canales de financiamiento se abren y Saylor puede seguir comprando. Si el Bitcoin baja, ahí arrancan las preguntas y las dudas!

### El indicador que explica todo: el NAV

Hay una métrica clave para entender cuándo el loop funciona y cuándo se traba: el NAV. Mide cuánto vale toda la empresa (acciones, deuda y preferidas, menos la caja) en relación al Bitcoin que tiene en el balance.

Cuando el NAV estaba en 2x o 3x, cada acción nueva que emitía Strategy levantaba mucha más plata de la que valía el Bitcoin que diluía. Con esa diferencia compraba más Bitcoin y subía el Bitcoin por acción para todos los accionistas. Ese era el motor.

El problema es que eso se acabó. Hoy el NAV está en 1,05x, después de haber tocado 0,97x hace muy poco. Casi sin prima. Emitir acciones a esos niveles ya no suma nada, y por debajo de 1x directamente destruye valor para el accionista existente.

Bitcoin cayó, entonces MSTR también cayó fuerte, entonces STRC cayó bajo la par, entonces el canal de emisión se cierra, entonces Strategy no puede levantar plata nueva para comprar Bitcoin, entonces desaparece una fuente de demanda estructural enorme del mercado, entonces el Bitcoin baja un poco más. Y vuelta a empezar.

Aviso parroquial. Cuesta entender 100% al detalle cómo funciona este mecanismo. No somos especialistas ya que, aunque parezca fácil desde lo conceptual, es bastante complejo cuando uno profundiza!

### Anuncio novedoso de Strategy

El 29 de junio, Strategy anunció oficialmente lo que venía evitando hace años. ¿Qué cosa? Una autorización del directorio para vender hasta USD 1.250M en Bitcoin para fondear el pago de dividendos.

Strategy había decidido vender Bitcoin en mayo para pagar los dividendos de STRC. Fueron pocos (32), pero simbólicamente fue importante. El modelo lo obligó.

Pero ahora a fines de junio anunciaron un plan mucho más fuerte. El dogma de Saylor de "nunca vender" se terminó. Y arrancaron las dudas!

El plan tiene varias patas. Una reserva en dólares de USD 2.550M destinada exclusivamente a pagar dividendos e intereses, equivalente a 17 meses de cobertura. Programas de recompra por hasta USD 1.000M en preferidas y otros USD 1.000M en MSTR, para aprovechar momentos de precio bajo. Una suba del dividendo de STRC del 11,5% al 12% para intentar sostener su cotización. Y lo más importante, que es la autorización formal para vender Bitcoin.

Sumando reservas y capacidad de monetización, Strategy declara USD 3.800M de cobertura, equivalentes a unos 26 meses de dividendos. A fines de mayo ya había "avisado" con una venta simbólica de 32 Bitcoins, la primera desde 2022. Nadie le prestó demasiada atención. Ahora el directorio lo convirtió en política oficial.

### El diagnóstico

Strategy tiene USD 51.000M en Bitcoin. No está en riesgo de quiebra. El problema nunca fue solvencia. Siempre fue liquidez. Y el plan de esta semana, en el fondo, es probablemente para resolver ese problema de liquidez. ¿Por qué? Porque la empresa admitió que está dispuesta a tocar lo único que prometió no tocar nunca.

¿Compra tiempo? Sí. Pero hay algo más importante que entender. Strategy ya no es lo que era. El pitch original era comprar Bitcoin y holdear eternamente. Hoy la estructura tiene acciones preferentes, deuda convertible, reservas en dólares, programas de recompra y un plan de venta de Bitcoin. Cuando el Bitcoin subía se financiaba "gratis". Pero con viento en contra todo cambia. Y eso cambia la naturaleza del riesgo.

El problema estructural es que el Bitcoin no genera caja. Los dividendos de las preferidas y los intereses de la deuda, sí. Los 17 meses de cobertura que declara Strategy suenan tranquilizadores, pero ese número asume que no van a seguir subiendo los dividendos y que el mercado sigue abierto para emitir acciones.

Obviamente hay mucha incertidumbre y muchas preguntas. STRC cotiza bajo la par, entonces Strategy sube el dividendo para sostener el precio. Pero el dividendo más alto aumenta el gasto en caja. Si STRC vuelve a caer, hay que subir de nuevo. ¿Qué pasaría ahí? Cada vuelta del ciclo achica la cobertura. ¿Hasta cuándo se banca ese circo? No lo sabemos.

Lo que sí sabemos es que esto ya no es solo una apuesta al Bitcoin. Es una apuesta al Bitcoin, sumado a una apuesta a que la confianza en toda la estructura se mantiene intacta. Si algo falla, el modelo tiene un problema serio. ¿Va a pasar? No lo sabemos. Pero el riesgo existe. Obviamente el que confía en todo esto estará pensando que esto es una gran oportunidad de compra de MSTR. E incluso de STRC.

¿Y para Bitcoin? ¿Qué pasa con eso? Paradójicamente, hay quienes piensan que todo esto podría terminar siendo positivo para el Bitcoin en el mediano y largo plazo. Duele en lo inmediato, porque confirma que el mayor comprador estructural del mercado está empezando a vender.

Pero una vez que esa presión se absorbe y el mercado entiende el tamaño real del problema, suele desaparecer la mayor fuente de incertidumbre que pesaba sobre el ecosistema. El colapso de FTX en 2022 es el ejemplo más claro de esa dinámica. No es idéntico, pero la lógica es parecida. El peor escenario de corto plazo y el mejor punto de entrada de mediano y largo plazo pueden ser amigos!

## Argentina: ¿se terminó el carry?

El dólar subió 5,3% en junio y se acerca a los máximos históricos nominales.



Vale aclarar eso: nominales. Ajustado por inflación, el dólar está muy lejos de esos máximos, de hecho está en zona de mínimos históricos en términos reales. El peso sigue apreciado.

Pero ese movimiento de junio es una señal que vale la pena leer. El carry trade, que consistía en quedarse en pesos aprovechando tasas altas mientras el dólar no se movía, ya luce más acotado en términos de relación riesgo/retorno. Quienes lo jugaron bien capturaron retornos en dólares muy difíciles de replicar con cualquier otro activo. Eso ya pasó.

El juego que tenía ese trade al principio no es el mismo de hoy. Las tasas en pesos bajaron, el tipo de cambio bajó en términos reales y el diferencial que hacía tan atractiva la operación se fue comprimiendo. No es que el carry no tenga más sentido, pero la relación riesgo/retorno ya no es la que era.

En ese contexto, tiene sentido empezar a pensar en dolarización. Y acá hay dos instrumentos que para un perfil conservador tienen mucho sentido hoy.

## Las dos mejores opciones para dolarizarse

El AO27 y el Bopreal 2027 (BPD7D). ¿Por qué justamente estos dos? Porque ambos vencen dentro del actual mandato de Milei. Puede parecer un detalle menor, pero no lo es. Después de 2027 entramos en un escenario donde nadie sabe quién gobierna, qué política económica habrá ni cómo será la relación con los mercados. Ese riesgo existe y un perfil conservador no tiene por qué asumirlo.

El AO27 rinde alrededor de 4,3% anual en dólar MEP y el BPD7D rinde 4,1%. Muchos se preguntan cómo puede ser que un bono argentino rinda parecido a un Treasury americano.

La respuesta es que no es porque Argentina tenga hoy el mismo riesgo que EEUU. Lo que pasa es que el mercado local tiene una distorsión importante: el canje. Como todavía existen restricciones cambiarias, un dólar dentro de Argentina no vale exactamente lo mismo que uno afuera. Ese diferencial hoy ronda el 3% y termina inflando el precio de los bonos medidos contra dólar MEP, haciendo que sus tasas parezcan más bajas de lo que realmente son.

Si medís el AO27 contra dólar cable, la TIR sube a 6,4%. Es exactamente el mismo bono. Lo único que cambia es el tipo de dólar con el que lo medís.

Entre los dos, hay una diferencia que vale remarcar. El Bopreal 27 amortiza el 50% del capital en abril de 2027, antes de las próximas elecciones presidenciales.

Eso reduce considerablemente la exposición al momento de mayor incertidumbre política. El AO27 ofrece un rendimiento levemente superior, pero el capital se cobra íntegramente al vencimiento, o sea el inversor mantiene el 100% expuesto hasta el final. Para un perfil verdaderamente conservador, esa diferencia importa.

A fin de cuentas, son dos buenas alternativas para salir o reducir exposición al carry trade y quedar posicionado en dólares dentro del mandato actual. Sin asumir el riesgo de lo que viene después.

## Reflexión del mes: el mercado siempre exagera

Cuando una historia gusta, suele gustar demasiado. Y cuando deja de gustar, suele pasar exactamente lo contrario.

Hace apenas unos meses parecía que los semiconductores eran la única inversión posible. Cada balance sorprendía positivamente, cada guidance era mejor que la anterior y cada semana aparecía una nueva proyección explicando por qué la demanda vinculada a inteligencia artificial iba a crecer durante años.

Lo curioso es que gran parte de esa historia sigue vigente. Sin embargo, al mismo tiempo, varias de las empresas que están financiando toda esa revolución tecnológica vienen siendo castigadas por el mercado. Microsoft es un gran ejemplo, tal como analizamos en este informe.

Así y todo, la acción sufrió una fuerte compresión de valuación porque el mercado está preocupado por el enorme gasto en infraestructura de inteligencia artificial.

La misma inversión que hoy impulsa las ganancias de Nvidia, Micron y otros fabricantes de chips es la que está presionando el flujo de caja de Microsoft.

Y ahí aparece una de las grandes paradojas de este ciclo. El mercado pasó de enamorarse de toda la cadena de valor de la inteligencia artificial a enamorarse únicamente de una parte nomás.

No digo que esté equivocado. De hecho hay que respetarlo. Simplemente digo que los mercados suelen exagerar.

Exageran cuando pagan cualquier precio por una buena historia. Y también exageran cuando castigan activos que siguen mostrando fundamentos sólidos simplemente porque la narrativa cambió.

Por eso las oportunidades más interesantes generalmente no aparecen cuando hay un consenso muy marcado. Es peligroso estar 100% en todos los consensos. O por lo menos hay que entender bien de qué se trata.

El desafío para el que le gusta invertir no es adivinar el próximo movimiento del mercado. De hecho es muy complicado tomarle el timing justo al mercado. Y cuanto más corto sea el plazo, más difícil todavía.

Los negocios suelen cambiar lentamente. Las narrativas, en cambio, pueden cambiar en cuestión de semanas, o incluso días. Cuando ambas se alejan demasiado, suelen aparecer las oportunidades más interesantes. Y también los riesgos, obviamente!

Oportunidad o riesgo, esa es la verdadera cuestión. Y es justamente de las cosas más difíciles de discernir a la hora de invertir! Por eso hay que tener un plan, un método, un estilo. ¿Qué hacemos con eso? Tratar de respetarlo!



---

[clubdeinversores.com](http://clubdeinversores.com)