



Equipo de Research:

Nazareno Taus

Rocco Abalsamo

Nicolas Pisi

Tomás D'Acciavo

¿Independencia de Wall Street?

Remonetización y redefinición del ancla cambiaria

El Gobierno anunció una nueva fase de remonetización basada en compras en el MULC, bandas cambiarias móviles y normalización gradual de encajes. El esquema permitiría un TCR algo más alto y mayor margen comprador para el BCRA, aunque introduce tensiones con el esquema de “tres anclas”.

Vencimientos en dólares y necesidad de financiamiento

La emisión del BONAR 2029 permitió captar USD 910 M, cubriendo solo parte de los vencimientos de enero, que superan los USD 4.200 M. Con depósitos del Tesoro por USD 1.900 M, el foco sigue puesto en REPOs, compras de divisas o nuevas emisiones.

Inflación persistente y señales mixtas de actividad

La inflación de noviembre volvió a acelerarse hasta 2,5% mensual, acumulando cuatro meses consecutivos de suba. La actividad cayó en octubre, aunque mantiene un crecimiento interanual positivo.

Renta fija en pesos: compresión de tasas y extensión de duration

Cambios regulatorios sobre FCIs Money Market reorientaron liquidez desde cauciones hacia la curva en pesos, comprimiendo tasas cortas y facilitando licitaciones del Tesoro con escasos premios y mayor duration.

Hard dollar: mejora de spreads con margen acotado

El riesgo país alcanzó mínimos desde 2018 y S&P mejoró la calificación soberana. Sin embargo, el contexto global de tasas altas limita una mayor compresión sin avances concretos en reservas y acceso sostenido al mercado.

Contexto Macro

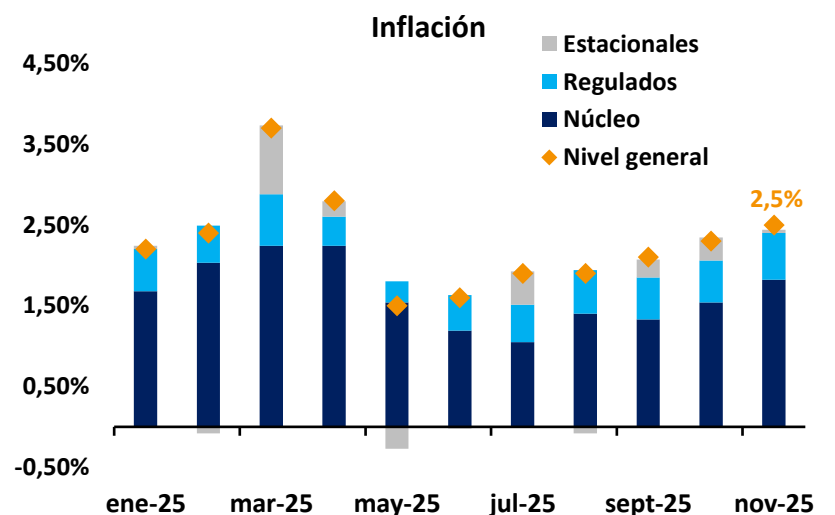
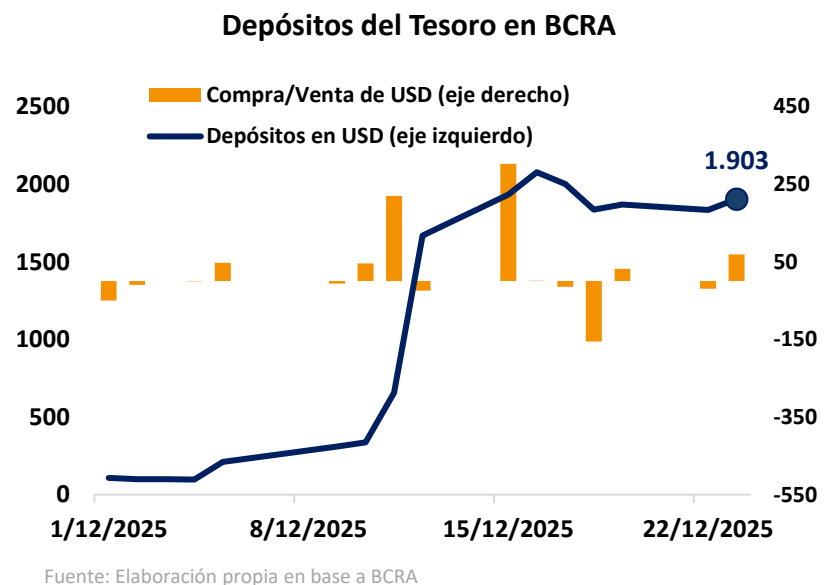
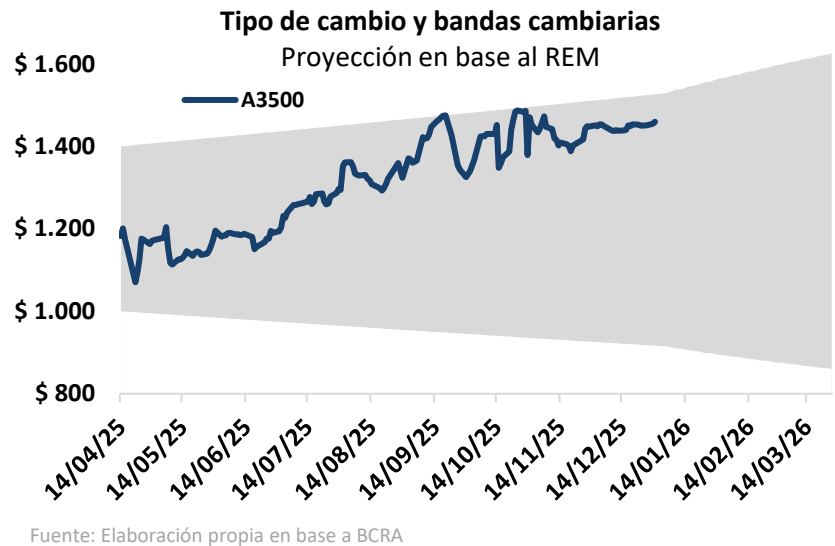
En términos macroeconómicos, el mes estuvo marcado por el anuncio de una nueva “fase de remonetización” que comenzará el 1 de enero. Esta se basa en tres pilares: 1) Recomposición de reservas vía compras en el MULC, consistente con la evolución de la demanda de dinero y la liquidez del mercado de cambios. (El monto de compra diario no será mayor al 5% del volumen negociado para no alterar su usual funcionamiento, aunque el BCRA también podría realizar compras en bloque por fuera del MULC. Sin embargo, se mantendría un sesgo contractivo para que continúe el proceso de desinflación); 2) Recalibración de las bandas cambiarias, las cuales se ajustarán según el último dato disponible de inflación publicado por el INDEC; 3) Normalización de encajes de forma gradual y en línea con la evolución de las variables monetarias.

Entendemos que este régimen favorecería a la economía en términos de competitividad, permitiendo un TCR más alto, dado que la banda superior aumentaría a un ritmo mayor al 1% mensual, al menos en estos meses. Asimismo, daría un mayor margen al BCRA para posicionarse en modo comprador sin alcanzar el techo de la banda de manera inmediata.

Sin embargo, este anuncio puede interpretarse como una ruptura del famoso lema de las “tres anclas”, ya que la ancla cambiaria dejaría de acompañar a la fiscal y la monetaria en estos términos, lo que podría tornar el proceso de desinflación algo más lento. Cabe destacar que, independientemente de la evolución del techo, lo relevante es la variación del tipo de cambio dentro de las bandas.

Otro suceso clave del mes fue la emisión del BONAR 2029, que cortó a una tasa de 9,26% TNA y permitió captar USD 910 M, los cuales se utilizarían para afrontar los pagos de deuda soberana de enero, que ascienden a USD 4.200 M. En este contexto, el stock de depósitos en dólares del Tesoro suma USD 1.900 M, por lo que tanto un acuerdo de REPO, mayores compras de divisas (en diciembre se adquirieron alrededor de USD 400 M en el MULC) o una nueva emisión resultarían necesarios para abordar dichos vencimientos.

Por último, entre los datos macroeconómicos relevantes del mes se destacó la inflación de noviembre, que aceleró intermensualmente por cuarto mes consecutivo y se ubicó en 2,5%, y la actividad económica, que registró una caída del 0,4% en octubre, aunque acumula un crecimiento interanual del 5% en los primeros nueve meses del año.



Renta Fija en Pesos

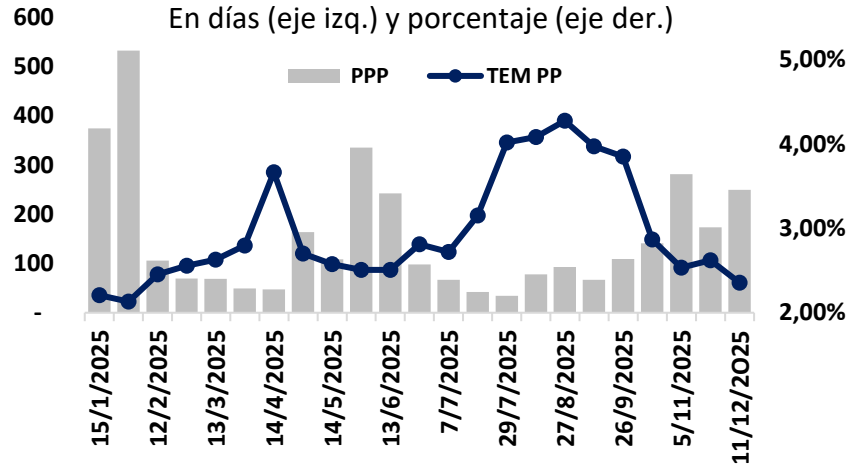
El mercado de renta fija en pesos empezó el mes con el pie derecho. Tras una exitosa licitación el 26/11, el Tesoro decidió limitar la inversión de los FCI Money Market en cauciones al 20%, con el objetivo de que estos pesos se invierten a lo largo de la curva extendiendo duration. Los FCI MM componían en promedio un 26% de sus portfolios en caución, siendo esto un total de ARS 10 Billones, por lo que el impacto fue de ARS 2,3 Billones que tuvieron que buscar otra alternativa. Esta medida, a pesar de un pensamiento generalizado de “no efecto” en las decisiones de los inversores, tuvo un efecto directo, comprimiendo en promedio 0,2% de TEM, con principal foco en el tramo corto.

Junto al significativo cambio de efectivo mínimo del 95% al 75% llevado a cabo a fines de noviembre, el Tesoro enfrentó en un muy buen terreno la licitación del 11/12 donde vencían ARS 13,1 Billones. Fue con este terreno ventajoso que marcó una excelente licitación, donde no solo estuvo marcada por la escasez de premios, sino también por la extensión de duration, siendo de 4,2 meses el título licitado con menor plazo.

Ese mismo 11/2, tras la salida de un dato de inflación 0,2% mayor a lo esperado, la curva de tasa fija marcó un piso para los rendimientos cortos. Con una curva empinada que sobrevaluaba los títulos cortos respecto a sus inflaciones break even, y una mayor de demanda de dinero estacional latente sin oferta como contraparte, el mercado ajustó sus rendimientos volviendo a una curva con pendiente negativa. Curva que también ajusta por 2 tipos de riesgos: I. En los últimos meses vimos una tendencia al alza de la inflación, la continuidad de esta, pone en riesgo los títulos a tasa fija; II. Un cambio de esquema cambiario que amplía el rango de depreciación esperada, pone en necesidad un premio por riesgo mayor en estos títulos.

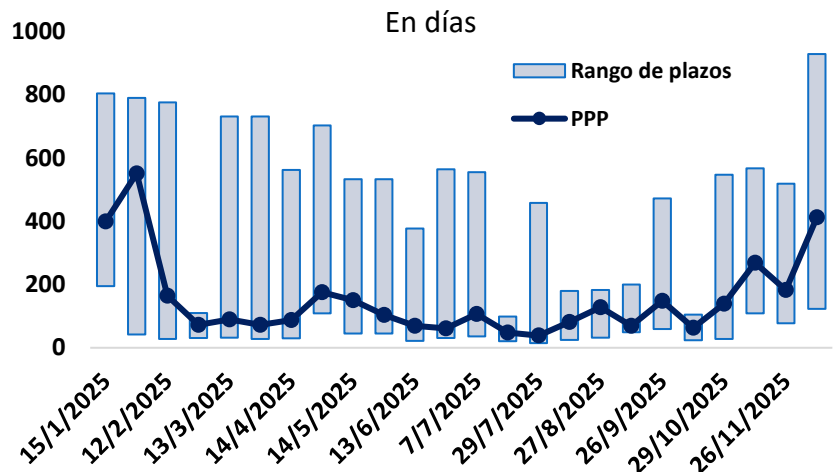
Concluimos que el desempeño de esta curva en los próximos meses dependerá de la que la tendencia del nivel de precios pase a ser desinflacionaria y de que la demanda de dinero tenga como contraparte una oferta de dinero semejante.

PPP y TEM de corte de Tasa Fija
En días (eje izq.) y porcentaje (eje der.)



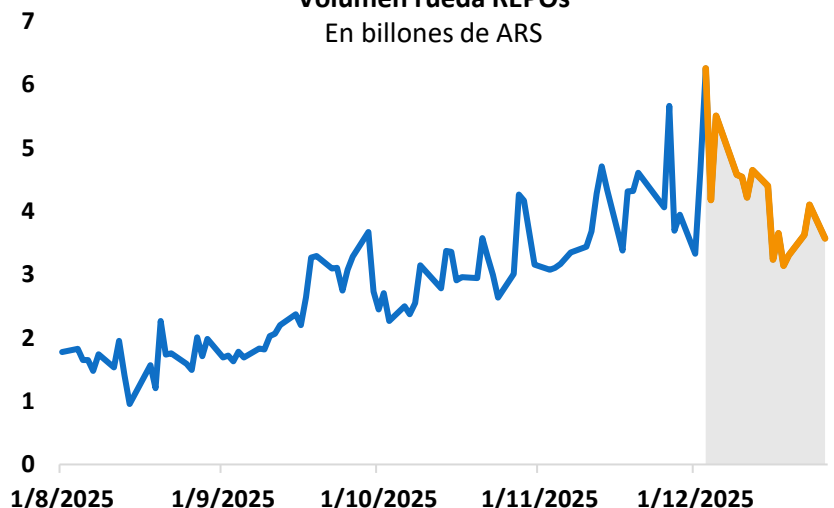
Fuente: Elaboración propia en base a BYMA y Ministerio de Economía

Rango de plazos ofrecido y PPP



Fuente: Elaboración propia en base a BYMA y Ministerio de Economía

Volumen rueda REPOs
En billones de ARS



Fuente: Elaboración propia en base a A3 Mercados

Renta fija en USD

En renta fija hard dollar, diciembre estuvo dominado por la evolución del riesgo país, la acumulación de reservas y las expectativas de acceso a mercado. El riesgo país descendió hasta la zona de 570 pbs al 19 de diciembre, marcando mínimos desde 2018, mientras que el EMBI Latam se mantuvo relativamente estable en la comparación regional. Si bien este nivel resulta relevante, debe leerse con cautela: el contexto global es distinto, dado que los rendimientos de los US Treasuries se ubican en niveles significativamente más altos, elevando el “piso” de retorno exigido a los emergentes y haciendo que una mayor compresión de spreads dependa de avances concretos en acumulación de reservas y capacidad de rollover.

En este contexto, uno de los eventos más relevantes del mes fue la emisión del BONAR 29, que permitió al Tesoro captar alrededor de USD 910 millones y cubrir una porción significativa de los compromisos inmediatos en moneda extranjera. Si bien este tipo de emisiones no implica una reapertura plena del financiamiento externo, sí contribuye a reducir el riesgo de liquidez de corto plazo, ganar tiempo de cara al pago de enero y mejorar la lectura del mercado sobre la capacidad del Gobierno para administrar los vencimientos en dólares.

De esta forma, el foco del mercado se concentra ahora en los vencimientos del 9 de enero, que totalizan aproximadamente USD 4.215 M entre capital e intereses, lo que explica la creciente atención sobre las alternativas de financiamiento y la percepción de que el margen de maniobra es acotado en el corto plazo. En este marco, surgió la posibilidad de una emisión soberana bajo ley Nueva York orientada a captar dólares y aliviar parcialmente el pago de enero. Sin embargo, el ministro Caputo señaló que no sería la principal alternativa, destacando que un repo permitiría asegurar el cumplimiento de los vencimientos mientras se evalúan otras opciones, manteniendo abierta la discusión sobre el esquema de financiamiento más adecuado.

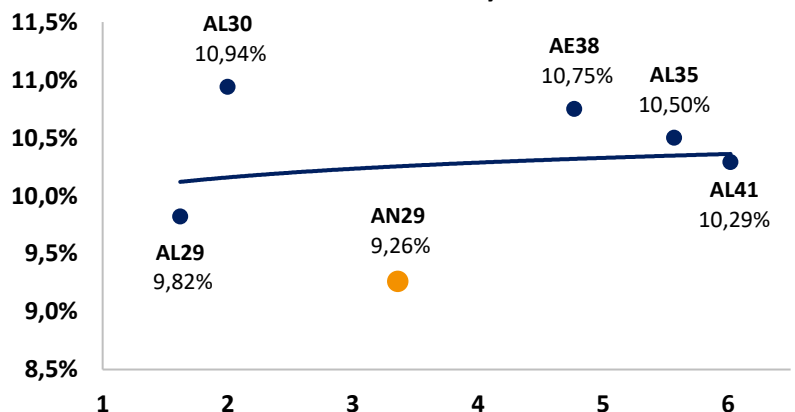
Por último, la mejora de calificación de S&P de CCC a CCC+ aportó una señal positiva en términos de percepción de riesgo. No obstante, la sostenibilidad del escenario dependerá de la capacidad del Gobierno para acumular reservas, administrar los vencimientos en moneda extranjera y consolidar señales concretas de acceso al financiamiento voluntario en los próximos meses.

Riesgo País en bps



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

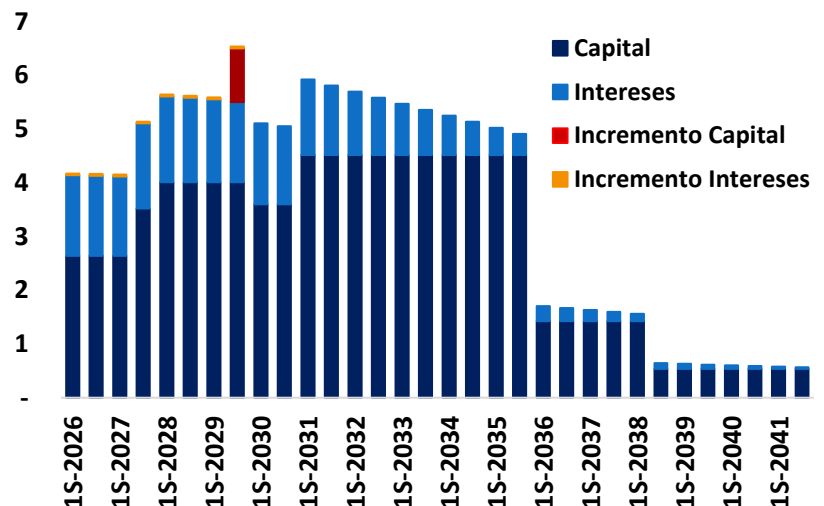
Curva soberana ley local



Fuente: Elaboración propia en base a BYMA y Ministerio de Economía

Perfil de Vencimientos en USD post BONAR 2029N

Por semestre, en miles de millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía



Club de Finanzas UADE

Miembros:

Nazareno Taus

Tomás D'Acciavo

Marcos Martínez

Nicolás Pisi

Rocco Abalsamo

Nehuen Oscar Fernández

Pablo Gustavo Salina

Club Advisor

Información Importante

• Este informe no constituye bajo ningún concepto una recomendación o asesoramiento en materia de inversiones. La rentabilidad pasada no garantiza rentabilidades futuras. Las inversiones están expuestas a las oscilaciones del mercado y a los factores de riesgo correspondientes.

• Este informe ha sido elaborado de buena fe, a partir de fuentes consideradas fiables, pero no infalibles.