

19 de marzo de 2025

Algunas notas sobre la incertidumbre reciente

La semana pasada se publicó el DNU del acuerdo con el FMI. Lo que debería ser una muy buena noticia, (suponiendo la llegada de fondos frescos) terminó desalineando las expectativas del mercado cambiario. Se rumorean cambios en el crawling peg y el dólar blend, pero no hay información oficial ni por parte del Gobierno ni del FMI. Está claro que, en un país con la volatilidad cambiaria histórica de Argentina, no es aconsejable fomentar la incertidumbre sobre un posible cambio de régimen con anticipación. Sin embargo, la brutal salida de bonos en pesos hacia el dólar en estos días conlleva, a nuestro juicio, a una cuestión más de fondo. En este resumen detallamos nuestra humilde percepción sobre los recientes cambios en la dinámica del mercado.

Los bonos soberanos (Globales y Bonares) muestran una excelente resistencia. Con el dólar súper caliente y los bonos high yield en el mundo incrementando rendimientos, es destacable la solidez de nuestros bonos. Ni hablar de los bonos corporativos, un activo noble si los hay. El Merval tampoco nos preocupa. Desde el exterior, viene llegando mucha incertidumbre por la política arancelaria de Trump. Además, el mercado de acciones argentino venía de una brutal suba, llegó a USD 2.400 tras varios meses de sobre optimismo. Lo que sí nos preocupa es el mercado de cambios y el mercado de pesos.

A pesar de que el Gobierno pudo alcanzar en febrero otro mes de superávit fiscal primario, el lunes el mercado argentino ni se inmutó. El superávit fiscal ya no es noticia positiva sorpresiva para la dinámica de corto plazo, el ancla fiscal es un hecho. Más allá que el superávit fiscal es oro para el orden macro, ya no lo es para los flujos de corto plazo.

La curva pesos venía operando en un cumpleaños, seguía la teoría de "todo sale bien" del Gobierno: convergencia del dólar hacia la baja, donde el contado con liquidación bajaría en algún momento hasta alcanzar al oficial, y llegar un tipo de cambio real bien fuerte, como si tuviéramos la productividad de Corea del Sur. Los bonos largos en pesos operaban con una tasa de interés efectiva mensual del 2%, y daban costo cero al seguro de tasas (bonos duales).

La brecha se mantenía baja, contenida por compras del BCRA en el MULC, a su vez 100% explicadas por las operaciones de carry trade del sector privado. Pero estas dinámicas de la cuenta financiera pueden cambiar rápidamente. Si el vendedor de dólares al oficial piensa que el carry va a cerrarse, la oferta de divisas desaparece repentinamente. Estos días las posiciones de carry parecen desarmarse por un rumor de algo de flexibilidad cambiaria (¿crawling con pequeñas bandas?). Si solo un rumor genera ventas masivas de bonos pesos y compra de dólares, evidencia un equilibrio inestable.

Ahora las tasas en pesos volaron producto de la adecuación de las expectativas, la teoría "todo sale bien" ya no sería el escenario base. Las tasas en pesos más altas también son consecuencia de cierta inercia inflacionaria, y los efectos generados por propio mérito del equipo económico. El Gobierno quema pesos cada 2 o 3 meses para comprar divisas y así pagar deuda y cumplir con su meta de base monetaria amplia. Pasamos de la "deuda ilegítima" a pagar deuda con superávit fiscal, un cambio de 180 grados para cuidar la reputación de país. Solo por necesidad o sesgo ideológico alguien podría desconocer este mérito del equipo económico.

Lo que no nos gusta, como usted sabe, es la teoría de “no hay pesos” o del enfoque monetario del balance de pagos. Esto nos parece que no tiene sustento empírico, casi como la teoría de los terraplanista K que “la emisión no genera inflación”. Pesos siempre hay, no importa la dinámica del sector público. Si el país hace las cosas bien, los pesos siguen creciendo por creación secundaria y el incremento de la demanda de dinero. Si miramos los pesos totales al contado con liquidación estamos en niveles altos, esto no es malo, hay demanda genuina de moneda local. Sólo que esto obliga a seguir haciendo los deberes en materia de orden macroeconómico. El norte debe ser Perú, Chile, Brasil o Uruguay, donde hay cada vez más pesos (soles o reales) y el tipo de cambio flota con cierta administración. Nuestros vecinos acumulan reservas cuando los términos de intercambio lo permiten y venden cuando la incertidumbre lo amerita.

El incremento de tasa en pesos y la incertidumbre cambiaria hizo subir fuerte los futuros de dólar. Más tasas de mercado de pesos, más tasas implícitas en futuros. Con las implícitas muy altas, baja la oferta privada en el dólar spot. Si la brecha se incrementa fuertemente pueden volver los vivos del MULC (sobre/sub facturando) gracias a enseñanzas del gobierno anterior. Mayores implícitas, mini expectativa de mayor volatilidad de FX reduce la oferta privada en MULC. Nadie vende spot, a los exportadores les conviene comprar spot y vender futuros a tasas altísimas. Si el BCRA vende spot la cosa empeora dado que la brecha puede crecer. El círculo del MULC pasa de virtuoso a vicioso muy rápido.

Nos parece que el escenario más probable es algo intermedio. Intuimos que el Gobierno tiene un buen acuerdo con el FMI, entrará plata fresca para reservas y bajar el riesgo país. Las ventas de los activos en pesos deberían normalizarse, sobre todo si el acuerdo es ir da poco sacando regulaciones cambiarias para recién en 2026 aventurarse con algo más de flexibilidad y no un simple retoque del crawling peg.

Conclusiones varias. Las correcciones son normales, no exagerar, sobre todo luego de un mercado que operó varios meses en un optimismo llamativo, tanto en el dólar y en el equity, pero sobre todo en las tasas largas en pesos. No vemos que la cosa se complique demasiado, pero sí que las compras del BCRA por carry privado deberían ir bajando. Esto no nos preocupa, es sano. Tablitas Cambiarias son “pan para hoy y hambre para mañana”. Lo bueno, viene la cosecha a traer calma en unas semanas.

Un buen acuerdo con el FMI creemos que llevaría a los Globales a rendir entre 9%-10%, eso ayudaría al dólar y al mercado pesos a normalizarse, aunque la demanda de contado con liquidación no dejaría al BCRA continuar el sendero de baja de tasas. La teoría “todo sale bien” nunca nos gustó, pero tampoco nos gustan las teorías agoreras.

Muchas gracias.

Sekoia Research
research@sekoia.com.uy