

18 de septiembre de 2025

La banda superior

Finalmente llegamos a la banda superior, aquella que parecía tan lejana en mayo o junio y que, finalmente, se alcanzó. El equipo económico menospreció el desbalance creciente del sector externo y la apreciación excesiva del tipo de cambio. Instauró un esquema de bandas, con una banda inferior tan ilusoria como dañina y una banda superior que, en términos reales, no era muy diferente al promedio histórico reciente. Conocer el tipo de cambio real de equilibrio es imposible, pero instaurar una banda superior con tan poco margen, en un país sin crédito internacional y con escasas reservas, es a todas luces un gravísimo error de diagnóstico. Llegamos a escuchar cosas como que las reservas no tienen importancia para determinar el riesgo país, que con equilibrio fiscal el resultado de la cuenta corriente es irrelevante, o que el nuevo modelo argentino cierra con un peso fuerte.

Una simple elección de medio término provincial ya puso el esquema de bandas contra las cuerdas. El triunfo en la provincia de Buenos Aires de un espacio político que todavía discute si llueve de arriba hacia abajo o de abajo hacia arriba fue la excusa perfecta para testear las bandas. El castigo sobre los activos argentinos ya llevaba varias semanas, en gran parte —a nuestro juicio— por un manejo monetario y financiero muy desprolijo, que intentó contener la suba del dólar con una tasa de interés exorbitante e insostenible.

Pasaron ocho ruedas luego de las elecciones para que el tipo de cambio tocara la banda superior. Creemos que no está nada mal, considerando que la semana pasada el Banco Central bajó 1.000 pb la tasa de interés, baja más que bienvenida. En la rueda de ayer, el BCRA vendió USD 53 millones. Extrapolando esas ventas hasta las elecciones de finales de octubre, debería vender unos USD 1.400 millones. Considerando las reservas propias del BCRA y los depósitos del Tesoro en dólares, la capacidad de intervención con divisas propias ronda los USD 8.000/9.000 millones. El equipo económico habla de una capacidad de intervención superior a los USD 20.000 millones, pero no creemos que sea buena idea considerar los depósitos privados en dólares, encajados en el BCRA, como herramienta de intervención.

Pero las dinámicas no son lineales. ¿Alcanzará con USD 1.400 millones para defender la banda? No tenemos la menor idea, pero sin dudas creemos que el gobierno firmaría ese número si pudiera. El TCRM subió fuertemente desde abril y la actividad se estancó; esto debería ayudar a contener la demanda de divisas. Por otro lado, la banda tiene un crawling peg del 1% mensual. Con una tasa de interés en pesos de casi el 3% mensual, las posiciones de carry trade podrían ayudar. En el mismo sentido, las ventas de futuros por parte del BCRA ponen las tasas implícitas muy por debajo de las tasas en pesos, lo que alimenta las ventas de dólares spot por parte del sector privado. El cambio en la estrategia electoral luego de la pésima elección también debería ayudar. Por último, el mundo juega muy a favor: la FED baja tasas y las monedas emergentes se fortalecen. Dado este diagnóstico, la situación no debería desmadrarse.

Pero las expectativas mandan. El mercado ya perdió la fe en la sostenibilidad de la banda. Si se piensa que el tipo de cambio corregirá en T+1, la demanda de divisas se acrecienta en T. Creo que es casi un hecho que el BCRA defenderá la banda hasta las elecciones. Sinceramente, no tenemos idea de cuántos dólares se perderán en el camino.

Lo que sí creemos con firmeza es que los bonos soberanos están baratos. En estas paridades hay mucho más para ganar que para perder. Para los agresivos, nos gusta el Bonar 2038 por el alto spread sobre el Global 2038. Para los algo menos agresivos, nos gusta el Global 2041 por su baja paridad y su indenture (protecciones que valen mucho en los escenarios más temidos). Creemos que, luego de las elecciones, el actual régimen cambiario deberá modificarse. Si el resultado es favorable para el gobierno, quizás gane

tiempo, lo que sería bienvenido. Si el resultado es negativo, rápidamente tendrá que ajustar el tipo de cambio real. No sabemos qué tipo de cambio equilibrará el mercado de cambios y permitirá al BCRA comenzar a acumular reservas, pero intuimos que no estamos tan lejos. El pass-through está bien contenido, la disciplina fiscal sigue como pilar fundamental y somos de los que piensan que el mercado no está enamorado de Milei, sino que le tiene terror al kirchnerismo. Nos cuesta creer que ese espacio político pueda proclamarse ganador en las nacionales de octubre.

Seguramente habrá que esperar a la cosecha gruesa para acumular reservas, pero ya a esta altura luce evidente que es la única forma de bajar el riesgo país. La desinflación será algo más lenta con un tipo de cambio algo más alto, pero mucho más consistente y duradera. Por pragmatismo económico o por supervivencia política, somos optimistas. No estamos hablando de un tipo de cambio mucho más alto que el actual. El gobierno ya mostró algo de pragmatismo político luego de las elecciones; esperemos ver lo mismo en materia económica.

Por último, quizás lo más importante: nos gustan los bonos soberanos argentinos por lo que pasa en el resto del mundo de la renta fija. Desde mayo, los spreads han comprimido a mínimos en mucho tiempo. Cuesta conseguir tasa en el mundo de hoy. Esto debería jugar muy a favor.

Buena semana.

Sekoia Research
research@sekoia.com.uy