

Banda de cambios

19 de diciembre de 2025

Termina una semana con cambios y avances significativos, tanto en el plano económico como en el político. Comenzando por el primero, el presidente del BCRA anunció el inicio de una nueva fase en la política monetaria y cambiaria (más detalles en la sección Economía). Esta nueva fase apunta a lograr que el BCRA comience con un proceso de acumulación de reservas vía una re-monetización de la economía. Así mismo, el esquema de bandas se mantiene pero el ritmo de actualización de las mismas se hará no ya en base a un valor fijo, sino con el último dato de inflación disponible.

En lo político el gobierno lograría la aprobación de la Ley de Presupuesto 2026 y el dictamen de la Reforma Laboral (aunque la misma comenzaría a ser tratada recién en febrero del año entrante).

Se trata finalmente de cambios que el mercado estaba esperando y así fue la reacción del mismo frente a ellos: la materialización del poder obtenido en las urnas en “delivery”. Un entorno favorable para los mercados emergentes y el renovado impulso impactaron positivamente en los activos argentinos.

Economía

El anuncio del BCRA oficializó el comienzo de una nueva etapa en la política monetaria, titulada “Fase de re-monetización 2026”. En el comunicado se dan detalles de cómo se implementará la acumulación de reservas a partir de ene-26, destacando lo siguiente: (i) cambio del ritmo de actualización de bandas cambiarias según el último dato de inflación (T-2); (ii) programa de compras de reservas consistente con la demanda de dinero y liquidez, con escenario base de incremento de la base monetaria de 4,2% a 4,8% del PIB; (iii) objetivo base de comprar USD 10.000 millones sujeto a oferta de balanza de pagos, sin esterilización; (iv) mayor

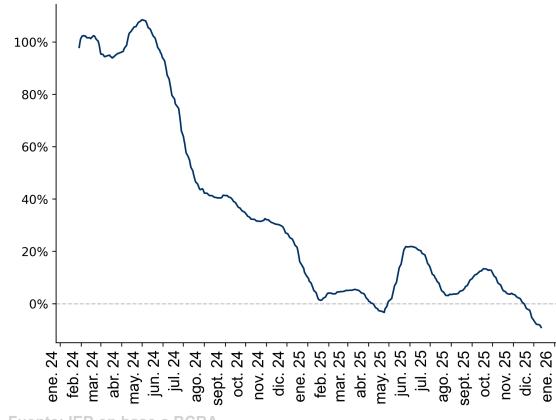
demandas de dinero implicará mayor acumulación –USD 7.000 por cada 1% de aumento–, con medidas correctivas si ésta última no acompaña; (v) compras diarias, alineadas al 5% (aproximado) del volumen del mercado de cambios y posibilidad de block-trades.

Se trata de una medida en línea con las exigencias del mercado, que se mostraba a la espera de anuncios ligados a la flexibilidad cambiaria y a la acumulación de reservas. La medida fue bien recibida, motivo por el cual se redujeron los rendimientos de los globales. Por su parte el tipo de cambio reaccionó al alza (+1,8%), mostrando aún síntomas de escepticismo.

De esta forma, el equipo económico plantea como prioridad la acumulación de reservas, en el marco de un mercado de pesos equilibrado (ver figura *desequilibrio en el mercado de dinero*). En la medida que la actividad retome su sendero alcista, la demanda de dinero acompañará –como mostramos en nuestro [reporte anterior](#)–, lo que permitirá al BCRA expandir la oferta de dinero (sus pasivos) permitiendo la compra y acumulación de reservas (sus activos).

Desequilibrio en el Mercado de Dinero

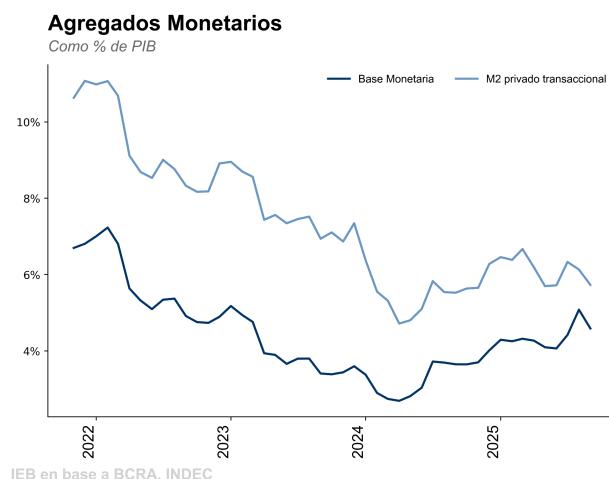
Base Monetaria Amplia sobre M2 privado transaccional, media móvil 20 períodos



Fuente: IEB en base a BCRA

En efecto, la economía se encuentra en un contexto favorable para la expansión de la demanda de dinero. Por un lado, el nivel de monetización es bajo:

la base monetaria representa un 4,6% del PIB y el M2 privado transaccional un 5,7%, ambos bajos en términos históricos (ver gráfico *agregados monetarios*). A su vez, para 2026 se proyecta un crecimiento del nivel de actividad (3,4% según el REM), que lógicamente impulsará a la demanda de dinero.

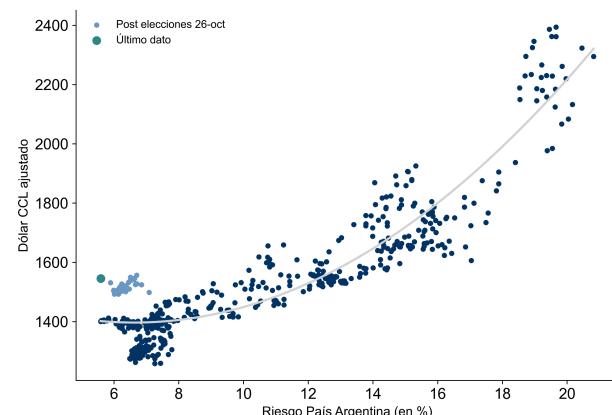


No proyectamos que el brote de inflación actual se sostenga en el tiempo, ya que: (i) no hay desequilibrio monetario, (ii) se espera un nivel de actividad al alza en 2026 y (iii) no detectamos eventos que potencialmente den lugar a “cisnes negros” –al estilo de las elecciones de 2025– que puedan derrumbar a la demanda de dinero. Con el panorama despejado, en la medida que la demanda se recupere y la expansión de la oferta de dinero sea en menor medida, el proceso de acumulación de reservas podrá ser llevado a cabo sin un aumento inflacionario. Nuestra lectura al respecto puede leerse con detalle en nuestro [reporte anterior](#).

Las dudas recaen en la evolución del tipo de cambio. Una clara muestra es que tras las elecciones el riesgo país se redujo más que proporcionalmente que el FX reflejando que el “rechazo” de los inversores a los activos respaldados por el estado argentino es mayor para con la moneda, en términos relativos (ver gráfico *riesgo país y dólar CCL*).

Tras la emisión del AN29 y el anuncio del lunes, el efecto se hizo aún más notorio.

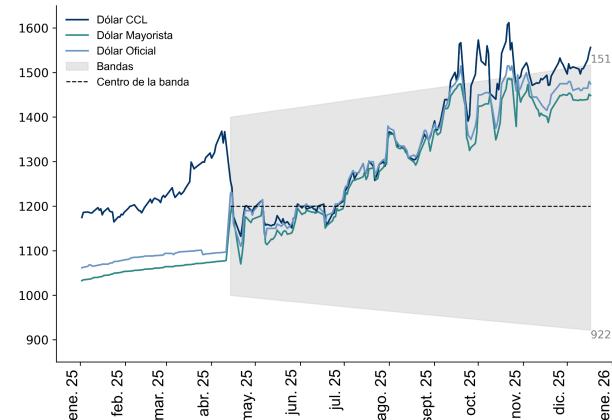
Riesgo País y Dólar CCL



Fuente: IEB en base a BCRA y JP Morgan

Al observar el mercado de dinero y la balanza de pagos, no encontramos argumentos para afirmar que el FX inicie un nuevo movimiento alcista.

Dólar y Banda Cambiaria



Fuente: IEB en base a Reuters

En cuanto a lo monetario, la contracción de la oferta de dinero y el efecto estacional en la demanda de diciembre lograron disipar el desequilibrio que causó la suba de precios –manifestado primero en el FX, segundo en mayoristas y tercero en los precios al consumidor–.

Hacia adelante no proyectamos que esto se repita, esencialmente porque hay poco lugar para que la demanda de dinero caiga y la oferta está totalmente controlada. Es por esto último que, si bien la

modificación de la actualización de las bandas rompe con el ancla cambiaria –éstas pasan a depender de la inflación, dejan de anclarla–, no vemos que ello traiga consigo presiones inflacionarias.

Por el lado de la balanza de pagos, proyectamos que la entrada de capitales continuará como en el primer semestre del año. El déficit de cuenta corriente se financia con un superávit de cuenta financiera, explicado principalmente por la inversión extranjera directa. Se trata de un panorama sano para la economía, en el que el aumento del endeudamiento (a nivel nacional) no es impulsado por el sector público –que podría llevar a crisis de *sudden stop*– sino que por el sector privado, principalmente en la forma de inversión. Esto no solo es un dato alentador en cuanto a la vulnerabilidad a shocks externos, sino también un dato favorable para el crecimiento de largo plazo.

Renta Fija en Dólares

Argentina recuperó el acceso al mercado local en moneda extranjera con la colocación del AN29 y, a partir de los anuncios realizados respecto a las bandas cambiarias, el Gobierno logró dar un paso adicional en el proceso de compresión del riesgo país. Las noticias impulsaron al mismo hacia los 556 pbs, el menor valor desde 2018.

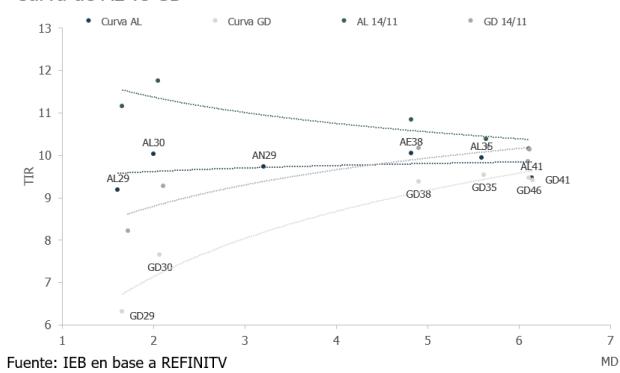


Para la recuperación del acceso al mercado internacional consideramos como requisito pendiente la aprobación del Presupuesto 2026, condición necesaria para habilitar emisiones de deuda bajo legislación extranjera sin contravenir la Ley de Fortalecimiento de la Sostenibilidad de la Deuda Pública.

Paralelamente, consideramos como positiva la noticia de la elevación de la calificación crediticia soberana de Argentina por parte de S&P Global Ratings, mejorando la nota de la deuda en moneda local a 'CCC+/C'; y en moneda extranjera de largo plazo a 'CCC+', desde 'CCC'. La calificación de corto plazo se mantuvo sin cambio en 'C'.

Los anuncios previamente mencionados contribuyeron a que durante la última semana y en línea con nuestra recomendación del reporte del 5 de diciembre pasado, la deuda soberana argentina en dólares mostrará un desempeño positivo. En particular, los Bonares avanzaron 1,4% y los Globales 2,4%, en el mismo sentido que la deuda emergente, que registró una suba del 0,4%.

Curva de AL vs GD



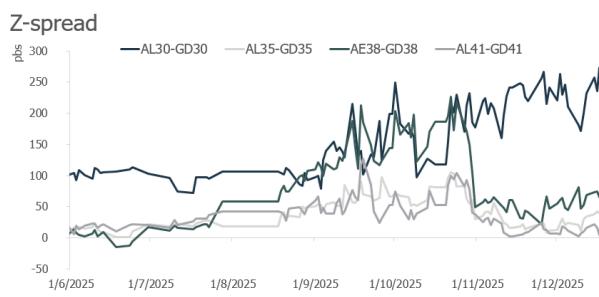
A pesar del desempeño positivo reciente, consideramos que aún existe margen para captar una mayor compresión de los títulos soberanos, con el riesgo país convergiendo hacia niveles en torno a 400–500 bps.

Ticker	Upside potencial de títulos argentinos en dólares								
	Actual			Riesgo país 500			Riesgo país 400		
	TIR	Precio	TIR	Precio	Retorno	TIR	Precio	Retorno	
AL29D	9,7%	69,69	8,81%	70,42	1,05%	7,85%	71,52	2,63%	
AN29D	9,5%	90,88	8,66%	92,92	2,24%	7,70%	95,99	5,63%	
AL30D	9,6%	67,03	8,74%	67,92	1,33%	7,78%	69,27	3,34%	
AL35D	9,8%	77,15	8,87%	80,03	3,73%	7,91%	84,53	9,57%	
AE38D	9,9%	80,39	9,03%	82,98	3,22%	8,07%	87,04	8,27%	
AL41D	9,5%	73,05	8,59%	76,06	4,12%	7,63%	80,84	10,66%	
GD29D	6,3%	73,50	5,53%	74,31	1,11%	4,56%	75,55	2,78%	
GD30D	7,6%	69,67	6,84%	70,63	1,37%	5,87%	72,08	3,46%	
GD35D	9,3%	78,83	8,49%	81,80	3,76%	7,53%	86,43	9,65%	
GD38D	9,3%	82,58	8,47%	85,28	3,27%	7,51%	89,52	8,40%	
GD41D	9,4%	73,29	8,54%	76,31	4,13%	7,58%	81,12	10,68%	
GD46D	9,1%	71,89	8,29%	74,90	4,19%	7,32%	79,76	10,94%	

Fuente: IEB en base a BYMA

En línea con lo anterior, mantenemos una visión constructiva sobre la deuda soberana argentina y ratificamos nuestra recomendación de compra, con especial énfasis en el tramo largo de la curva. En particular, destacamos los bonos GD35 y GD41, dado que estimamos que el ajuste de la curva será predominantemente paralelo.

En términos relativos, siguiendo con el foco en las curvas de GDs y ALs, consideramos que el elevado spread (por arriba de los 250 pbs) entre GD30-AL30 justifica una rotación desde Ley NY a ARG de cara al mes de enero donde se acercan los pagos de los bonares y globales.



Fuente: IEB en base a Reuters

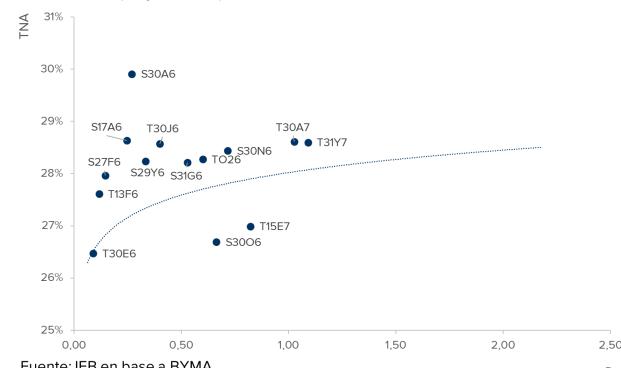
Renta Fija en Pesos

A pesar de que los anuncios del BCRA fueron interpretados positivamente por el mercado, el nuevo esquema de ajuste del techo de la banda, que en enero se actualizará a un ritmo de crawling peg del 2,5% en línea con la inflación de noviembre, y el anuncio del programa de acumulación de reservas por parte del Central,

provocaron una corrección en la curva de tasa fija a partir de los niveles observados en los niveles recientes de inflación y tasas de interés de corto plazo.

El tramo corto de la curva de tasa fija registró una fuerte caída semanal (WTD) de -2,8%, en línea con el tramo medio, que mostró bajas del -2,7%. De manera llamativa, el tramo largo también cerró la semana con caídas, aunque más moderadas, promediando -1,8%. Siguiendo con la curva de tasa fija inclinamos nuestra preferencia en el tramo largo (2027) donde se observan tires superiores al 30% (T30A7 TIR 33%)

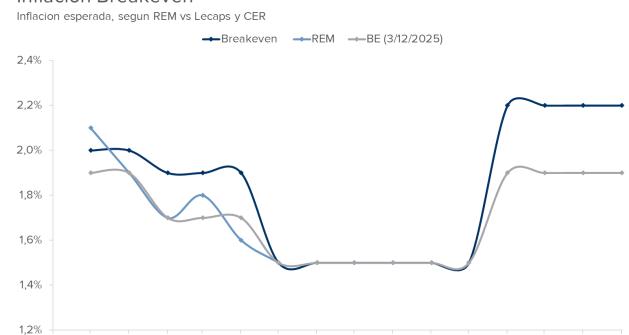
Curva Lecaps y Boncaps



Fuente: IEB en base a BYMA

Durante la semana se observó un aumento en los niveles de breakeven en el tramo corto de la curva, en la comparación entre los títulos en pesos a tasa fija y los instrumentos CER. Allí, los breakeven de inflación se ubican en niveles cercanos al 2,0% (con datos de alta frecuencia corriendo en torno al 2,5%), mientras que en el tramo medio se sitúan alrededor del 1,5% y en el tramo largo por encima del 2,2% tal y como vimos la semana pasada.

Inflación Breakeven



Fuente: IEB en base a Reuters

En relación con la curva CER, a partir de los niveles de breakeven de inflación implícitos entre la curva de tasa fija y la curva CER nos inclinamos por el tramo corto con preferencia en la letra X29Y6 (CER +2%).

Resulta interesante destacar que luego de la publicación del dato de inflación, en la última semana los activos CER largos mostraron subas que cerraron entre 0,20% y 1,10% dependiendo el activo.

Si bien diciembre presenta históricamente una elevada estacionalidad en la demanda de dinero, este efecto comienza a disiparse hacia enero. En este contexto, consideramos prudente iniciar el desarme gradual de las estrategias de carry trade durante estas últimas dos semanas del mes una vez transcurridos los feriados.



Renta Variable

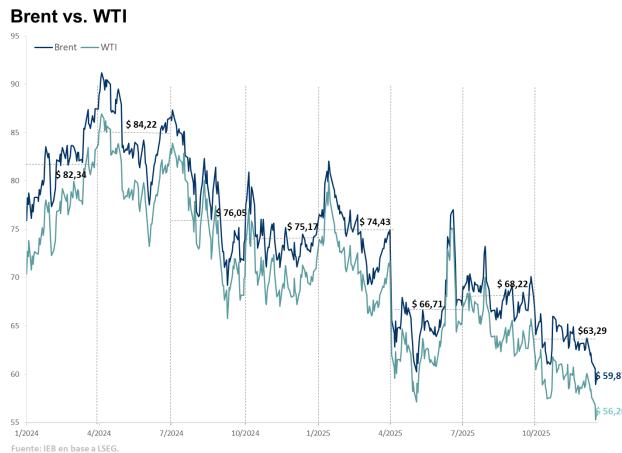
Durante la última semana, la renta variable global venía atravesando un contexto de alta incertidumbre a la espera de los primeros datos económicos de Estados Unidos luego del cierre de gobierno más largo. No fue entonces hasta publicado el CPI de noviembre durante la rueda del jueves que el mercado dio un giro notable hacia un sentimiento positivo, impacto que también se vió reflejado sobre el mercado local.

Es entonces luego de un año cargado de eventos tanto locales como internacionales que han impactado notablemente sobre la renta variable local, que vemos oportuno realizar un análisis retrospectivo sobre la tesis de inversión que hemos estado compartiendo en nuestros semanales. Para ello, realizamos un análisis de atribución, de manera de observar cuáles fueron las selecciones acertadas desde la última rotación.

Sector	Weight	Variación	Attribution
YPFD	20,0%	1,4%	0,3%
VIST	20,0%	-2,1%	-0,4%
Energía	40,0%	-0,4%	-0,1%
ECOG	10,0%	7,2%	0,7%
TRAN	8,0%	27,1%	2,2%
TGNO4	12,0%	19,8%	2,4%
Reguladas	30,0%	17,5%	5,3%
LOMA	10,0%	20,7%	2,1%
Materiales	10,0%	20,7%	2,1%
BMA	10,0%	29,0%	2,9%
BBAR	10,0%	36,5%	3,6%
Bancos	20,0%	32,7%	6,5%
	100,0%		13,73%

Tanto el sector bancario como el sector regulado fueron los grandes motores de la cartera. Por un lado, el sector Regulado proveyó retornos constantes y estables siendo uno de los sectores más defensivos en la cartera, mientras que el sector bancario aportó retornos altos, pero con una alta volatilidad. Dado que es un sector muy sensible a cambios en el riesgo, las últimas semanas en donde el riesgo país comprimió fuertemente, se observaron importantes subas.

El sector que limitó el upside de la cartera fue claramente el de Oil & Gas. Este es un sector con muchísimo potencial de crecimiento de la mano del desarrollo de Vaca Muerta, pero que no deja de escapar a la dinámica internacional del sector.



El castigo a Oil & Gas viene dado principalmente por los cambios en el precio del crudo. Particularmente, el mercado empieza a descontar la posibilidad de dos eventos que podrían afectar el mercado energético:

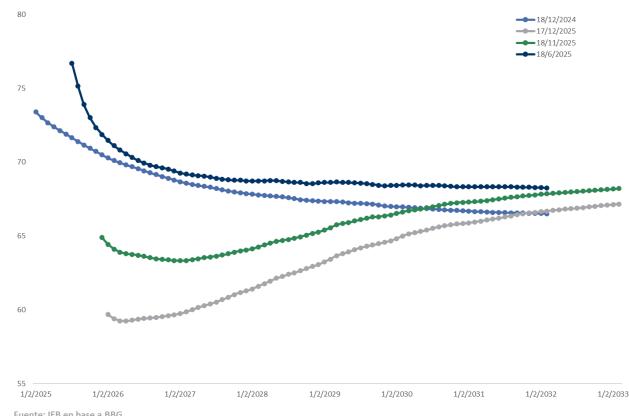
Por un lado, la posible resolución del conflicto de Rusia - Ucrania está presionando a la baja el precio del commodity. En un mercado donde ya se anticipa una sobreoferta para el 2026, el tratado de paz podría impulsar aún más a la baja el precio que estamos viendo hoy. El WTI incluso rompió la barrera de 55 USD/boe durante el martes, adoptando precios que no se veían desde 2021.

Por otro lado, el bloqueo petrolero de Estados Unidos a Venezuela debería tener -en teoría- un impacto positivo en el precio ya que limita la oferta. La realidad, no obstante, es que la oferta de Venezuela tan solo representa el 1% del mercado. De hecho, a largo plazo una normalización de la situación política en Venezuela podría provocar un incremento aún mayor en los volúmenes de producción, presionando aún más los precios.

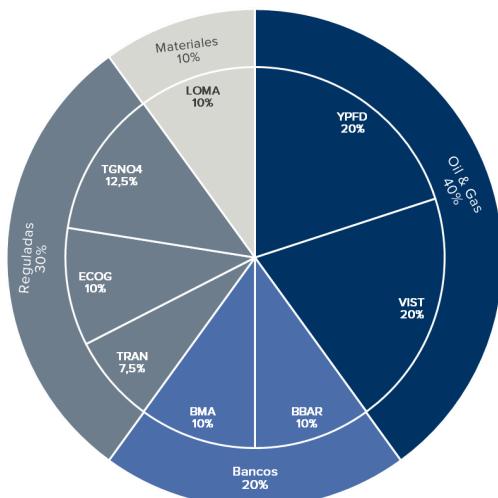
Resulta interesante analizar la evolución de la curva de futuros del precio del Brent. Un año atrás el mercado se encontraba en modo “Backwardation”, es decir, valores que convergían a la zona de USD 70 por barril. Hoy en día el mercado “pricea” una recuperación del precio del crudo a lo largo del

tiempo tras el desplome que sufrió últimamente. Es decir, ha entrado en modo “Contango”. El futuro de la industria para los próximos 5 años es sustancialmente peor de lo que el mercado factorizar hace un año atrás y, por más que convergen en el precio a largo plazo; la sustancial caída en el precio de las posiciones más cercanas es natural que haya impactado negativamente en el precio de las acciones del sector.

Curvas de Futuro de Brent



La pregunta que surge, naturalmente, es ¿es conveniente reducir la exposición al sector? Consideramos que no. Que la caída ya ha sido factorizada y que precios sustancialmente más bajos serían poco probables. Así, mantenemos nuestra estrategia y cartera sin modificaciones:



GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

IEB RESEARCH

ANDRÉS NÓBILE

Director

anobile@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

VALENTIN VEDDA

Analista - Macro

vvedda@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

IGNACIO HERNANDEZ MORAN

Research Assistant

ihmoran@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula nº 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula nº 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) nº 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) nº 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) nº 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) nº 546.