

MONITOR SEMANAL

Ante mayores tensiones, ¿cobertura CER o USD oficial?

La habitual menor oferta neta de divisas en los segundos semestres del año se repite en 2021, que en este caso está afectado por el contexto electoral de medio término, una tasa de inflación persistentemente elevada e incertidumbres particulares.

Para intentar desacelerar la tasa de inflación, se decidió utilizar el tipo de cambio oficial como ancla nominal -desde principios de 2021 la tasa de devaluación mensual del tipo de cambio oficial es 1/3 de la tasa de inflación. La apreciación real del peso que esta política genera y la expectativa de que en los próximos meses el BCRA perderá reservas por intervención en los mercados de cambio -oficial y libres-, reduce la oferta neta de divisas en el mercado oficial y aumenta la demanda de dólares en los mercados libres. Aun en el marco de las ganancias registradas por mejores precios internacionales de nuestras exportaciones agrícolas. De esta manera, se profundiza la pérdida de dólares del BCRA y aumentan las expectativas de modificaciones en la política cambiaria después de las elecciones de noviembre, incluyendo la alternativa de ajustes discretos en el tipo de cambio oficial.

Considerando el tipo de cambio oficial, se requeriría un salto nominal del 20% para llevar el bilateral real ARS/USD a los niveles de diciembre de 2020. Por otro lado, la brecha del orden del 97% con los tipos de cambio libres es un reflejo del contexto actual de incertidumbre.

El escenario descrito se manifiesta en los mercados de capitales, con distintos precios según las expectativas de inflación y devaluación. Lo vemos en las cotizaciones de los instrumentos ajustables por CER y USD-linked. Utilizamos esto como elemento de análisis para evaluar alternativas de cobertura/inversión bajo determinados supuestos. Concluimos que para el corto plazo -marzo 2022- el posicionamiento en instrumentos USD-linked es preferible a uno en CER, pero para uno de mayor plazo -septiembre 2022- no queda tan claro dado que, a los precios y tendencia actual, los mercados estarían arbitrados.

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

A continuación, analizamos las características económicas contextuales y luego nos enfocamos en un ejercicio de posicionamiento en CER o USD-linked, instrumentos a los que acuden los inversores con el objetivo de obtener cobertura, ya sea porque el cepo no les permite acceder al CCL o porque consideran que la brecha ya alcanzó niveles demasiado elevados.

1. Las diferencias en el mercado de cambios entre el primer y el segundo semestre

- Primer semestre: la combinación de altos precios internacionales de *commodities* y el ritmo de liquidación de exportaciones agrícolas fue un determinante para que el BCRA pudiese acumular reservas internacionales por USD 3.050 millones, y simultáneamente haber atendido los pagos netos de deuda y otros compromisos del sector público al exterior y haber utilizado alrededor de USD 1.150 millones para sostener la cotización de los dólares libres. En ese período, el superávit comercial mensual promedio fue USD 1.564 millones -en base caja.

La acumulación de reservas que redujo las expectativas de devaluación del tipo de cambio oficial permitió que el BCRA no tuviera que vender dólares en los mercados de futuro.

Factores de explicación de reservas brutas y otros

USD MM. Base caja. Al 24/9/2021

Factores de explicación	1 semestre	2 semestre (al 24/9)
Variación RRII Brutas	3.050	695
Compras USD MULC (netas)	6.456	13
Operaciones con Organismos Internacionales	-1.176	1.825
Otras operaciones S. Público	-823	-851
Liquidez depósitos en USD	-225	987
Intervención BCRA FX libre	-1.149	-1.355
-Promedio mensual	-192	-473
Ajuste por valuación	-33	77

Otros indicadores	1 semestre	2 semestre (al 31/8)
Posición BCRA vendida USD futuro	0	379
Formación activos externos netos S. Privado No Financiero*	200	-208
Superávit comercial (base caja)	9.386	1.429
-Promedio mensual	1.564	204

* (-) significa pérdida reservas

Fuente: BCRA y estimaciones propias

MONITOR SEMANAL

- Segundo semestre: al 24 de septiembre, el BCRA incrementó las reservas brutas en USD 695 millones contando el ingreso de USD 4.300 millones por los DEGs que se recibieron del FMI a fines de agosto pasado (de los cuales USD 1.900 millones fueron para pagar el vencimiento del 22 de septiembre con al organismo). Es decir, sin esos DEGs las reservas se hubieran reducido en USD 3.605 millones (entre el 1 de julio y el 24 de septiembre). Las compras netas en el MULC fueron prácticamente nulas, apenas USD 13 millones -contra USD 6.456 millones en el primer semestre.

La venta de dólares para intervenir en los mercados libres pasó de un promedio mensual de USD 192 en el primer semestre millones a USD 473 millones. A su vez, el BCRA vendió USD 379 millones en los mercados de dólar futuro.

Es decir, las tensiones cambiarias que estamos viendo exponen la persistencia de una visión de desequilibrio en el mercado de cambios, en parte por cuestiones estacionales, pero también porque aumenta la expectativa de alteraciones en la política cambiaria. La reducción en la demanda de dinero también se refleja en la alta brecha cambiaria.

2. Cobertura con CER o USD-linked

En este contexto, evaluamos el resultado de una inversión a corto plazo en instrumentos ajustables por CER o en USD linked.

El ejercicio considera los siguientes supuestos:

- Horizonte temporal entre octubre de 2021 y diciembre de 2022.
- Para Argentina suponemos una inflación acumulada de 11,9% entre agosto y diciembre de 2021 y 44% en 2022. En el caso de Estados Unidos, 0,6% y 3%, respectivamente.
- Tipo de cambio real bilateral ARS/USD vuelve a fines de 2021 al nivel que tenía en diciembre de 2020, y desde ese momento se lo mantiene constante.

MONITOR SEMANAL

Tasas mensuales de inflación y devaluación FX oficial

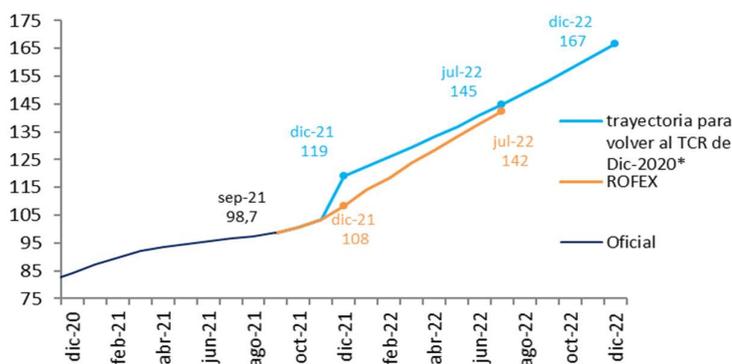
% mensual. A Dic-2022



Fuente: INDEC y estimaciones propias

FX ARS/USD nominal

A Dic-2022



Fuente: estimaciones propias

En base a la tasa de inflación estimada construimos la trayectoria estimada del tipo de cambio oficial nominal ARS/USD. Suponemos que la corrección del 20% nominal ocurre entre noviembre y diciembre de 2021.

En el ejercicio presentamos dos casos, uno de corto plazo -a marzo de 2022- y mediano plazo -septiembre 2022. Asumimos:

- El 30 de septiembre de este año se abren posiciones en activos de corto plazo ajustables por CER (TX22 y T2X2) y ajustables por tipo de cambio oficial – USD linked – (TV22 y T2V2).

	Precio compra	Fecha cierre	mar-22
TX22	171,45	Tipo de cambio break even	121,9
TV22	10.260	Estimación propia	129,5
		ROFEX	123,9

MONITOR SEMANAL

	Precio compra	Fecha cierre	sep-22
T2X2	161,53	Tipo de cambio break even	149,9
T2V2	10.330	Estimación propia	153,2

Dados los precios actuales, el tipo de cambio nominal que iguala los rendimientos de ambas posturas en marzo de 2022 es ARS/USD 121,9 y en septiembre de 2022 es 149,9, por debajo de nuestra estimación y el precio del contrato futuro en ROFEX (en el primer caso) a esa fecha. En este sentido, la opción USD-linked sería preferible para el corto plazo, mientras que para el plazo más largo no queda tan claro, dado que, a los precios y tendencia actual, los mercados estarían arbitrados. Es bueno aclarar que, en ambos casos, existe una serie de riesgos que deberían considerarse y que no incorporamos en este análisis.