

MONITOR SEMANAL

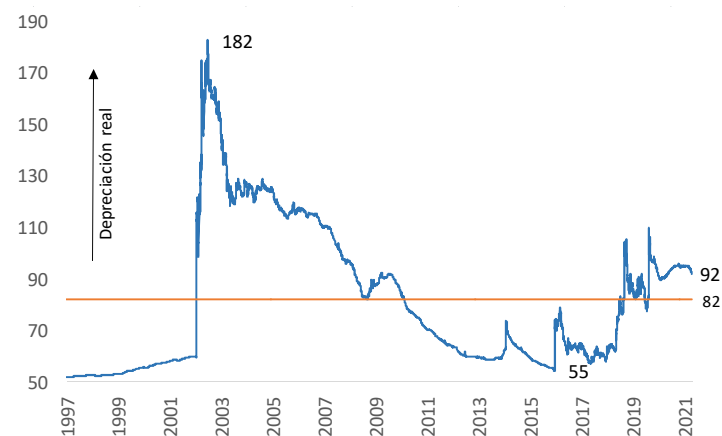
¿Ante una inflación superior a la anticipada, posicionamiento en CER, USD-linked o tasa flotante?

Aunque la inflación de marzo de 4,8% conocida recientemente estuvo muy por encima de lo proyectado (entre 3,9% y 4,2% según el relevamiento de expectativas del BCRA), la respuesta a la pregunta planteada en este informe depende del horizonte de inversión.

El mercado está descontando para el corto plazo una depreciación real del tipo de cambio oficial. Esta expectativa se fundamenta en que el BCRA utilizará el tipo de cambio como una de las anclas para reducir la inflación; en marzo, la depreciación nominal del ARS fue la mitad de la inflación (2,4% contra 4,8%) y en abril la diferencia podría ser aún mayor (en 15 días de abril la depreciación nominal mensual fue del 1,5% contra una inflación esperada de 3,9%).

Tipo de cambio real bilateral ARS/USD

A precios de abr-2021*



Fuente: BCRA y cálculos propios

El tipo de cambio real actual está un 12% depreciado respecto del promedio de largo plazo -a precios de hoy, los ARS/USD 92 actuales se comparan con un promedio de ARS/USD 82. Esta evidencia podría “justificar” la utilización del tipo de cambio como ancla durante un período, más allá del impacto negativo sobre el balance de pagos de una apreciación real del ARS y otras consideraciones sobre la teoría de la paridad del poder de compra. Sin embargo, la dinámica de ajustar el tipo de cambio

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Lucas Longo
ANALISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

nominal por debajo de la tasa de inflación apuntaría a reducirla de cara a los comicios de octubre.

La mencionada dinámica del tipo de cambio difícilmente pueda sostenerse con posterioridad a las elecciones. Por un lado, si se cierra un acuerdo con el FMI que implique diseñar e implementar un programa de estabilización, muy probablemente derive en un reacomodamiento integral de variables, entre ellas el tipo de cambio. En ese contexto, una depreciación real inicial del peso no puede descartarse. Por otro lado, si el acuerdo con el FMI se dilata, el post-octubre también podría implicar un reacomodamiento del tipo de cambio nominal para evitar un deterioro del balance de pagos. Sea por uno o por otro escenario, cabe pensar que con un horizonte post-electoral el ARS puede volver a depreciarse.

Para responder a la pregunta del título y a los efectos de pensar en posicionamientos de cartera, planteamos el siguiente ejercicio.

Para ello, partimos de las opciones de inversión en bonos, mostrando los rendimientos actuales de deuda en ARS ajustable por CER, por USD-oficial (USD-linked) y BADLAR, con un horizonte de inversión a septiembre de este año (fecha de las PASO) y otro a 1 año (abril de 2022). Para ello, trabajamos con los siguientes supuestos:

- Disponibilidad de instrumentos: la oferta de estos instrumentos en el mercado es importante, pero no necesariamente coincide con las fechas de vencimiento previstas en este ejercicio. Por ese motivo, a efectos del cálculo completamos la curva según precios y rendimientos actuales para cada uno de los segmentos.
- Tasa BADLAR, asumimos que se mantiene en el nivel actual, TNA 34% a un mes.
- Expectativas de inflación: dado el resultado de la inflación de marzo, tomamos la curva de inflación mensual del percentil 90 del REM –no la mediana– que estima una inflación promedio mensual abril-septiembre del 3,5%. Para reflejarlo en el CER, consideramos el rezago metodológico en el ajuste, que es de 45 días –ej, inflación del primer día de marzo ajusta el índice del 16 de abril.

MONITOR SEMANAL

- Expectativas de devaluación del tipo de cambio oficial: tomamos la tasa implícita de devaluación que surge de los contratos de ROFEX.

En la primera parte de la tabla presentamos los rendimientos de mercado actuales de los tres tipos de activos. La posibilidad de arbitraje entre distintos instrumentos en combinación con las expectativas de inflación y devaluación pueden llevar, como en el caso del bono ajustable por CER, a un rendimiento negativo en el corto plazo (ej, arbitraje entre la tasa de interés en ARS y la expectativa de inflación). En la segunda parte de la tabla las expectativas de inflación y devaluación que surgen del relevamiento de expectativas del BCRA (REM) y la tasa de depreciación del tipo de cambio oficial que surge de los contratos de USD futuro en ROFEX.

Ejercicio de retorno total con instrumentos con vencimiento en sep-21 y abr-22

| | sep-21 | abr-22 |
|---|--------|--------|
| TIR por tipo de colocación | | |
| Ajustable por CER | -3,7% | 1,92% |
| USD-Linked | 5,8% | 1,85% |
| BADLAR | 39% | 42% |
| Expectativas de: | | |
| Inflación (REM) | 54% | 52% |
| Devaluación FX oficial (ROFEX) | 40% | 48% |
| Rendimiento anual según expectativas | | |
| CER | 48% | 55% |
| USD-Linked | 48% | 50% |
| BADLAR | 39% | 42% |

¿Es sostenible este diferencial a un año?

Fuente: Qf en base a BYMA, BCRA, Rofex

En la última parte de la tabla vemos los rendimientos anuales implícitos que surgen de combinar esa información. Para un posicionamiento a septiembre de este año, por el diferencial de rendimientos, los activos ajustables por CER y los USD-linked tienen un rendimiento similar en pesos, aunque considerando que el sesgo es hacia un aumento de la inflación mayor al esperado, preferimos posiciones en los primeros.

MONITOR SEMANAL

En cambio, cuando consideramos el rendimiento de los títulos a un año de plazo, deberíamos revisar si la devaluación implícita en la curva de ROFEX resulta razonable. A priori, por lo argumentado en la primera mitad del informe existirían elementos para considerar que la devaluación del tipo de cambio oficial debería al menos converger a la tasa de inflación, así los bonos USD-linked a un año lucen más atractivos que los ajustables por CER.