

Cambios en las expectativas de devaluación del tipo de cambio oficial

Durante las últimas semanas se viene observando una importante reducción de la tasa de devaluación del tipo de cambio oficial implícita en los contratos de futuro. Entre el 27-oct y el 21-dic la tasa nominal anual (TNA) promedio pasó de 117% a 83%, una baja de 3.380 pbs, que fue acompañada por un aplanamiento de la curva, con muy poca pendiente.

El menor aumento del dólar futuro se dio en el contexto de etapas escalonadas de acumulación de reservas internacionales durante el segundo semestre del año –primero impulsado por el USD soja 1 y ahora por el USD soja 2- que redujo las expectativas de la inevitabilidad de un salto discreto del tipo de cambio en el corto plazo.

Al mismo tiempo, la baja de la tasa de inflación de nov-22 pasado ubicó la tasa de interés real de política en terreno positivo en el periodo. También se observa una política fiscal que reduce el gasto primario en términos reales y que genera determinados ingresos extraordinarios.

Que se sostenga este sendero de ajuste monetario y fiscal en un año electoral, que se logre bajar la tasa de inflación y que se puedan acumular reservas para cumplir con lo acordado con el FMI, son algunos de los elementos que quedan por verificarse en 2023 y que podrían alterar el reciente sendero observado de reducción de la expectativa de devaluación. Esta cuestión podría representar, para algunos, una consideración para la compra de cobertura por tipo de cambio oficial a precios relativamente inferiores –una TNM promedio de 6,9%-.

La evolución reciente del mercado de futuros de USD

En las últimas semanas las tasas de devaluación del tipo de cambio oficial implícitas en los contratos de futuro de USD han venido reduciéndose. Se ve que a fines de oct-22 la curva indicaba una TNA por encima del 110-120%, dependiendo del plazo, mientras que al 21-dic variaba entre 81-86% TNA.

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

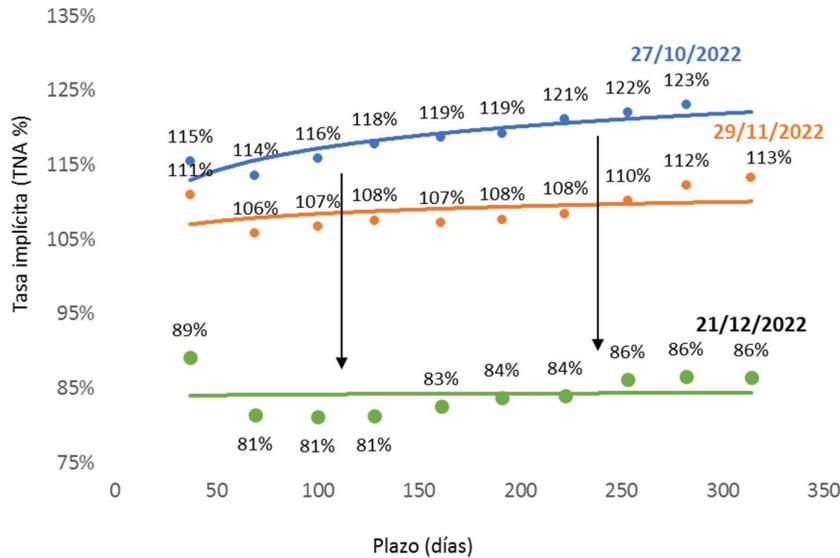
Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

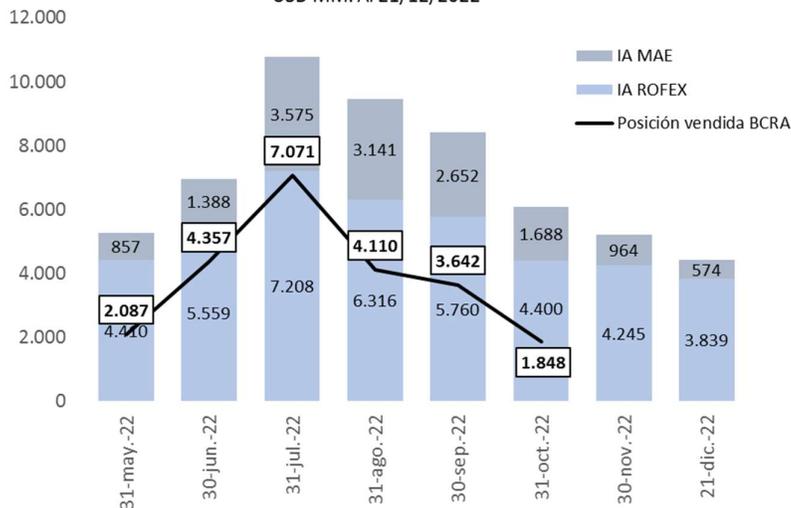
Tasa de devaluación implícita del FX oficial en contratos ROFEX
TNA %. Al 21/12/2022



Fuente: ROFEX y MAE

Esa menor expectativa de devaluación se reflejó en el interés abierto en ROFEX y MAE, que se redujo USD 795 millones entre fines de nov-22 y el 21-dic (de USD 5.209 millones a USD 4.413 millones). Más aún, cayó 60% con relación al pico de USD 10.783 millones registrado a fines de jul-22. En ese momento, la posición vendida del BCRA era de USD 7.071 millones, cifra que pasó a USD 1.848 millones a fines de oct-22 (última información disponible).

Interés abierto en ROFEX y MAE y posición vendida neta del BCRA
USD MM. Al 21/12/2022



Fuente: ROFEX y BCRA

MONITOR SEMANAL

Además, otros factores pueden haber incidido en la reciente reducción de las tasas de futuros:

- Desaceleración del “*crawling peg*”: el dato de inflación de 4,9% mensual en nov-22, llevó también a una desaceleración del ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial. Pasó de 6,7-7% en nov-22 a 6,1-6,3% en dic-22.
- Alguna expectativa de baja de la tasa de interés en ARS: en el contexto de alguna desaceleración de la inflación y del nivel de actividad, aumenta la probabilidad de que el BCRA comience un proceso de reducción de la tasa de interés en ARS -la última decisión del Directorio fue dejar de subirla, dejándola en los niveles previos- lo cual incide sobre las tasas implícitas en ROFEX.
- Depreciación posible del USD: como lo mencionamos en nuestro informe semanal pasado, desde mediados de oct-22 el USD se depreció, lo cual quita presión a correcciones del tipo de cambio en Argentina considerando la paridad relativa del ARS con las monedas de nuestros principales socios comerciales. También contribuyó a la reducción de la brecha cambiaria, aunque permanece elevada.
- Demanda estacional de dinero: hacia fin de año aumenta la demanda estacional de dinero. Pagos de obligaciones en ARS pueden inducir el reordenamiento de portafolios para generar liquidez en ARS, entre ellos afectar posiciones en futuros de USD.
- Relevancia relativa de cobertura del mercado de futuros del USD oficial: en algunos casos perdió relevancia el tipo de cambio oficial para fijar precios locales. Las crecientes dificultades para acceder al mercado oficial de cambios para el pago de importaciones (Com. A3500) lleva a usar menos como referencia al tipo de cambio de esa norma. Complementariamente, hay algún riesgo percibido en la aplicabilidad de esa referencia a los contratos de USD futuro en caso de eventual alteración importante del régimen cambiario.

La reducción de la expectativa de una variación discreta en el tipo de cambio oficial, y en consecuencia de las tasas implícitas en los contratos de USD futuro, depende de que se mantenga la

MONITOR SEMANAL

tendencia a la desaceleración de la tasa de inflación, que la misma se sostenga por políticas monetarias y fiscales consistentes y que no se amplíe la brecha cambiaria. Ello, en un contexto complejo, en particular al considerar la situación de las cuentas externas. Estas visiones, a prueba en un año electoral que se inicia, tenderán a reflejarse en la volatilidad de las tasas implícitas en esos contratos.