

Apuntes sobre el tipo de cambio

Resumen y conclusiones

- La dinámica del peso en los últimos meses ha tendido hacia una muy marcada apreciación real y tiene sus raíces en factores fundamentalmente locales.
- En este contexto, comenzaron a surgir debates en torno a la sostenibilidad del nivel tipo de cambio real actual, sugiriendo implícitamente la posibilidad de algún ajuste en el corto plazo.
- Para nosotros, sin embargo, esta preocupación no sólo es exagerada sino incompleta: entendemos que el nivel del tipo de cambio real debe mirarse en conjunto con una serie de variables macro que lo determinan.
- En línea con esto, no creemos que sea necesario aumentar la dolarización de nuestras carteras recomendadas. Respecto de la asignación estratégica dentro del universo de activos en pesos, seguimos creyendo que el mayor valor está en la curva CER

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Analista

Federico Bruno
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de Ocampo 3302
WO Barrio Parque Bureaux
Módulo IV - 3er Piso
C1425DFE

Apuntes sobre el tipo de cambio

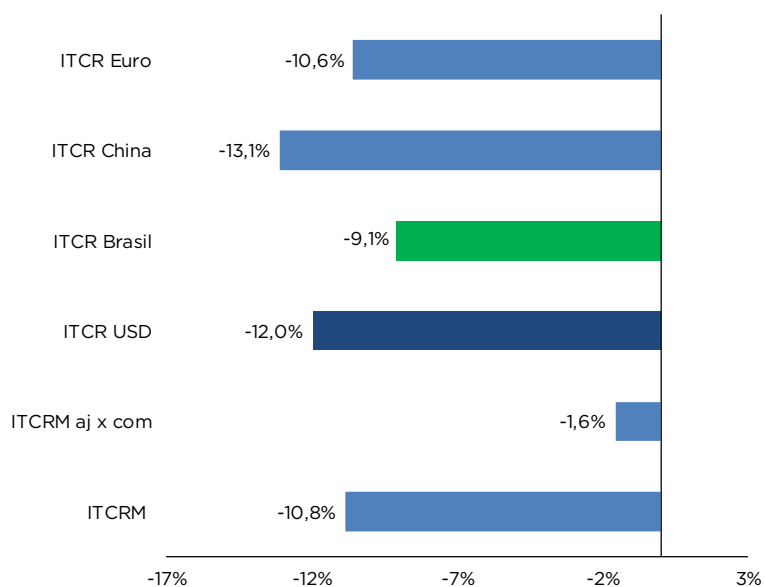
El período de tranquilidad cambiaria se extiende y ya acumula más de dos meses. Las consecuencias positivas de este fenómeno son muy perceptibles tanto en la performance del oficialismo en las encuestas, como en la evolución de la inflación. Sin embargo, notamos que gran parte de las discusiones macro comienzan a girar en torno a la dinámica y el nivel del tipo de cambio real, reflejando cierta preocupación por la cuestión y sugiriendo que podría haber algún ajuste en el corto plazo. En este informe nos proponemos analizar este tema para brindar un punto de vista y, en base a ello, revisar el posicionamiento estratégico de nuestras carteras.

La dinámica del tipo de cambio real en los últimos meses ha tendido hacia una muy marcada apreciación y tiene sus raíces en factores fundamentalmente locales. Desde principios de mayo, cuando comenzó este período de *pax* cambiaria, el peso se apreció entre un 5% y un 15% dependiendo del tipo de cambio real que se mire (bilateral con EE.UU./Brasil, multilateral o ajustado por materias primas). Por su parte, las condiciones globales acompañaron con un mayor optimismo en torno a la resolución de las disputas comerciales entre China y EE.UU. y a una mayor predisposición de los principales bancos centrales del mundo a tomar una postura más laxa. Como consecuencia, el grado de aversión al riesgo disminuyó y ayudó a la fortaleza de las monedas emergentes en general.

Claramente, este contexto global jugó a favor del peso, una moneda que había demostrado tener un beta (sensibilidad al cambio de condiciones financieras internacionales) mayor al resto.

No obstante, si medimos los determinantes de la apreciación notamos que gran parte de este movimiento fue causado por factores locales. Desde el 30-abr el tipo de cambio real bilateral del peso vs. el dólar se apreció 10,8%, mientras que las monedas emergentes se apreciaron solo 1,2% en términos reales. Es decir, solo un 10% de la apreciación del peso se explica por factores internacionales.

Marcada apreciación real del peso en los últimos meses:
Var. entre 27-abr-19 y 11-jul-19



Fuente: BCRA

Apuntes sobre el tipo de cambio

A nuestro entender, las principales razones de la performance de la moneda local en los últimos meses pueden dividirse en tres grupos: fundamentos macro, aspectos técnicos del mercado cambiario y factores políticos. Dentro del primero encontramos el esquema cambiario que dota de capacidad de intervención al BCRA, los elevados niveles de tasa de interés real en el contexto de un esquema estricto de agregados monetarios y un importante ajuste en las cuentas externas. Dentro del segundo grupo, podemos mencionar la liquidación de agro dólares y las ventas de dólares del Tesoro. Por último, tampoco se pueden obviar los factores políticos, principalmente el anuncio de las fórmulas de Fernández-Fernández y Macri-Pichetto que removi6 una fuente importante de incertidumbre y fue percibida por el mercado como una mejora en la competitividad del Gobierno de cara a octubre.

En este contexto, comenzaron a surgir debates en torno a la sostenibilidad del nivel tipo de cambio real actual, sugiriendo implícitamente la posibilidad de algún ajuste en el corto plazo. El principal argumento de esta posición es que la pax cambiaria de los últimos dos meses terminó de consumir el colch6n con el que se contaba en el comienzo del plan monetario de Sandleris: seg6n el tipo de cambio real multilateral, el peso est6 hoy m6s de 25% m6s caro en t6rminos reales que a principios de octubre de 2018, pr6cticamente en el mismo nivel que en marzo de 2016 y aproximadamente 10% m6s apreciado que en enero de 2014, luego de la devaluaci6n de Kicillof.

El nivel del tipo de cambio real en perspectiva



Fuente: Consultatio Investments

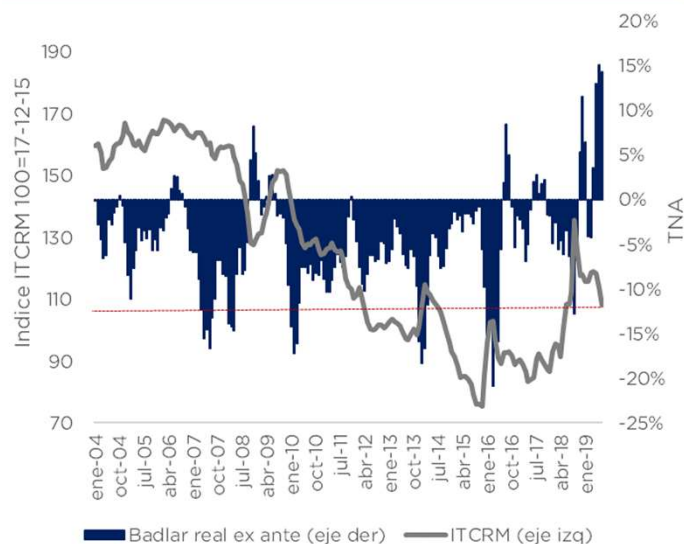
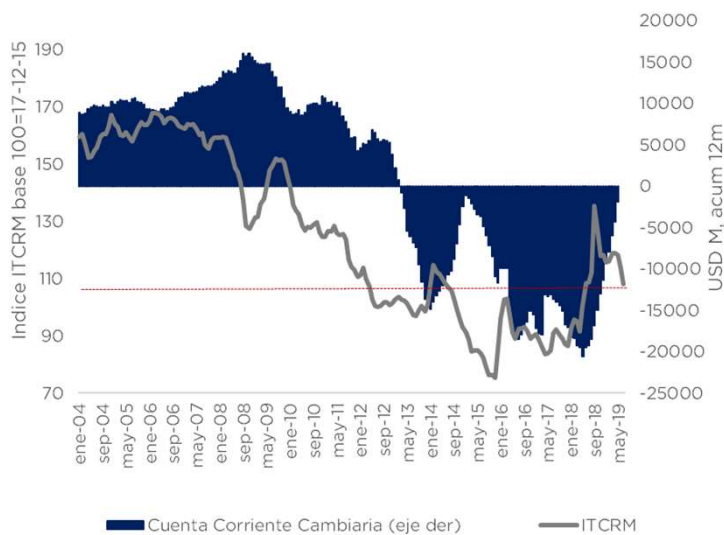
Apuntes sobre el tipo de cambio

Para nosotros, sin embargo, la preocupación basada exclusivamente en el nivel del tipo de cambio real no sólo es exagerada sino incompleta: entendemos que el nivel del tipo de cambio real debe mirarse en conjunto con una serie de variables macro que lo determinan. Bajo esta perspectiva, notamos que durante momentos donde el tipo de cambio real multilateral estaba en niveles similares a los actuales, como en jun-18, mar-2016 o ene-14, tanto los niveles de tasa real como la balanza de cuenta corriente eran muy distintas. Por ejemplo, la tasa real (entendida como Badlar real ex ante en términos anuales) está en niveles de 14% actualmente vs. -3,5% en jun-18, -20,9% en mar-16 y -18,3% en ene-14.

De la misma manera, la cuenta corriente del balance cambiario acumula actualmente un déficit de USD 1.900 M, lo que contraste con déficits mucho mayores de USD 19.500 M, USD 9.900 M y USD 14.900 M en jun-18, mar-16 y ene-14, respectivamente. Entendemos que a mayor nivel de tasa real y menor déficit de cuenta corriente, el nivel de tipo de cambio real requerido para estabilizar las cuentas externas es menor (mas apreciado).

La cuenta corriente está más equilibrada que en otros momentos con el mismo nivel de tipo de cambio

... y además, la tasa real está en niveles mucho más altos



Fuente: Consultatio Investments

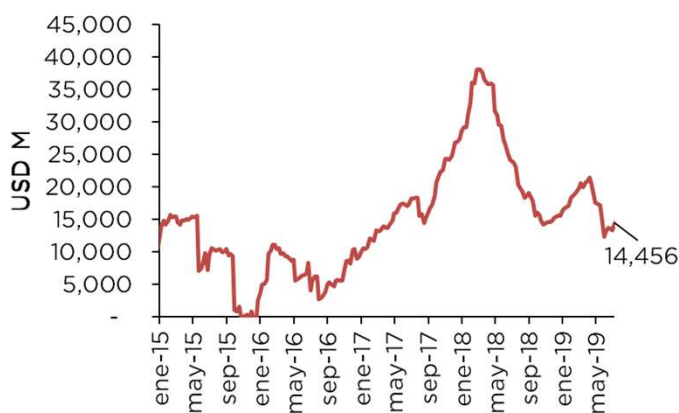
Fuente: Consultatio Investments

Apuntes sobre el tipo de cambio

A todo esto, debemos agregar que el poder de intervención del BCRA se mantiene intacto: desde que se anunció el nuevo esquema no intervino. Las reservas internacionales netas de la autoridad monetaria se sostienen en USD 15.000 M. Incluso, aprovechó el buen momento del mercado cambiario para ampliar su capacidad de intervenir en el mercado de futuros (posición neta compradora por USD 1.600 M a mayo) y además le pidió al FMI ampliar el margen (tiene un máximo de USD 1.900 M).

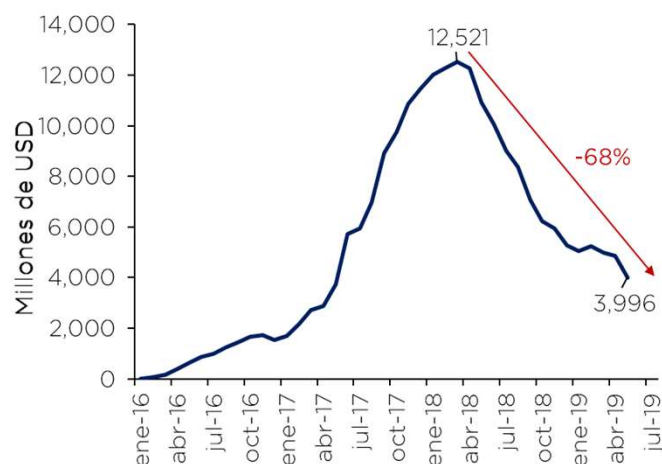
Finalmente, **también notamos aspectos técnicos que deberían ser favorables.** Por un lado, notamos que todavía hay espacio para que la liquidación de dólares del agro continúe dada la magnitud de la cosecha que esperamos y las liquidaciones que han estado haciendo en lo que va del año. Por otro, la posición neta compradora de no residentes en activos locales se redujo un 70% respecto del pico de 2017, lo cual refleja un menor potencial de salida por el lado de inversiones de cartera. En la misma línea, la venta de dólares del Tesoro también contribuirá. Cabe destacar que esperamos que el Tesoro tenga un exceso de financiamiento en USD hacia fin de año, superávit que deberá ir volcando al mercado para financiar necesidades en pesos.

El poder de intervención del BCRA se mantiene intacto



— RRII netas de Swaps, Encajes en USD, Dep. en USD del Gob, Otros dep, Obligaciones con OOI

La posición neta compradora de no residentes se redujo 70%



— Stock de Inv en Portafolio- Mandato MM

Fuente: Consultatio Investments

Apuntes sobre el tipo de cambio

Obviamente, existen riesgos. El principal es el riesgo político, particularmente el riesgo de encuestas negativas y un resultado malo para el oficialismo en las PASO (diferencia a favor de Fernández de ¿5 puntos.?). Según las últimas encuestas, este riesgo habría disminuido bastante en las últimas semanas: nuestro modelo de seguimiento de encuestas, la diferencia entre Fernández y Macri se achicó desde los 8 pp. luego del anuncio de Pichetto hasta 4 pp. en los primeros días de julio. De todos modos, la capacidad para auscultar el pulso político del votante de las encuestas es discutible en este contexto, y el evento de las primarias sigue siendo clave para definir el resultado final de las elecciones.

En línea con esto, **no creemos que sea necesario aumentar la dolarización de nuestras carteras recomendadas. Respecto de la asignación estratégica dentro del universo de activos en pesos, seguimos creyendo que el mayor valor está en la curva CER, a pesar de que estos activos han tenido una recuperación muy marcada esta semana. Por eso, seguimos manteniendo una importante ponderación del fondo Consultatio Deuda Argentina dentro de nuestras carteras.**

Fuente: Consultatio Investments

BANCA PRIVADA

Alejandro Gorostiaga
agorostiaga@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2260

ATENCIÓN MINORISTA

María José Adamoli
mjadamoli@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2229

INSTITUCIONALES

Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2296

PARTNERS COMERCIALES

Gisela Alonso
galonso@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2212

ESTRATEGIA

José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2247

APERTURA DE CUENTA

apertura@consultatioinvestments.com
+54 11 2206-2255

ENCONTRANOS EN: Avda. Ortiz de Ocampo 3302. WO Barrio Parque Bureaux Módulo IV. 3er Piso C1425DFE

Disclaimer

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. 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 significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investment S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° [351], Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n° [18] y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° [47], todos ellos de la CNV. Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. es un Agente de Administración de Productos de Inversión Colectiva registrado bajo la matrícula n° 13 de la CNV.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotapartes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.