La soja como anestesia para la apreciación al cuadrado

Resumen y conclusiones

Desde junio de 2021 que el dólar a nivel global se estuvo apreciando a velocidad crucero. El índice DXY, que refleja su performance contra una canasta de monedas, se ubica en valores máximos de casi 20 años y está a solo 14% de sus máximos en 35 años.

Asimismo, en esa misma ventana temporal, el peso no solo que no se depreció como el resto de las monedas frente al dólar, sino que se apreció en términos reales casi un 12%, reflejando una "apreciación al cuadrado". Esto fue posible meramente por el viento de cola de los commodities y gracias a que los términos de intercambio del país se ubican en máximos históricos.

La fortaleza del dólar correlaciona inversamente con los precios de los commodities, por lo que vemos que estos términos de intercambio históricos corren un riesgo de reversión una vez que los desajustes de oferta y demanda originados por la pandemia y exacerbados por la guerra se corrijan. Argentina, que no logra acumular reservas ni siquiera cuando "todo va bien", queda especialmente expuesta a esto debido a la apreciación que su moneda acumula.

A nivel estrategia, mantenemos nuestra predilección por LECERES largas y cobertura a brecha (CCL), aunque sumamos una recomendación para diversificar con bonos Badlar. Los *dollar linked* están menos caros, aunque el timing no parece el mejor dado que el BCRA comenzó a acumular reservas.

José M. Echagüe
Estratega

Tomas Ruiz Palacios
Estratega de Renta Fija

Melina Costanzo
Analista

Dan Gonen
Analista

+54 11 2206 2206

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

La soja como anestesia para la apreciación al cuadrado

Acostumbrados a mirar los vaivenes del tipo de cambio desde la perspectiva del Peso, es frecuente asociar la extraordinaria volatilidad cambiaria argentina a la igualmente notable volatilidad macro que ha tenido nuestro país durante las últimas décadas.

Sin embargo, esa comparación oculta un punto central y tal vez obvio: medimos el valor del peso contra el USD, otra moneda a la que también "le pasan cosas" y se mueve. Y más importante todavía: sus movimientos son mucho mas determinantes para el resto de las variables que configuran el llamado "contexto internacional" (tasas de interés, acceso a crédito internacional, nivel de actividad y precios de materias primas), a la que Argentina como cualquier economía pequeña estuvo siempre tan expuesta.

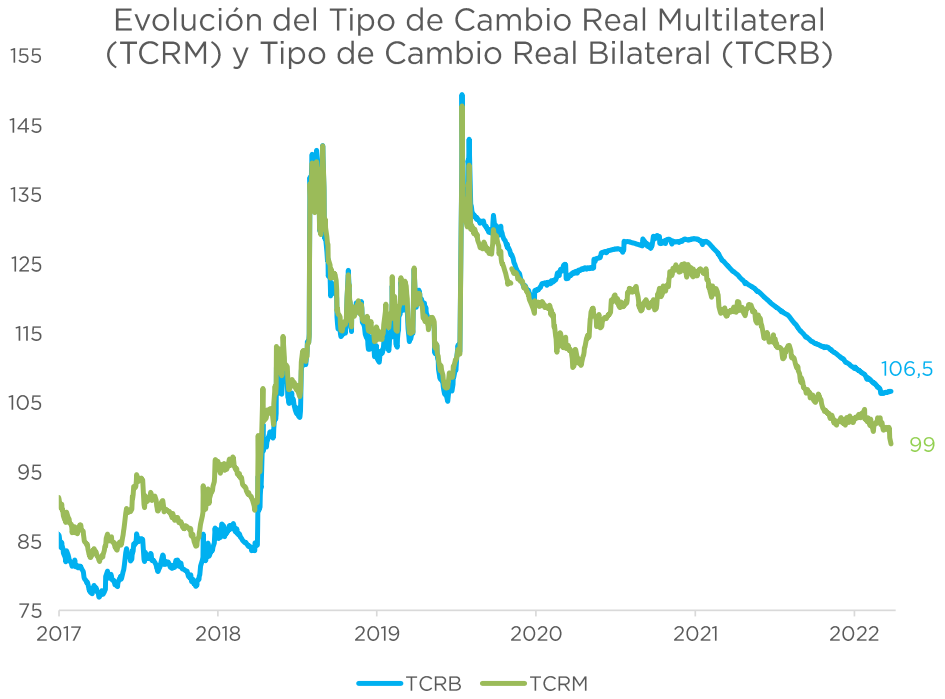
Desde junio del 21, el USD se estuvo apreciando a velocidad crucero frente a la mayoría de las monedas del mundo. Si comparamos su performance contra una canasta de monedas de países desarrollados (DXY), su valor se subió 16% en los últimos 9 meses. Esto deja al valor actual solo 14 puntos porcentuales por debajo del máximo de los últimos 35 años alcanzado en julio de 2001.

Fuente: Consultatio en base a Bloomberg.

La soja como anestesia para la apreciación al cuadrado

Entre los principales determinantes de la apreciación del USD a nivel global, nos importan dos: 1) la más rápida velocidad de salida de la crisis 2020 de la economía norteamericana (que a esta altura es historia), y; 2) tal vez más importante, la perspectiva futura de suba de tasas más agresiva que hoy tiene la FED versus cualquiera de los principales Bancos Centrales del mundo.

Mientras tanto, también desde junio del 2021, el Peso no sólo no se depreció como el resto de las monedas frente al USD más fuerte sino que por el contrario, se apreció en términos reales casi un 12%, lo que hace que si nos comparamos contra una canasta más amplia de monedas como la que está representada en el DXY, la apreciación del peso haya sido mucho mayor. El nivel actual del TCRB es 106,5 equivalente al que tenía Argentina en julio del 2019, en una situación muy distinta a la actual.



Fuente: Consultatio en base a BCRA.

Este resultado no tiene un solo factor para explicarse, pero no hay ninguna duda que la suba de los precios de materias primas que la invasión de Rusia a Ucrania aceleró tuvo un impacto muy positivo sobre los términos del intercambio argentinos, dejándolos en su mejor momento en los últimos 32 años.

La soja como anestesia para la apreciación al cuadrado

Fuente: Consultatio en base a BCRA.

Argentina queda entonces en una encrucijada internacional que tiene riesgos asimétricos: su situación externa está en gran medida explicada por factores que son volátiles en el corto plazo (guerra, restricciones de oferta, clima), al mismo tiempo que se encuentra amenazada por factores que tendrán impacto en el mediano plazo que tiene un carácter mucho menos incierto (la suba de tasas que lidera la FED hoy para bajar máxima inflación de los últimos 40 años en un contexto de desempleo mínimo). La conclusión es clara: el riesgo es más alto.

El balance cambiario de marzo lo refleja bien. Mirando el resultado en detalle, vemos que las divisas ingresadas por exportaciones registraron un récord de USD 19.738 M en el primer trimestre del año. Aun así, los dólares no alcanzan. La explicación reside en que las importaciones vienen acelerándose a paso firme alcanzando los USD 15.879 M en el primer trimestre, mientras que el déficit de turismo superó los USD 500 M.

La soja como anestesia para la apreciación al cuadrado

Esta encrucijada, además, muestra perspectivas muy desafiantes hacia adelante. Esto se debe a que la fortaleza del dólar correlaciona inversamente con los precios de los commodities, por lo que vemos que estos términos de intercambio históricos corren un riesgo de reversión una vez que los desajustes de oferta y demanda originados por la pandemia y exacerbados por la guerra se corrijan. Argentina, que no logra acumular reservas ni siquiera cuando "todo va bien", queda especialmente expuesta a esto debido a la apreciación que su moneda acumula.

Fuente: Consultatio en base a Bloomberg.

La soja como anestesia para la apreciación al cuadrado

Estrategia

En la última semana los breakevens cayeron. La inflación esperada por el mercado para 2022 se redujo desde 69,7% a 66,9% y la devaluación desde 63,1% a 57,3%. La principal razón de esto fue que los activos a tasa fija subieron de precio (y redujeron sus rendimientos); simultáneamente, los bonos dollar linked ajustaron (por eso el breakeven de devaluación bajó mucho), aunque las LECERES y BONCERES mantuvieron subas moderadas (por eso el breakeven de inflación cayó, pero menos).

Inflación 2022	Actual	Semana Previa
Breaekeven en bonos	66.90%	69.70%
Último REM	59.50%	59.50%
Escenario Base	73.50%	72.70%

Devaluación 2022		
Breakeven en bonos	57.6%	63.1%
ROFEX	58.6%	61.5%
Último REM	50.7%	50.7%
Escenario Base	54.6%	54.6%

TCRB 2022 *		
Breakeven en bonos	0.57%	2.36%
Último REM	0.63%	0.63%
Escenario Base	-5.10%	-4.66%

* Inflación US 2022 estimada en 6,5%.

La soja como anestesia para la apreciación al cuadrado

Con este movimiento, creemos que las LEDES largas quedaron caras, en tanto que seguimos viendo el mayor valor en las LECERES largas y los BONCER que vencen antes del periodo electoral. Los bonos badlar quedaron muy atrás del resto de los activos en abril y lo que va de mayo e incluso sin considerar una nueva suba de tasas (la cual es probable) lucen atractivos; igualmente, debido a su poca profundidad recomendamos posiciones moderadas.

Manteniendo la visión de informes pasados, nuestro escenario base es que la meta de acumulación de reservas no se podrá cumplir (el mayor riesgo está en la revisión de diciembre), aunque el FMI otorgaría un waiver. Por ello seguimos viendo al dólar CCL como la mejor manera de cubrir las carteras con respecto al tipo de cambio, porque será un buen termómetro de la acumulación de problemas que seguimos visualizando. Los dollar linked tras el ajuste de esta semana están menos caros y vuelven a tener sentido para las carteras con mandato de cobertura al tipo de cambio oficial, aunque el *timing* de ingreso difícilmente sea bueno, considerando que el BCRA comenzó a acumular reservar.

INSTITUCIONALES & PARTNERS
Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES
Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA
Alejandro Gorostiaga
agorostiaga@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA
Adriana Caceres
asesores@consultatioinvestments.com

ESTRATEGIA
José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com

APERTURA DE CUENTA
apertura@consultatioinvestments.com

Nota de responsabilidad

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 Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula Nº 18 Disposición Nº 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula Nº 351 Resolución Nº 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula Nº 47 Disposición Nº 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

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 d e 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 deasumir, 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.