

Mayor respaldo de las reservas por la devaluación, quitan presión al dólar

La contracara positiva de la suba del dólar en estos meses es que ha mejorado los ratios de cobertura monetaria, es decir, el porcentaje de pesos emitidos que es respaldado con las reservas en dólares del BCRA.

Al momento de establecerse el cepo cambiario (31/10/2011) las reservas representaban un 106% de la Base Monetaria (Circulación Monetaria más Depósitos de los Bancos en Cuenta Corriente en el BCRA), situación que fue degradándose hasta llegar a un 39% al momento de asumir el nuevo gobierno (10/12/2015), es decir que, al tipo de cambio vigente en ese momento, las reservas del BCRA sólo respaldaban el 39% de los pesos emitidos. Con la salida del cepo este porcentaje se elevó hasta un 53%, 54% a finales de 2015, 76% a finales de 2016 y 103% a finales de 2017, mejoras que se fueron dando por el incremento en las reservas, la suba de la divisa norteamericana y también por la absorción de pesos vía emisión de LEBAC. Es decir que, a finales de 2017, al tipo de cambio vigente las reservas respaldaban el 100% de la base monetaria, tal cual sucedía antes de establecerse el cepo cambiario y durante el periodo de Convertibilidad.

Este ratio es más que aceptable si no se tiene en cuenta el stock de LEBAC, que pasó de USD 21.000 millones en la salida de cepo, a un máximo de USD 68.000 millones en diciembre de 2017, aumento que a su vez coincidió con la disminución en el plazo promedio de los vencimientos (de 51 días al día de la fecha). Pero cuando calculamos los ratios de cobertura sumando este stock de LEBAC a la Base Monetaria, vemos que las reservas sólo respaldaban un 26% al inicio de la gestión del gobierno, 36% en la salida del cepo, 43% a finales de 2016 y 49% a finales de 2017, niveles preocupantes dado el plazo promedio de los vencimiento, pero no tenidos en cuenta mientras duraran las expectativas económico-financieras positivas y el ingreso de capitales apostando al carry-trade, en ese entonces "los flujos mataban cualquier fundamental".

¿Cómo estamos hoy?

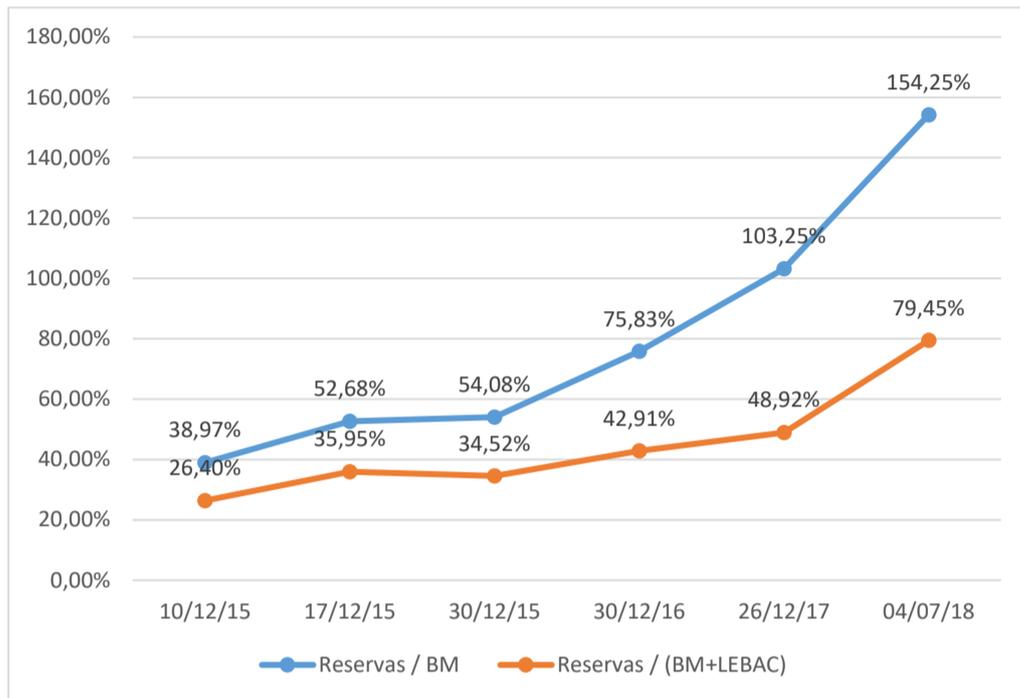
Si calculamos la cobertura monetaria al día de la fecha, vemos que a un dólar de 28.03 las reservas representan un 154% de la base monetaria y sumando el stock de LEBAC, respaldan un 80% de dichos pasivos. Resumiendo, pasamos de respaldar un 53% de la base monetaria en la salida del cepo a un 154% en la actualidad (mejora de 193%) y de respaldar un 36% de la BM+LEBAC a un 80% en la actualidad (mejora de 121%), es decir que los fundamentals hoy son mejores (al menos en este punto), pero ya no contamos con las expectativas positivas de meses atrás.

Si bien queda por delante el vencimiento de LEBAC del 18/07 por unos \$539.000 millones, equivalente a USD 19.200 millones, que podría sumar algún nuevo salto a la divisa así como sucedió en vencimientos anteriores, la mejora en los ratios de cobertura significa que el peso va "perdiendo poder de fuego" para impulsar subas adicionales del dólar, o viendo la otra cara de la moneda, el BCRA "gana poder de fuego" para contrarrestar una suba del billete, en resumen, hoy el mercado cuenta con menos pesos para poder correr al dólar. Esta mejora (que podría ser mayor si hacia adelante la tasa de devaluación supera la tasas de crecimiento de los agregados monetarios y/o si se incrementan las reservas, o peor si sucede lo contrario), tendría que ir quitando presión al mercado de cambios, lo cual no necesariamente se traduce en una caída o amesetamiento del dólar, pero sí que se suavice el recorrido hacia el nivel objetivo de cierre de año, que según las últimas REM de ubicaría en 30.50 promedio. Otro factor que le quitaría presión al dólar es la emisión de esta semana de LETES y el "bono dual currency" (que paga el mayor entre el rendimiento en pesos y dólar).

Es importante aquí que el BCRA no vuelva a financiar con emisión monetaria los desequilibrios fiscales del tesoro y que deje (por el momento) que sea el mercado el que encuentre el equilibrio de tasas en función de la devaluación esperada, no repitiendo el error de cubrir el exceso de oferta de LEBAC comprando a precios subsidiados (por arriba del precio de equilibrio) para contener la suba de tasas y vender al mismo tiempo dólares subsidiados (por debajo del precio de equilibrio), es decir "financiar la corrida".

Hacia adelante es de esperar que, así como el desenvolvimiento del mercado de cambio afectó negativamente los mercados de renta fija y variable, estos se tendrían que beneficiar de una mayor tranquilidad cambiaria. Cierta tranquilidad cambiaria tendría que transmitirse entonces al mercado de tasas (un estudio realizado por Morgan Stanley señala que se espera que las tasas empiecen a bajar a partir de agosto), tanto de pesos cómo de la curva de rendimientos en dólares (prima de riesgo soberano).

Para finalizar, es importante resaltar que el problema de fondo que nos trajo hasta aquí es el déficit fiscal y el consecuente déficit en cuenta corriente, y que, sin dar solución al problema de fondo, las mejoras mencionadas son sólo transitorias, volviendo a reeditarse el problema cambiario del que, pese a estas mejoras, aún no salimos.



www.argenfunds.com.ar

Equipo de Estrategia y Research - Argenfunds

Olga Cossettini 831 Piso 2 - C1107CDB
CABA, Puerto Madero - Argentina

+5411 4311-0450
Fax: +5411 4311-0309

Los datos proporcionados por ARGENFUNDS son brindados con propósitos informativos. Los mismos no constituyen ofertas de ninguna naturaleza, sugerencias, ni recomendación para comprar o vender acciones o títulos valores, u operar en el exterior. Su objeto es informar a los inversores sobre el mercado bursátil y sobre las compañías que cotizan en bolsa. Toda la información publicada vinculada con los productos y servicios que ofrece ARGENFUNDS, podrá ser modificada sin previo aviso. ARGENFUNDS no se responsabiliza por la exactitud o integridad de los mismos. El documento fue realizado utilizando información pública obtenida de fuentes consideradas confiables. Por tal motivo la validez de la información no fue verificada. Es condición esencial del servicio que ARGENFUNDS pone a su disposición, que la información contenida en el presente sea utilizada en forma lícita y de acuerdo con los presentes términos y condiciones. ARGENFUNDS no será responsable de los daños o perjuicios que el usuario pudiera sufrir derivados del acceso, uso o mala utilización de los contenidos, ni por eventuales daños patrimoniales. Asimismo, no garantiza la veracidad o vigencia de esa información, ni que dicha información no haya sido alterada. ARGENFUNDS prohíbe la copia, duplicación, redistribución, comercialización o cualquier otra actividad que se pueda realizar con los contenidos, aun citando las fuentes, salvo consentimiento expreso de ARGENFUNDS. En los casos en que se autorice, el Usuario deberá citar al autor y no podrá modificar este material. Derechos de Autor: La información contenida puede ser propiedad intelectual del Titular, de los Proveedores de Información o de un tercero. Con referencia a los fondos comunes de inversión están sometidos a variaciones en los precios de los activos que pueden afectar su rendimiento. Los rendimientos pasados de los fondos comunes de inversión no garantizan el desempeño futuro de los mismos. Nota: ESTE MENSAJE ESTÁ DIRIGIDO A SU DESTINATARIO ÚNICAMENTE. EL MISMO PUEDE CONTENER INFORMACIÓN CONFIDENCIAL AMPARADA COMO TAL POR LEY (Ley de la república Argentina N° 25.326, 26.388 y sus normas modificatorias y complementarias). Si usted no es el destinatario de este mensaje, ni la persona responsable de entregar el mensaje a su destinatario, queda usted notificado de que está estrictamente prohibido divulgar, distribuir o copiar este mensaje. Si usted ha recibido este mensaje por error, por favor inmediatamente proceda a notificar al remitente por e-mail o por teléfono y a eliminar el mensaje original de su sistema.