

INFORME SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO \$ / USD

ENERO, 2009

1. INTRODUCCIÓN	2
2. ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LA RELACIÓN \$ / USD	2
a. MERCADO SPOT	2
b. MERCADO DE FUTUROS	3
c. TIPO DE CAMBIO IMPLÍCITO EN INSTRUMENTOS DE LOS MERCADO DE CAPITALES	4
3. CONCLUSIONES	5

Analista: Alejandro Vinitzky
avinitzky@maxinver.com

1. Introducción

Luego de haber tocado un piso cercano a los 3 \$ / USD hacia mediados de 2008, el tipo de cambio local se depreció alcanzando un nivel de aproximadamente 3,50 \$ / USD.

Si bien el BCRA ha demostrado su capacidad para administrar una flotación del tipo de cambio aún frente a presiones de demanda de divisas, actualmente los mercados de futuros y distintos agentes económicos esperan alguna devaluación de la moneda nacional.

El siguiente informe tiene como propósito analizar la posible evolución de la relación cambiaria \$ / USD, con el objetivo de brindar el inversor una herramienta adicional para la selección de activos a la hora de invertir.

2. Análisis de la evolución de la relación \$ / USD

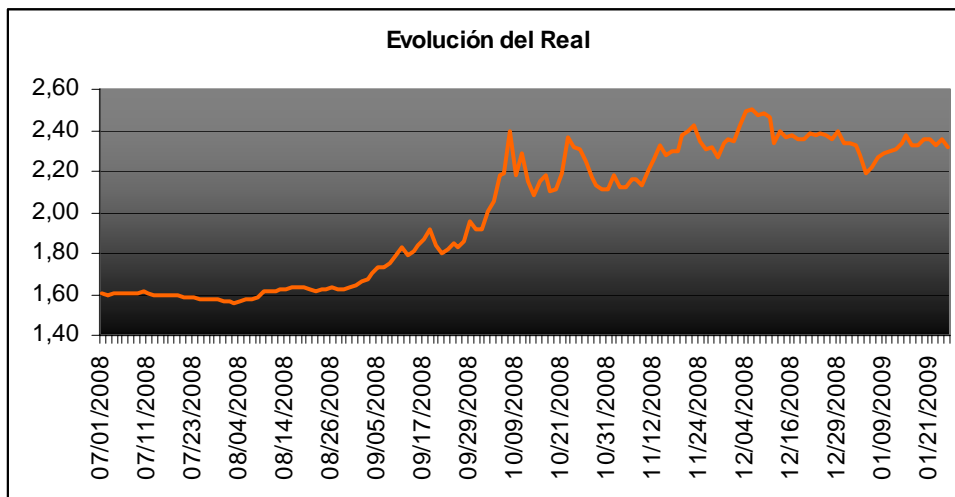
Al analizar la evolución del tipo de cambio \$ / USD y el posible curso de esta relación de precios, resulta oportuno considerar tres componentes: las cotizaciones de contado (mercado spot), los precios vigentes en los mercados a términos (mercado de futuros), y las relaciones cambiarias implícitas en distintos instrumentos líquidos de los mercados de capitales.

a. Mercado spot

Hacia aproximadamente mediados de 2008, se comenzó a incrementar la demanda de dólares por parte del público. Frente a dicha situación, el BCRA procedió a colocar a disposición del público una suma de divisas superior a la demandada, con el objetivo de demostrar su capacidad para manejar ese escenario y así minimizar las preocupaciones de algunos agentes económicos en dicho sentido.

Sin embargo, el grado de devaluación de las monedas regionales respecto del dólar, ha ido reduciendo las ventajas comparativas de precios de los productos exportados desde Argentina. Por ejemplo, el siguiente gráfico muestra la evolución del real para los últimos meses.

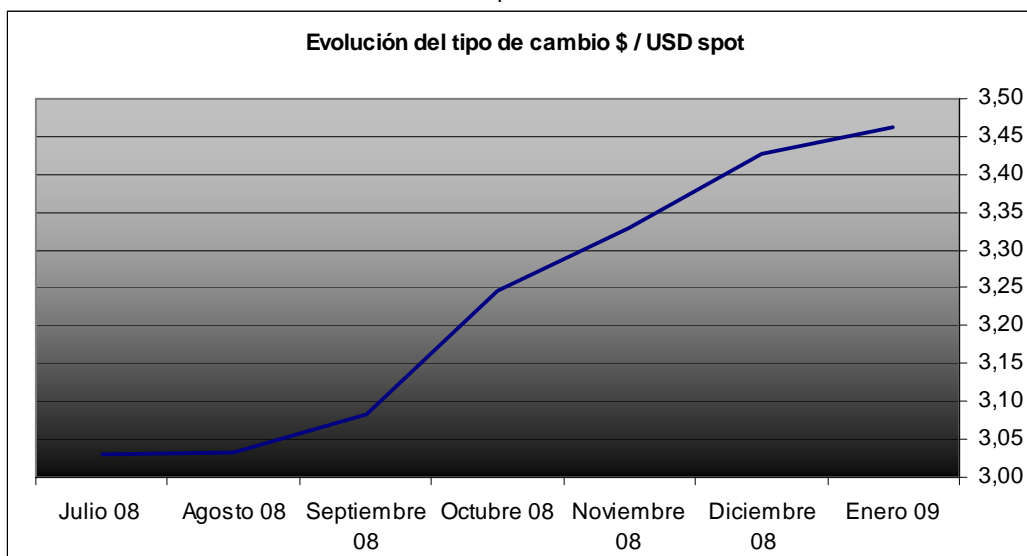
Cuadro I. Evolución del Real / USD



Fuente: Elaboración propia, 2009.

Por esta razón de orden regional y, considerando además las presiones sectoriales y la conveniencia de devaluar el peso argentino para estimular las exportaciones locales y de esa forma contar con mayores ingresos de divisas que financien los gastos locales en pesos, el BCRA procedió a depreciar la moneda nacional durante los últimos meses.

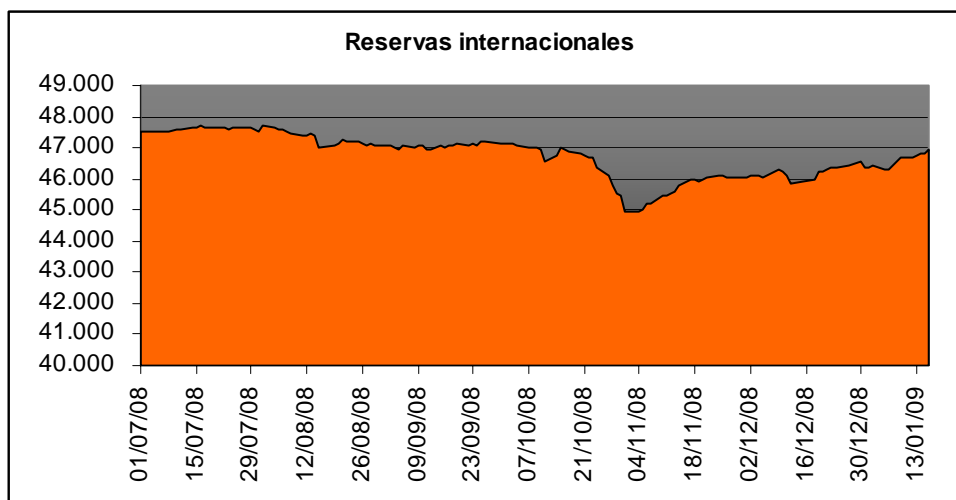
Cuadro II. Evolución del tipo de cambio de contado \$ / USD



Fuente: Elaboración propia, 2009.

Cabe mencionar que la depreciación del peso durante los últimos meses ha sido administrada sin generar mayores preocupaciones en el público. En este sentido, es interesante observar la fluctuación del stock bruto de reservas internacionales para los últimos seis meses.

Cuadro III. Evolución del stock bruto de reservas internacionales



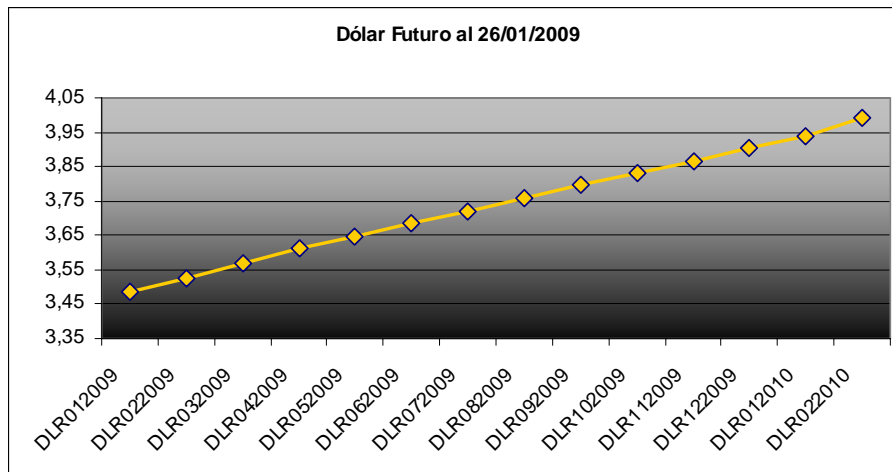
Fuente: Elaboración propia en base al BCRA, 2009.

Tal como puede apreciarse en el cuadro adjunto, las reservas internacionales brutas informadas por el BCRA no han presentado variaciones significativas si se compara al saldo al 01/07/2008 de USD 47.524 millones respecto del disponible al 16/01/2009 del orden de los USD 46.967 millones. Es decir, que considerando los valores correspondientes a ambas fechas existió una reducción de las reservas internacionales brutas poco significativa (aproximadamente un 1%), ya que medianamente el uso de las mismas no fue tan importante dado que la fuga de capitales se financió en gran medida con el superávit comercial. Vale mencionar que el stock bruto de reservas internacionales tiene partidas que deberían reducirse en un sentido estricto, pero aún así el importe neto es significativo.

b. Mercado de futuros

En forma consistente con la política cambiaria descrita en este informe, el mercado a plazo muestra que los agentes económicos están esperando continúe una tendencia hacia la depreciación de la moneda local. Respecto de los niveles de devaluación esperados, cabe introducir un gráfico con las cotizaciones del dólar futuro para los próximos meses, al 26/01/2009.

Cuadro IV. Cotizaciones del dólar futuro



Fuente: Elaboración propia en base a ROFEX, 2009.

Tal como puede observarse en base a las cotizaciones presentadas, el mercado está esperando un tipo de cambio \$ / USD del orden de 3,68 para junio de este año (es decir, una depreciación del 5% respecto del nivel actual de 3,50 \$ / USD), y de 3,90 para diciembre de 2009 (que implica una devaluación de aproximadamente un 12% de la moneda argentina).

c. Tipo de cambio implícito en instrumentos de los mercados de capitales

Si bien tradicionalmente los estudios de tipo de cambio consideran los valores de contado y a futuro, resulta también interesante analizar los precios de las monedas implícitos en instrumentos de los mercados de capitales.

Para el caso del peso argentino, el estudio se focaliza en dos de los activos más líquidos que se negocian en el mercado local: Tenaris y su respectivo ADR dentro de las acciones, y el Boden 2012 para los bonos.

A los efectos de evaluar los tipos de cambio implícitos en dichos instrumentos, se procedió a realizar una serie de cálculos expuestos en el cuadro V. Dentro del mismo se incluyen los siguientes conceptos:

- *Mes*: es el mes para el cual se presentan los datos de cotizaciones y tipos de cambio implícitos.
- *RG12*: es el código con el cual se identifica al Boden 1012 y para el cual se incluyen cotizaciones y tasas de cambio implícitas para cada mes.
- *TS*: es el código con el cual se identifica a Tenaris y para la que se incluyen cotizaciones y tasas de cambio implícitas para cada mes.
- *Precio en \$*: es el precio de cierre promedio simple mensual en pesos del activo para cada mes contemplado en el análisis.
- *Precio en USD*: es el precio de cierre promedio simple mensual en dólares del activo para cada mes contemplado en el análisis.
- *Tipo de cambio implícito*: es la tasa de cambio implícita en las cotizaciones de cada uno de los dos activos estudiados, que resulta de comparar los precios promedio mencionados en pesos respecto de los planteados en dólares.
Para el caso del RG12, dicho precio implícito se obtiene dividiendo la cotización promedio mensual de cierre del activo en pesos, respecto de la de dólares.

En cuanto a Tenaris, el tipo de cambio implícito se obtiene mediante los siguientes pasos: a) se divide el precio de cierre promedio mensual del ADR por dos, puesto que cada ADR representa dos acciones (el resultado se identifica en el cuadro como "Precio en USD por acción"), b) se divide el precio de cierre promedio mensual de la acción en pesos, por la cotización obtenida a través del paso anterior -para una acción en USD- para el mismo mes.

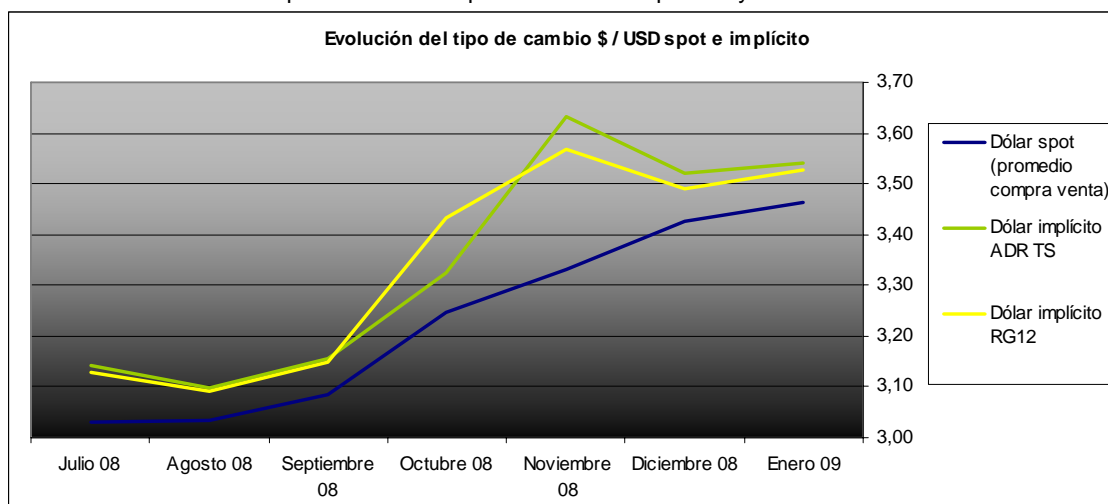
Cuadro V. Análisis de tipos de cambio implícitos en bonos y acciones

Mes	RG12			TS			
	Precio en \$	Precio en USD	Tipo de cambio implícito	Precio en \$ de la acción	Precio en USD del ADR	Precio en USD por acción	Tipo de cambio implícito
Enero 2009	195,95	55,54	3,53	37,78	21,35	10,67	3,54
Diciembre 2008	181,40	51,95	3,49	35,57	20,20	10,10	3,52
Noviembre 2008	153,91	43,12	3,57	38,07	20,95	10,48	3,63
Octubre 2008	171,92	50,09	3,43	40,48	24,35	12,18	3,32
Septiembre 2008	235,78	74,91	3,15	70,26	44,55	22,28	3,15
Agosto 2008	244,03	78,95	3,09	83,69	54,04	27,02	3,10
Julio 2008	269,23	86,06	3,13	101,03	64,31	32,15	3,14

Fuente: Elaboración propia, 2009.

A partir del análisis presentado, puede observarse que el tipo de cambio implícito en el Boden 1012 y en Tenaris (en ambos casos no se consideran los costos de transacción que elevarían las cotizaciones en aproximadamente un 1% por trade) ha sido superior al spot durante el período evaluado: la brecha ha sido del orden del 2-3% hasta cerca de mediados de octubre de 2008, incrementándose a un máximo del 8% hacia noviembre del año pasado, para luego mantener un spread de aproximadamente un 2%. Cabe señalar que en la evolución de la brecha entre el tipo de cambio spot y el implícito en bonos y acciones, han influido significativamente regulaciones del BCRA que restringieron operatorias.

Cuadro VI. Comparación de los tipos de cambio implícitos y de contado



Fuente: Elaboración propia, 2009.

5. Conclusiones

Desde aproximadamente mediados de 2008, se ha presentado a nivel macroeconómico una tendencia hacia la devaluación del peso argentino. Esta conducta estuvo motivada principalmente por los siguientes factores: a) presiones sectoriales del agro y la industria para recuperar ventajas comparativas de precios de exportación de sus bienes, ya que la inflación local y los precios de competidores externos redujeron el atractivo de las cotizaciones de los bienes exportados desde Argentina, b) en forma consistente con lo recién mencionado, la devaluación de las monedas regionales restó ventajas de precios a los productos exportados desde el país, c) la conveniencia de depreciar el peso para que los recursos recaudados desde

el sector público vía retenciones permitan financiar con mayor comodidad los gastos en pesos, d) la fuga de capitales que tuvo lugar durante el último año.

La política cambiaria citada se ha administrado sin que la devaluación gradual del peso respecto del dólar generara mayores preocupaciones en el público en general, lo cual puede observarse mediante un monitoreo del stock de reservas internacionales. Si bien el stock bruto de reservas internacionales es cuestionado, el saldo neto de reservas remanentes es significativo. En este sentido es interesante señalar que el uso de dichos recursos no fue muy relevante durante el último año, puesto que la salida de capitales se logró financiar en gran medida mediante el superávit comercial.

Por otro lado, tradicionalmente se ha analizado el precio de las monedas considerando los tipos de cambio spot y a futuro. Si bien estas variables merecen ser monitoreadas debido a su importancia, también es interesante incorporar al estudio las tasas de cambio implícitas en instrumentos de los mercados de capitales.

El spread entre los tipos de cambio implícitos en bonos y acciones respecto del contado, ha fluctuado en el orden del 2%. Hacia noviembre de 2008 se amplió al orden del 8% pero recuperó el diferencial mencionado durante los últimos dos meses.

Considerando las razones que motivan la devaluación del peso y los precios a futuro del dólar, entendemos que seguirá una tendencia hacia la depreciación de la moneda local en línea con los precios a término. De acá a fin de año / principios de 2010, parecería razonable que el peso argentino se siga depreciando en un 10-15%. Sin embargo, entendemos que esta devaluación será gradual y que el BCRA la implementará en momentos de mayor tranquilidad en los mercados, alternando entre subas y bajas del tipo de cambio sin generar una volatilidad relevante en el mismo, y dejando sin variaciones dichas cotizaciones en algunos momentos. Si bien la depreciación señalada consideramos que será paulatina, no adoptará la forma de un crawling peg.

Asimismo, recomendamos monitorear el spread entre los tipos de cambio implícitos en instrumentos de los mercados de capitales respecto del precio spot, para identificar la existencia o no de tensión en los agentes económicos sobre la relación cambiaria analizada.

Tomando en cuenta la expectativa de devaluación de la moneda local, es atractivo considerar inversiones en bonos del gobierno argentino denominados en dólares de corta / mediana duración, ya que sus rendimientos ofrecen un retorno adicional derivado de la depreciación esperada para el peso.