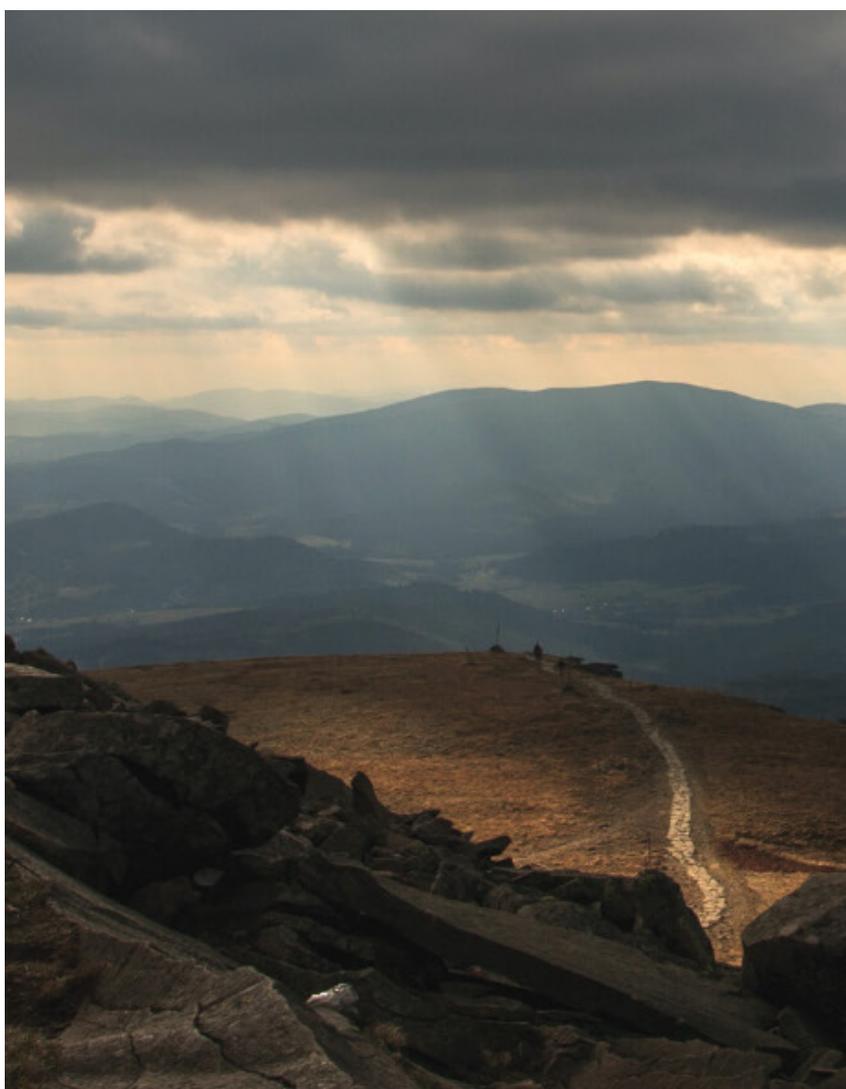

20 DE OCTUBRE 2021

Expectativas devaluatorias en máximos: ¿cómo cubrirme?



Tomás Ruiz Palacios
Estratega
truiz@cohen.com.ar

ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN

Tras el resultado electoral, que devino en una crisis política y un plan de expansión del gasto, las expectativas devaluatorias aumentaron fuertemente y llevaron a los bonos dollar linked a sus máximos de precios, rindiendo en algunos casos casi 7 puntos por debajo de la devaluación. Quedando cara dicha cobertura, presentamos una estrategia que permite obtener cobertura cambiaria de una manera mucho más eficiente.

**CUADRO 1
RENDIMIENTO DOLLAR LINKED**



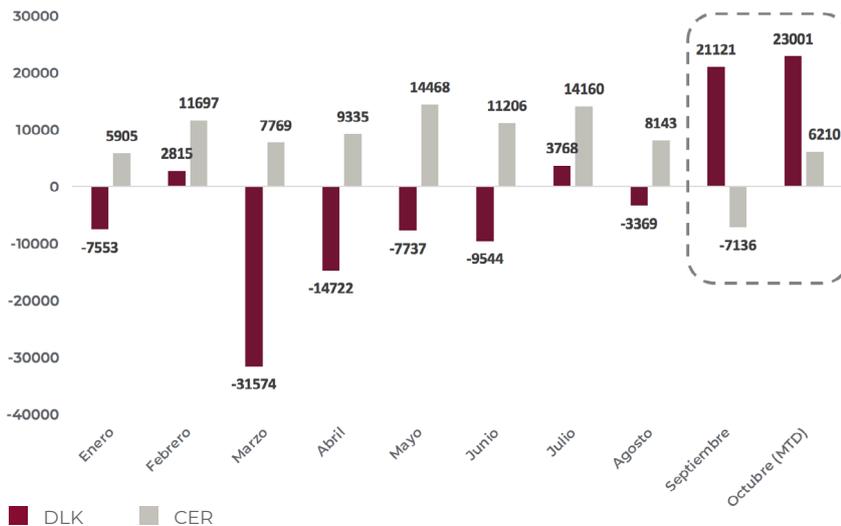
Fuente: Cohen en base a ByMA

La crisis política no fue gratis en términos de expectativas. Los cambios en el gabinete no lograron torcer la percepción de un frente político resquebrajado, cuyo plan para repuntar en imagen incurrió en agravar las ya peligrosas distorsiones que acumula la economía. Sin margen monetario, y partiendo de una inflación del 50% anualizada, los mayores estímulos fiscales aumentan las necesidades financieras. Mientras tanto, las otras medidas -como el congelamiento de precios, mayor cepo comercial y atraso cambiario- complementan el concepto de que los problemas postergados hoy

ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN

serán más dolorosos de abordar mañana. El inversor busca cobertura, y un dollar linked rindiendo 7 puntos debajo de la devaluación nos indica que el precio que se está dispuesto a asumir es muy alto.

CUADRO 2
SUSCRIPCIONES/RESCATES NETOS FCI CER Y DLK



Fuente: Cohen en base a CAFCI

Al margen del contexto, lo primordial es ver qué está contemplado dentro de los precios activos financieros. Con los dollar linked rindiendo altamente negativos (hasta 7 puntos por debajo de devaluación) y los bonos CER rindiendo positivos (aproximadamente 3% el tramo medio), creemos que la cobertura cambiaria está muy cara, aunque la inflacionaria está a buen precio.

ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN

CUADRO 3

Activos CER			Activos Dollar Linked		
Ticker	Vencimiento	TIR	Ticker	Vencimiento	TIR
X31D1	31/12/21	-1,20%	TV22	29/4/22	-7,00%
X28F2	28/2/22	3,30%	T2V2	30/11/22	-6,09%
TX22	18/3/22	3,20%	TV23	28/4/23	-2,09%
X31M2	31/3/22	2,77%			
X18A2	18/4/22	2,91%			
X23Y2	23/5/22	2,68%			
X30J2	30/6/22	2,62%			
X29L2	29/7/22	2,54%			
T2X2	20/9/22	2,60%			
TX23	25/3/23	3,20%			
TX24	25/3/24	4,80%			
TX26	9/11/26	6,50%			
TX28	9/11/28	7,40%			
DICP	31/12/33	8,90%			
PARP	31/12/38	10,60%			

Fuente: Cohen elaboración propia

La devaluación es muy posible, pero la inflación es segura

El dato del IPC de septiembre, del 3,5% (51% anualizado), fue el anticipo de una dinámica que será problemática. Con el grueso del déficit fiscal concentrado en el fin del 2021, el cual deberá ser financiado con emisión monetaria, el verano/otoño de 2022 deberá padecer las consecuencias del desbarajuste previo (debido al rezago natural entre emisión e inflación), por lo que estimamos que allí se concentrarán los meses más inflacionarios. El mayor cepo comercial también añade presión (debido a que una mayor proporción de bienes ajustan por cotizaciones del dólar alternativas), y también se suma el pass through de una devaluación a principios de 2022 (en caso de que se dé).

Al mayor valor lo vemos entre los activos CER que vencen en mayo de 2022 y los de principio de 2023 (cuadro 3), ya que logran devengar los meses de mayor inflación que hemos mencionado. Se debe considerar que los CER devengan inflación

ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN

con un desfase de días, por ello no recomendamos las LECER cortas; mientras que también omitimos las más largas, por el riesgo duration que conllevan.

Sintético CER + ROFEX: comprar barato lo que está caro

Una estrategia para aprovechar el contexto radica en comprar los bonos CER mencionados y complementarlos con dólar futuro de ROFEX, generando sintéticos de dólar linked.

CUADRO 4

Ticker	Vencimiento	TNA Proyectada			ROFEX mes	TNA
		Inflación Baja *	Inflación Media **	Inflación Alta ***		
X31D1	31/12/21	41,30%	43,10%	43,10%	Octubre	20,6%
X28F2	28/2/22	46,60%	49,50%	49,50%	Noviembre	33,0%
TX22	18/3/22	46,40%	49,80%	51,60%	Diciembre	42,1%
X31M2	31/3/22	49,70%	53,50%	56,40%	Enero	51,8%
X18A2	18/4/22	50,80%	55,10%	59,20%	Febrero	54,0%
X23Y2	23/5/22	53,00%	58,00%	64,20%	Marzo	56,2%
X30J2	30/6/22	54,90%	60,60%	68,60%	Abril	57,2%
X29L2	29/7/22	53,80%	60,00%	67,40%	Mayo	57,3%
T2X2	20/9/22	47,80%	54,40%	60,80%	Junio	56,6%
TX23	25/3/23	46,10%	54,20%	59,60%	Julio	56,9%

* Inflación del 3,2% desde octubre 21 a diciembre 21, del 4% de enero 22 a abril 22 y del 2% en adelante.

** Inflación del 3,5% desde octubre 21 a diciembre 21, del 4,5% de enero 22 a abril 22 y del 2,5% en adelante.

*** Inflación del 3,5% desde octubre 21 a diciembre 21, del 5,5% de enero 22 a abril 22 y del 2,5% en adelante.

Hay dos posibilidades para el armado de estos sintéticos:

1. Con empalme de fechas. Sería, por ejemplo, comprar la LECER X30J2 (que vence el 30/6/2022) y también dólar futuro junio 2022 (misma fecha). Allí, el rendimiento del sintético dependerá de la inflación futura. Con una estimación de inflación media, vemos que el rendimiento proyectado nos da 60,6%, por encima del 56,6% de TNA, que es el costo de cobertura de ROFEX. Es decir, estaríamos armando un dólar linked sintético a tasa positiva del 4%, mientras que los dólar linked propios rinden altamente negativos.

ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN

2. Con descalce de fechas (sintético imperfecto). Podría ser comprar la LECER X30J2 y dólar futuro a febrero 2022. Allí, el rendimiento positivo sería aún mayor (dollar linked +6%); aunque se asume el riesgo de que, al momento de querer renovar la cobertura de dólar futuro, esta sea más cara. **Vemos mucho valor también en esta estrategia.**

ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN

El presente informe es publicado por Cohen S.A y ha sido preparado por el Departamento de Estrategia de Cohen S.A. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de inversión de Cohen S.A para la compra o venta de valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión ni una oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que Cohen S.A considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen S.A no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. Cohen S.A no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas están sujetas a las variaciones intrínsecas y extrínsecas de los mercados.