

La Curva en pesos y la tasa de inflación



Lic. Manuel Oyhamburu*

Por primera vez en muchos años, la Argentina vuelve a tener una estructura temporal de tasa de interés (ETII) en pesos: la denominada “Curva de rendimientos en pesos”. Esto no es un tema menor. Pensemos que cualquier activo o proyecto de inversión, para ser valuado, necesita tasas de referencia que permitan descontar los flujos de fondos futuros; a partir de ahora esto será posible, y se podrá hacer en moneda local.

Debido a la gran inestabilidad macroeconómica y las altas tasas de inflación a la que nuestro país nos tiene habituados, lo usual era proyectar los flujos de fondos en dólares y descontarlos de acuerdo con la estructura presentada por la curva de Bonos soberanos en moneda estadounidense.

En este punto se debe tener presente que haber logrado una curva de rendimientos en pesos que contenga plazos de vencimiento de 10 años implica que hay cierta confianza en que la política monetaria podrá paliar la inflación en el mediano plazo. En tal sentido, la Argentina podría converger a tasas de inflación de un dígito –similares a las de los países de la región– en algunos años. Ello también implica que no hay expectativas de una fuerte devaluación, sino que la depreciación del Peso será moderada, acompañando la tasa de inflación. Este argumento se refuerza en los mercados de futuros. Pero veamos con números qué nos está diciendo la curva de tasas en pesos actualmente.

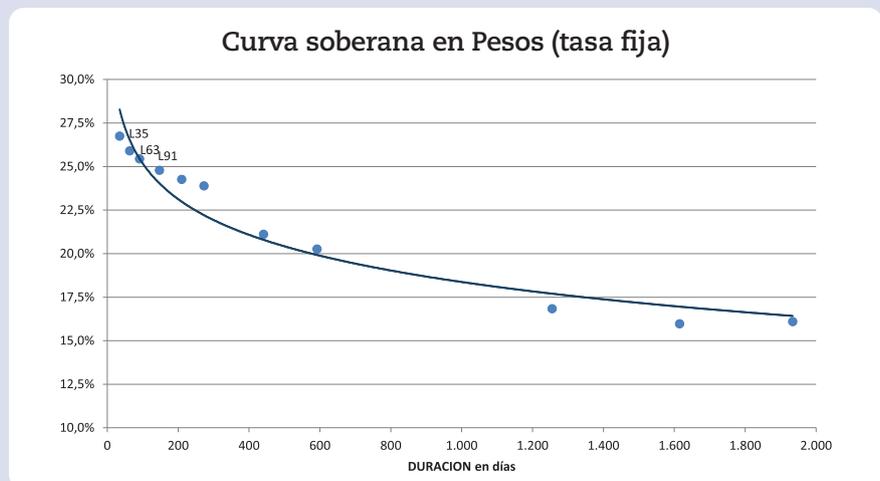
Lo primero que advertimos es una curva totalmente invertida. Lo que indica que las tasas de plazos más cortos deberían ir descendiendo. El cálculo de las tasas *forward* implícitas, realizado durante tres períodos consecutivos, establece que la tasa de 35 días debería estar entre el 19% y 20% en la primera subasta de Lebac de febrero.

Obviamente, esto no tiene por qué ocurrir; sin embargo, el Mercado está operando con esa expectativa implícita.

Por otra parte, al contar con tasas más bajas para los plazos mayores, se está previendo una baja en la tasa de

inflación. ¿De cuánto? Es difícil medirlo año a año; pero podríamos utilizar los Bonos que ajustan por CER para comparar sus TIR con los Bonos de la curva en Pesos (sin ajuste) para plazos similares y establecer cuál sería la “inflación de indiferencia”: es decir, aquella tasa de inflación anual que dejaría al inversor indiferente entre invertir en un Bono u otro.

Para el próximo año podríamos utilizar como un buen aproximado al NF18, que presenta una TIR del 3,25%. La curva en pesos, para un plazo similar, está mostrando una tasa del 24%; por lo tanto, un cálculo muy sencillo verifica que el Mercado



espera una inflación cercana al 20,1% para el próximo año. Ello está, extraordinariamente, muy en línea, tanto con el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que elabora el BCRA como con la mediana de respuesta de la Encuesta de Expectativas de Inflación de la Universidad Di Tella. Y escribo “extraordinariamente” porque esto no tendría por qué ser así.

Al realizar un procedimiento similar, pero ahora utilizando un Bono con ajuste por CER más largo, el Boncer 2021 (TC21), podemos intentar determinar qué inflación está esperando el Mercado para los años posteriores a 2017. Dado que el TC21 rinde 2,65% y la curva de Bonos para un plazo similar rinde 16,84% (TO21), la tasa de inflación anual (promedio) que haría que un inversor quedara indiferente entre elegir un Bono u otro está en el orden del 13,8%. Es cierto que la DURACIÓN del TC21 es mayor que la del TO21, pero los resultados no se alteran demasiado si se toman Bonos con ajuste por CER con menor DURACIÓN; por ejemplo, un promedio entre el rendimiento del recientemente colocado Boncer 2020 (TC20) y el PR13, que arroja 2,48% anual. En este último caso nos daría una inflación promedio anual del 14% para quedar indiferente entre una elección y otra.

Al realizar las cuentas se puede apreciar que el Mercado todavía sigue esperando tasas de inflación que superan los techos de meta de inflación del BCRA para todos los años.

Año	Techo de la meta de inflación
2017	17%
2018	12%
2019	6,50%

Fuente:BCRA

Es decir, la inflación promedio anual para que se cumplan estos guarismos debería ser 11,75% (utilizando para el cálculo la media geométrica), mientras el mercado “fija precios” para un promedio anual cercano al 14%.

Probablemente ésta sea la razón principal por la cual el BCRA puso freno por varias semanas a la baja de tasas en las subastas de LEBAC, manteniendo la tasa de referencia en 26,75%.

Como conclusión podemos decir que el Mercado está esperando que la tasa baje porque realmente existen expectativas respecto al proceso de desinflación. Sin embargo, dichas expectativas aún marcan tasas de inflación que para todos los años superan todavía el techo de la meta fijada por el BCRA. Posiblemente sea esto lo que haya generado un freno en la baja de tasas de las LEBAC que venía realizando la autoridad monetaria.

Si la política de metas de inflación es exitosa, de cara al futuro estos instrumentos deberían tender a estar siempre arbitrados; es decir, el rendimiento de los Bonos sin ajuste por inflación debería ser igual al rendimiento del Bono con ajuste más la tasa de inflación. Y esto es así porque el BCRA va a modificar la tasa de interés cada vez que vea que las expectativas de inflación se encuentren por encima (o bien por debajo) de la meta.

Aquí aparece una cuestión central para el inversor: ¿tendrá el BCRA capacidad para lograr cumplir con el programa de metas de inflación que se impuso? Y aunque sea un tema que se reitera por todos lados, hay que seguir mencionándolo: en gran medida, dependerá de la capacidad del Tesoro de reducir el enorme déficit fiscal existente.

Por último, y no es un punto menor: alguien podría argumentar que las expectativas de devaluación están aplacadas debido al gran ingreso de capitales financieros. Esto podría leerse de la siguiente manera: *Ingresan dólares para comprar activos en pesos a tasas nominales muy altas, y esa gran oferta de dólares aprecia el tipo de cambio en el mercado de contado, con su correlato en el mercado de futuros.* Lo que permite esta dinámica es la posibilidad que tienen los inversores del exterior realizar una tasa de entre el 3% y 4% anual en dólares en operaciones de corto plazo. Pensemos que, en el mundo actual, un 4% anual en moneda dura continúa siendo una enormidad.

Este argumento tiene sentido, y hay que estar atentos a un posible evento global que pueda generar un fenómeno de “vuelo a la calidad” (“flight to quality”); sin embargo, la última colocación del Bono en Pesos a 10 años al 15,5%, por \$53.620 millones (con órdenes por \$63.500 millones), necesariamente se vincula con un alto grado de confianza en el proceso de desinflación que propone el BCRA.

Los datos aquí expuestos no tienen por qué darse, pero hay que tenerlos presentes, pues son los que está marcando la estructura temporal de tasas de interés de las curvas en pesos y de pesos ajustada por CER.

Tener una referencia de tasa fija en pesos es algo muy positivo para toda la economía: esperemos que pueda perdurar en el tiempo. Va a depender de la capacidad de los hacedores de política económica de corregir varios desequilibrios –sobre todo en lo fiscal– que todavía siguen existiendo |

* Economista

Gerencia de Desarrollo de Mercado de Capitales