

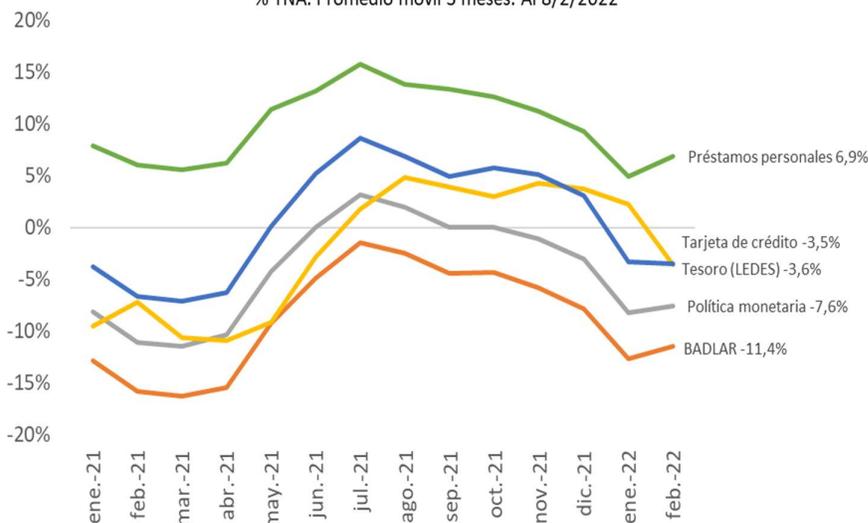
MONITOR SEMANAL

## Arbitrajes en el sendero hacia tasas reales positivas

El BCRA comunicó el 30-dic del año pasado sus objetivos de política para 2022, entre los que incluyó fijar el sendero de la tasa de interés de política de manera de ir de retornos reales negativos a positivos. Lo mismo se indicó en la conferencia de prensa del ministro de economía del 28-ene último en la que se informó sobre el principio de entendimiento con el FMI, concepto que el organismo también incluyó en su comunicado de prensa de ese mismo día.

Pasar de tasas reales negativas a positivas no es una tarea sencilla, y su transición requiere correcciones y precisiones adicionales aún pendientes.

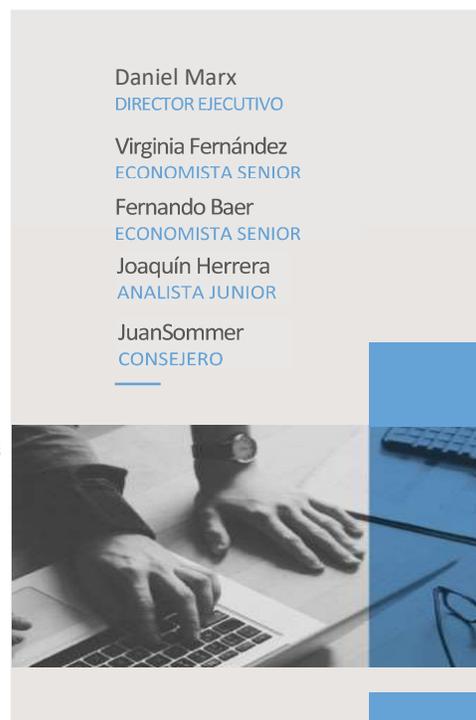
**Tasas de interés reales de política monetaria, bancarias y de instrumentos del Tesoro**  
% TNA. Promedio móvil 3 meses. Al 8/2/2022



Fuente: BCRA e INDEC

En el gráfico anterior mostramos distintas tasas de interés reales en ARS observadas<sup>1</sup>. Se ve que las tasas reales son en general negativas, y que han venido siendo cada vez más negativas dada la aceleración de la inflación de los últimos meses, con algunas excepciones. La BADLAR, por ejemplo, en un nivel de TNA de -11,4%, mientras que el rendimiento de una letra corta del Tesoro es -3,6%.

<sup>1</sup> Calculadas según la tasa de interés nominal mensual al inicio del mes t respecto de la inflación registrada en t. Luego anualizada. Para enero y febrero 2022 suponemos inflación mensual de 4% y 3,8%, respectivamente.



Daniel Marx  
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández  
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer  
ECONOMISTA SENIOR

Joaquín Herrera  
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer  
CONSEJERO

## MONITOR SEMANAL

En línea con su objetivo, el BCRA está comenzando a subir las tasas nominales, al igual que lo viene haciendo el Tesoro en sus últimas colocaciones de deuda. Pero las actuales todavía no compensan el ritmo de inflación esperada, que se aceleraría en 2022 respecto de 2021 -en el REM la expectativa de inflación para 2022 es 55%, contra el 51% en 2021. En efecto, las tasas de los plazos fijos minoristas y BADLAR fijadas por el BCRA fueron aumentadas recientemente en 2pps (TNA). Se espera que haya nuevos aumentos antes del cierre del acuerdo con el FMI.

Ello es compatible con lo que muestran los precios y los rendimientos de los títulos ajustables por inflación (CER), por BADLAR y por tipo de cambio oficial (USDL) para un período de 2-5 meses.

**Precios y rendimientos de distintos instrumentos en ARS**  
 Precios y rendimientos de distintos instrumentos en ARS. Al 8/2/2022

Horizonte	Instrumento	Ajuste	Vencimiento	Precio	Rendimiento
2 meses	Ledes	ARS	31-Mar-22	95,2	38,3%
	Lecer	CER	31-Mar-22	142,7	-6,1%
	Bocan 22 (+2%)	BADLAR	3-Apr-22	104,0	42,6%
	T2V2 (+0,1%)	USD-L	29-Apr-22	10664,3	-3,9%
5 meses	Ledes	ARS	30-Jun-22	85,9	43,6%
	Lecer	CER	30-Jun-22	128,0	-4,3%
	BONAR 23 (+1,4%)	BADLAR	6-Feb-23	102,1	47,1%
	TV22 (0,2%)	USD-L	30-Nov-22	10850,0	-3,1%

Fuente: Bloomberg

En el corto plazo, los dos últimos no están mostrando una aceleración en relación con la inflación, tal cual surge de las tasas de evolución implícitas de los distintos mecanismos de ajuste. De hecho, ordenando tasas implícitas de los distintos instrumentos, para los plazos mencionados los ajustables por CER rinden más que los USDL y los ajustables por BADLAR para el horizonte de 2 meses, mientras que, para uno de 5 meses, los rendimientos son más parejos.

**Orden de rendimientos según tasas implícitas (TEA)**

Horizonte	Instrumento		
	CER	USDL	BADLAR
2 meses	44,4%	> 42,3%	> 40,6%
5 meses	47,9%	> 46,7%	> 46,1%

Fuente: cálculos propios en base a Bloomberg

## MONITOR SEMANAL

## Diferenciales para el arbitraje

Con mercados eficientes, los precios deberían arbitrar para que los rendimientos de distintos activos financieros sean similares para un horizonte de inversión dado. Sin embargo, no todos los activos son iguales; hay consideraciones a tener en cuenta, tanto en liquidez como en riesgos relativos a la evolución de las variables de ajuste. Con esa aclaración y para los dos horizontes mencionados notamos que:

### Retorno directo Lede en ARS, evolución de ajustes para auste de breakeven y expectativas REM

Precios y rendimientos de distintos instrumentos en ARS. Al 8/2/2022

Horizonte	Instrumento	Ajuste	Retorno directo nominal de breakeven	Evolución ajuste para breakeven*	Evolución ajuste mensual para breakeven	Expectativa ajuste mensual REM (mediana)
2 meses	Ledes	ARS	5,0%	-	2,5%	-
	Lecer	CER	5,0%	4,4%	2,2%	3,9%
	Bocan 22 (+2 BADLAR		5,0%	36,7%	3,1%	3,2%
	T2V2	USD-L	5,0%	6,0%	3,0%	3,3%
5 meses	Ledes	ARS	16,4%	-	3,3%	-
	Lecer	CER	16,4%	16,5%	3,3%	3,8%
	BONAR23	BADLAR	16,4%	42,4%	3,5%	3,3%
	TV22	USD-L	16,4%	19,5%	3,9%	3,9%

\* En el caso de BADLAR es la TEA.

Fuente: Bloomberg

- Horizonte 2 meses: Vemos que la inflación esperada según el REM es muy superior a la de *breakeven* (3,9% contra 2,2%), mientras que no hay diferencias relevantes para la BADLAR y la variación del tipo de cambio.

- Horizonte 5 meses: los ajustes de *breakeven* indican que la evolución del tipo de cambio oficial sería superior que la de la inflación y que la BADLAR, en línea con las expectativas del REM.

En síntesis, para un horizonte bien corto los precios de los títulos en combinación con las expectativas de mercado indican que el rendimiento de la alternativa CER superaría a la BADLAR y al tipo de cambio oficial. Para un horizonte algo más largo, la opción CER se empareja con los instrumentos ajustables por tipo de cambio oficial.