



# Metas de Inflación: Hacia una curva de tasas fijas en pesos

NICOLÁS FERRER

De cara al lanzamiento de los nuevos programas de metas de inflación del BCRA, realizamos un breve análisis de cómo el manejo de la tasa de interés y las nuevas emisiones de deuda en pesos a tasa fija del Tesoro Nacional facilitan la creación de expectativas de una inflación decreciente.

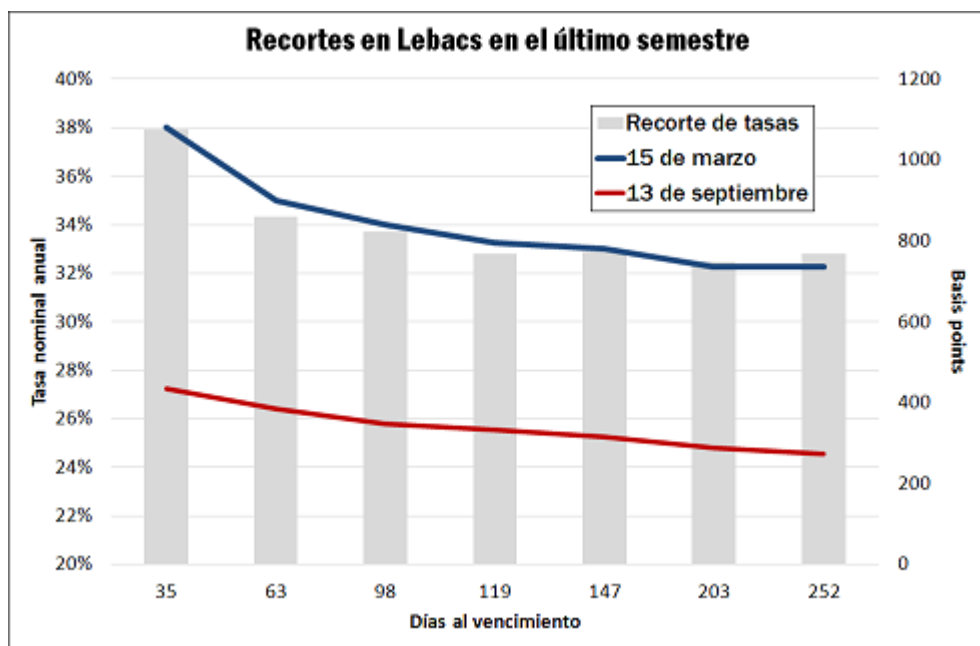
En su primer informe monetario trimestral publicado en mayo del corriente año<sup>1</sup>, la nueva gestión del Banco Central de la República Argentina fijó como norte de su política la reducción de la inflación a un 5% en un 'plazo razonable' que identificaría con algún punto del año 2019. El instrumento elegido por la autoridad monetaria para alcanzar dicho objetivo sería el manejo de las tasas de interés, en contraste con los esquemas basados en la evolución de los agregados monetarios aplicados a lo largo de la década anterior.

La elección de dicha herramienta - materializada a través de las Letras del Banco Central a 35 días en la primera fase del nuevo programa monetario - se justifica por diferentes razones. La misma puede establecerse con relativa independencia de la evolución de la demanda de dinero. Además, promueve un crecimiento del crédito interno en la medida en que se otorga mayor estabilidad al rendimiento de colocaciones en pesos con respecto a las realizadas en moneda extranjera en el marco de un régimen de tipo de cambio flexible y con menor intervención del BCRA.

El organismo plantea en dicho reporte que son tres los canales por los cuales la tasa de interés de política monetaria positiva en términos reales influye sobre el ritmo de alza de los precios. En primera instancia, la misma actúa directamente sobre las condiciones de liquidez de la economía. El alza del costo del crédito a corto plazo limita la demanda agregada, induciendo una menor presión sobre los precios ante un menor nivel de actividad. Por otro lado, el mayor rendimiento de las colocaciones en pesos resulta en un incremento en la oferta de divisas extranjeras, limitando la suba del tipo de cambio y por tanto poniendo un techo a la suba de los precios de bienes transables.

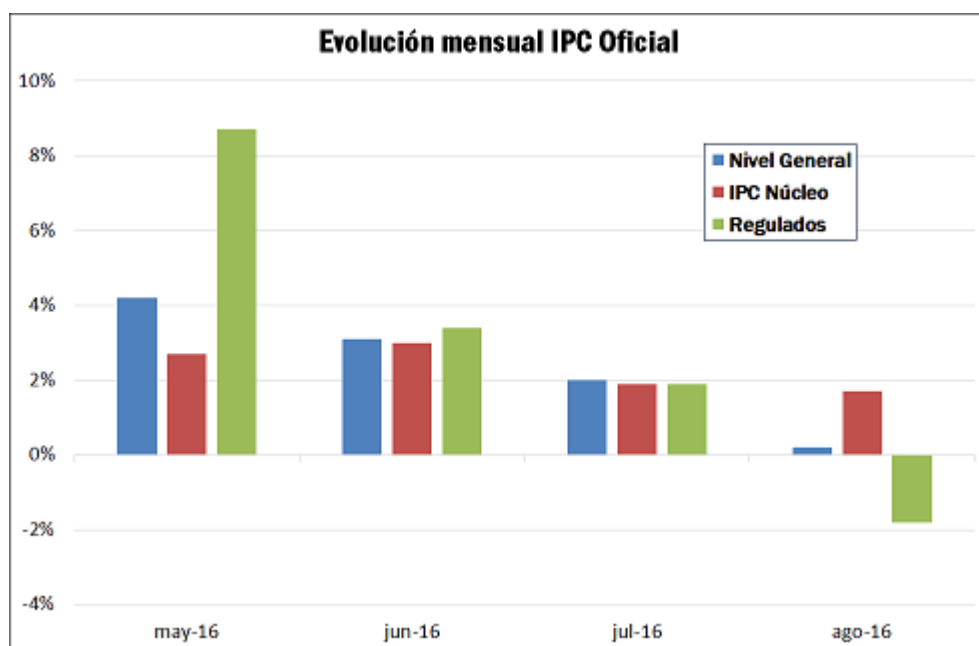
Sin restar importancia a estas dos vías, es el tercer canal el que reviste interés particular en el marco este breve informe. El mismo corresponde a la formación de expectativas de inflación de la mano de una comunicación periódica y previsible de las decisiones de política monetaria. La efectividad del mecanismo de utilizar las tasas de interés crecerá en la medida que se logre profundizar el sistema financiero, otorgar mayor fluidez a los flujos de capitales e instalar suficiente credibilidad para que los agentes tomen sus decisiones de acuerdo a dicha referencia.





Lo que distingue este canal del resto es que será el que, en la medida en que adquiera una mayor importancia relativa, marcará el fin de la transición hacia el esquema de metas de inflación, con el objetivo a alcanzar el año próximo a ser publicado el día 26 del corriente mes. Invertir fuertemente en forma transitoria la parte corta de la curva de Lebacs a 35 días resultó ser una herramienta efectiva para alterar las condiciones crediticias y limitar la suba del dólar, lo cual limitó sensiblemente las presiones sobre los precios a corto plazo pero resulta insuficiente para señalar un trayecto esperado de inflación a futuro a plazos superiores a unos nueve meses.





He allí donde el Ministerio de Hacienda y Finanzas le da una mano al BCRA en la creación de expectativas en un plazo más largo. Con el enfriamiento de la suba de precios instalándose de a poco en el colectivo de la mente de los inversores se hace posible colocar deuda pública en pesos sin ajustes por CER, y así sentar precedentes de rendimientos esperados más allá por donde lo permiten las Lebacs. El Ministerio ha realizado en el último mes dos emisiones de Bonos del Tesoro Nacional en pesos a tasa fija por \$28.459 millones, cuyos resultados pueden interpretarse como un aval del mercado a la posibilidad de que se efectivice una tasa decreciente en el ritmo de la suba de los precios. Las características de dichas colocaciones se resumen en el siguiente cuadro:

**Cuadro N° 1: Emisiones del Tesoro Nacional a tasa fija en pesos**

Fecha Emisión	05/09/2016	19/09/2016
Vencimiento	05/03/2018	19/09/2018
Plazo (meses)	18	24
Monto adjudicado (millones)	\$ 15.211	\$ 13.428
Monto ofertado (millones)	\$ 32.632	\$ 17.971
Ratio de sobreoferta	215%	134%
Tasa de Corte	22,75%	21,20%

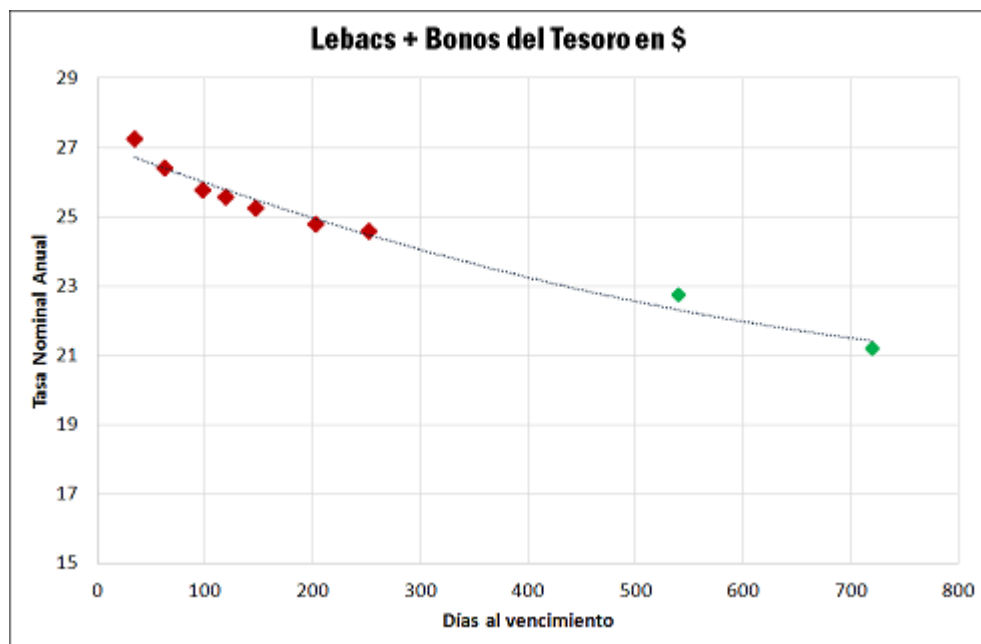
En el gráfico 3 vemos representado el rumbo descendiente de las tasas nominales en pesos con vencimientos en los próximos dos años. De acuerdo al Relevamiento de Expectativas de Mercado realizado por el BCRA para fines de agosto





Metas de Inflación: Hacia una curva de tasas fijas en pesos - 16 de Septiembre de 2016

de 2016, la inflación anual esperada en promedio hacia agosto de 2017 alcanzaba un 21,8%, mientras que para la misma referencia en 2018 caía a un 16%. De cumplirse dichas expectativas, quienes inviertan en estos títulos en pesos a mediano plazo podrían obtener rendimientos por debajo del alza de los precios en un principio, pero de acuerdo a la aceleración en la baja de la inflación, podrían obtener considerables ganancias de capital ante caídas más pronunciadas en las tasas de interés.



<sup>i</sup> Ver [http://www.bcr.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPM\\_Mayo\\_2016.pdf](http://www.bcr.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPM_Mayo_2016.pdf)

