

Julio de 2007

Director del CIF
Eduardo Levy Yeyati
ely@utdt.edu

Director Ejecutivo
Ramiro Blazquez
rblazquez@utdt.edu

Investigador Asociado
Martín González Rozada
mrozada@utdt.edu

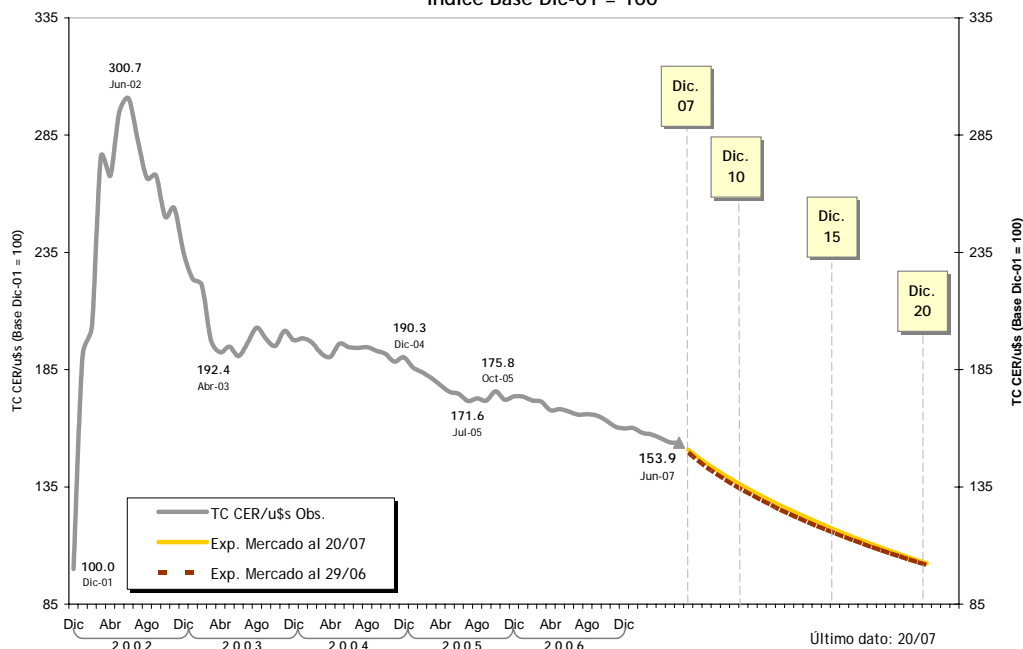
Almirante Sáenz Valiente 1010
(C1428BI) Buenos Aires
Tel: (54 11) 5169 7300
Fax: (54 11) 5169 7347



¿CUÁL ES EL LÍMITE DEL CER?

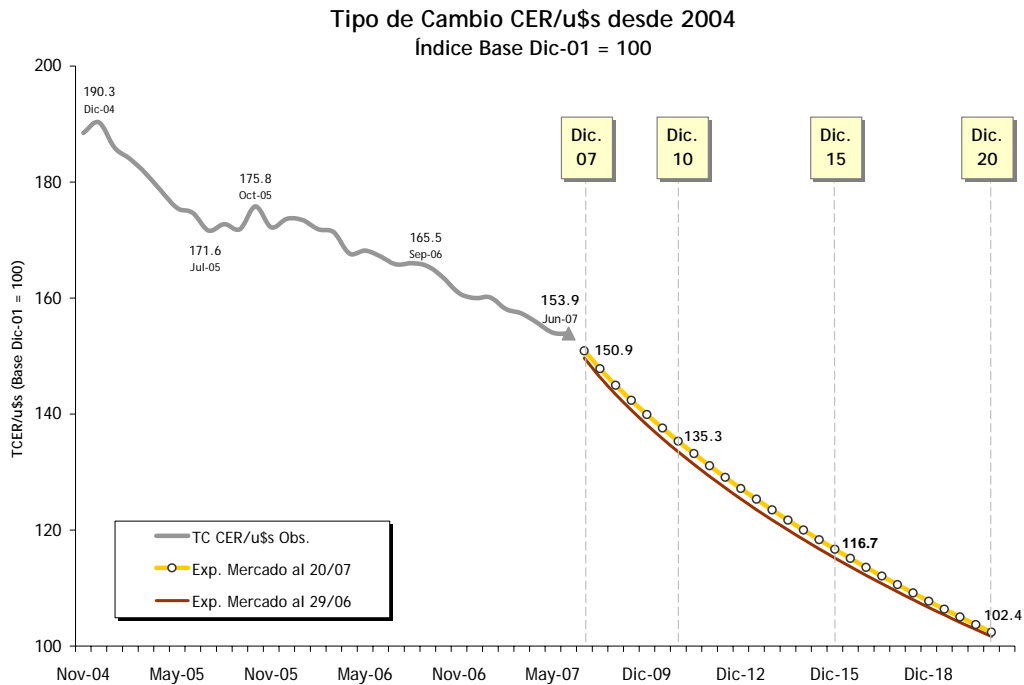
- ❖ De acuerdo a las proyecciones del IEC, al 20/07 el mercado espera que el valor del dólar en términos de pesos indexados caiga 5,7% en 2007 y 3,9% en 2008, por debajo de la disminución que prevén los analistas macroeconómicos locales según el REM del BCRA.
- ❖ Sin embargo, los pronósticos del IEC resultan similares a los que se desprenden de un informe recientemente divulgado por el banco de inversión americano Morgan Stanley.
- ❖ Esto da cuenta de la heterogeneidad de expectativas, la cual podría estar motivada por la incertidumbre acerca de la evolución del CER, ante la percepción de que existe una cuota de arbitrariedad en su cómputo.
- ❖ En este contexto, emitir deuda pública indexada implicaría pagar el costo del desprestigio del CER. A su vez, colocar títulos en dólares significaría convalidar los elevados niveles de riesgo país, por lo que al gobierno sólo le queda la alternativa de endeudarse en pesos nominales.

Tipo de Cambio CER/u\$s Observado y Expectativas del Mercado
Índice Base Dic-01 = 100



Expectativas Cambiarias

Al 20/07 el diferencial de rendimiento de los títulos públicos en dólares y en pesos-CER muestra que en lo que resta del año el mercado espera que la equivalencia del dólar en términos de pesos indexados por CER caiga un 2,0% con relación al nivel de junio último, por lo que en 2007 el tipo de cambio CER/u\$s se apreciaría un 5,7% con relación a 2006. Por su parte, el mercado anticipa una apreciación adicional de 3,9% en 2008, mientras que hacia 2020 el valor del dólar en términos de pesos-CER habría disminuido 36,0% frente a dic-06. De esta forma, el poder de compra del dólar (según la inflación oficial) se aproximaría a los niveles de fines de la Convertibilidad recién dentro de trece años.



Expectativas TC CER/u\$s Comparaciones Clave

	Mercado Al 20/07	Mercado Al 29/06
Dic-07 vs. Jun-07	-2.0%	-
Dic-07 vs. Dic-06	-5.7%	-6.5%
Dic-10 vs. Dic-07	-10.3%	-10.8%
Dic-15 vs. Dic-10	-13.8%	-13.7%
Dic-20 vs. Dic-15	-12.3%	-11.7%
Dic-20 vs. Dic-06	-36.0%	-36.5%

Si se comparan los pronósticos que entrega el IEC con los del REM (relevamiento realizado por el BCRA básicamente entre los principales analistas macroeconómicos locales), puede apreciarse una diferencia, que se hace particularmente notoria en lo que hace a la variación prevista para 2008. En efecto, la apreciación del tipo de cambio CER/u\$s en 2007 ascendería a 7,2% para el promedio del REM (5,7% según la proyección del IEC), lo cual, según el sondeo del BCRA, se repetiría en 2008 (7,1%), mientras que según el IEC la apreciación adicional totalizaría el año próximo 3,9%.

Mercado vs. REM

	Mercado Al 20/07	REM Jun-07
Dic-07 vs. Jun-07	-2.0%	-3.6%
Dic-07 vs. Dic-06	-5.7%	-7.2%
Dic-08 vs. Dic-07	-3.9%	-7.1%

La mayor apreciación que prevé el REM puede ilustrarse más fácilmente, calculando la inflación implícita que resulta de usar las proyecciones del IEC y el tipo de cambio nominal del REM (téngase en cuenta que el tipo de cambio CER/u\$s es el cociente entre el tipo de cambio nominal *vis à vis* el dólar y el valor del CER). De la misma forma, se puede extraer el tipo de cambio implícito empleando los pronósticos del IEC y la inflación que anticipa el REM. Los resultados de este ejercicio se exhiben en la tabla siguiente.

Inflación y Tipo de Cambio Implícito

	2007	2008
Tipo de Cambio \$/u\$s -REM-	3.14	3.22
Variación % CER -IEC-	8.17%	6.82%
Variación % IPC (dic-dic) -REM-	9.30%	10.50%
Tipo de Cambio \$/u\$s -IEC-	3.19	3.39

En tal sentido, si el mercado esperase idéntico tipo de cambio nominal que el REM, la inflación de 2007 y de 2008 sería de 8,2% y 6,8%, respectivamente. En cambio, si la inflación que el mercado prevé fuese idéntica a la del REM, el tipo de cambio nominal hacia fines de 2007 y 2008 treparía a AR\$3,19 y AR\$3,39/u\$s.

La divergencia entre el IEC y el REM da cuenta de cierta heterogeneidad en las expectativas. ¿Qué puede decirse acerca de la comparación entre el IEC y los pronósticos de los analistas internacionales? En tal sentido, si bien se trata de una comparación puntual, resulta interesante trazar un paralelo entre el IEC y el recientemente divulgado *forecast* de *Morgan Stanley Research*¹. Tal como se ilustra en el cuadro que aparece a continuación, las proyecciones de apreciación del tipo de cambio CER/u\$s de Morgan Stanley son muy similares a las del IEC.

Morgan Stanley Research - Latin America

	2006 Obs.	2007 Proy.	2008 Proy.
Inflación (dic.-dic.)	9.80%	10.60%	8.90%
Tipo de Cambio \$/u\$s (fin per.)	3.07	3.20	3.36
Variación tipo de cambio CER/u\$s - MS	-7.88%	-5.76%	-3.58%
Variación tipo de cambio CER/u\$s - IEC	-7.88%	-5.67%	-3.93%

Como conclusión, para explicar la divergencia de expectativas, además de tener en cuenta la posibilidad de que las mismas sean disímiles, la desconfianza sobre las estadísticas oficiales (a partir de las denuncias sobre la manipulación del IPC) podría estar llevando a que las proyecciones sobre la evolución del IPC (o del CER que se nutre del anterior) no reflejen las expectativas de inflación, sino de cuánta es la inflación que el gobierno está dispuesto a reflejar a través del IPC (recuérdese que esto incide en los pagos de intereses y amortizaciones de la deuda indexada).

¿CER o no CER?

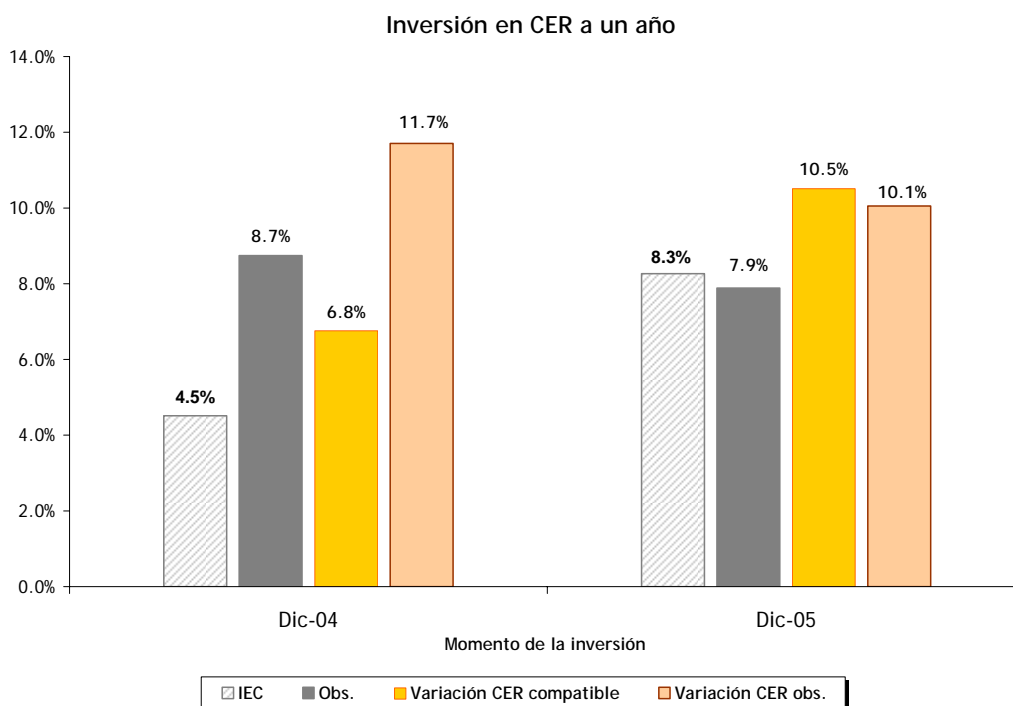
Asumiendo que al momento de invertir los agentes requieren el mismo retorno esperado (en términos reales) para todos los activos financieros de igual riesgo, un instrumento indexado mostrará un rendimiento extraordinario versus un activo dolarizado en la medida que se produzca una revalorización no prevista de una u otra moneda.

En tal sentido, supóngase un inversor que en diciembre-04 colocó en CER a un año de plazo frente a la alternativa de un activo dolarizado. A dicha fecha, la valuación del mercado mostraba una expectativa de apreciación del tipo de cambio CER/u\$s de 4,5%, mientras que la realidad mostró una apreciación de casi el doble (8,7%). Ocurrió que dicho inversor se vio beneficiado por una inflación superior a la prevista inicialmente, y que no fue acompañada por una depreciación nominal del peso de igual magnitud. Suponiendo que no hubo sorpresas en cuanto a la evolución del tipo de cambio nominal, la inflación del CER que se preveía en la valuación de los títulos ascendía a 6,8%, mientras que la observada totalizó 11,7%.

Hacia diciembre-05 se produjo otra sorpresa, que radicó en los controles de precios instituidos hacia finales de la gestión de Lavagna. De hecho, el inversor que se posicionó en CER (nuevamente a un año), registró una leve pérdida relativa ya que, controles mediante, el valor del dólar en términos de CER cayó 7,9% contra una caída esperada al momento de la valuación de 8,3%. Realizando el mismo ejercicio de que los tipos de cambio nominales esperados al inicio y al final no

¹ *Morgan Stanley Research Latin America*, Economics, This Week in Latin America-Week of July 9-13.

difirieron de los efectivamente observados, esto se traduce en una inflación del CER esperada de 10,1% contra una observada de 10,5%.



Esto nos remite al apartado anterior, ya que si se entiende que hay una cuota de arbitrariedad en el cómputo del IPC, resulta más difícil anticipar la variación del CER. Esto se pone de manifiesto en el comentario previo acerca de las diferencias entre los pronósticos sobre la trayectoria del cambio CER/u\$. A juzgar por los últimos resultados del IEC, la visión del mercado parecería estar inclinada a que, a pesar de las presiones inflacionarias, el gobierno mantendrá acotada la variación del CER, el cual tiene una influencia importante en el resultado fiscal y los servicios de la deuda, al estar 41,4% de la deuda total denominada en pesos indexados (a mayor CER, mayores son los intereses y amortizaciones de la deuda y menor el superávit fiscal global).

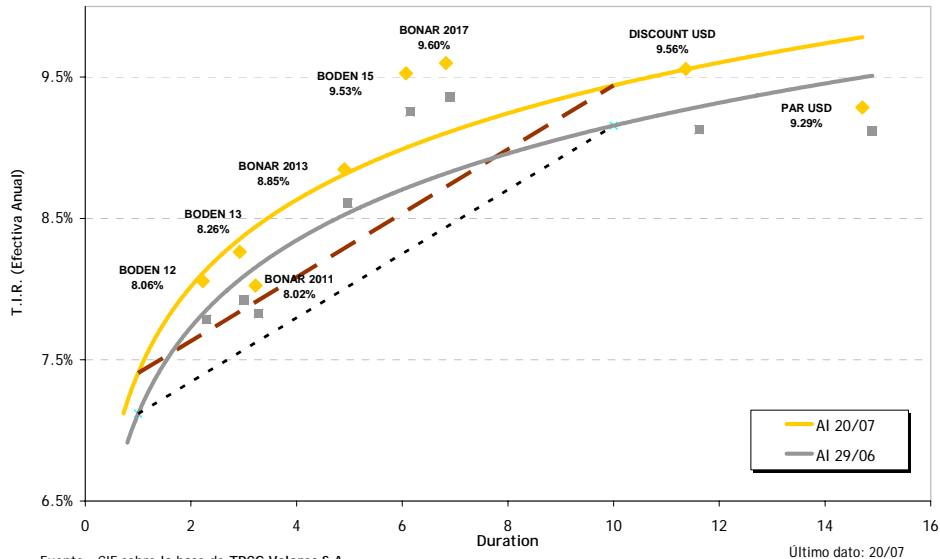
Por lo tanto, en este contexto de una percepción devaluada sobre el CER, la emisión de deuda pública indexada implicaría pagar el costo derivado de la sensación de manipulación del índice. A su vez, los elevados niveles de riesgo país no hacen aconsejable la colocación de instrumentos en dólares, ya que de hacerlo el gobierno estaría convalidando tasas altas en esta moneda. Por lo tanto, la única alternativa disponible radica en la emisión de deuda en pesos nominales, siguiendo el ejemplo de la mayoría de las economías de la región (la punta de este proceso ya se vio con el lanzamiento del Bonar 2012 a principios de junio).

Lo anterior no debería interpretarse como una mala noticia. En este sentido, si el Tesoro emite en pesos y luego compra dólares para cancelar deuda en esta divisa, reduce la exposición cambiaria (a pesar del incremento de las reservas, el saldo entre activos y pasivos en dólares todavía es negativo). A su vez, relevaría al Banco Central de la tarea de incrementar sus reservas, las cuales luego se invierten a un bajo interés (con el consecuente deterioro en el balance de la entidad monetaria), mientras que con esos mismos dólares se cancelarían pasivos externos de alto costo.

Curvas de Rendimientos

Los dos gráficos siguientes muestran las curvas de rendimientos de papeles de deuda del gobierno, denominados en dólares y en pesos-CER, a diferentes plazos de emisión y, a fines de comparación, las mismas al 29/06. Estas curvas representan no sólo el *benchmark* contra el cual deberían evaluarse los rendimientos de otros activos financieros, sino también la mejor estimación del costo de financiamiento del gobierno.

Yield Curve Títulos Públicos en Dólares



Yield Curve Títulos Públicos en Pesos-CER

