

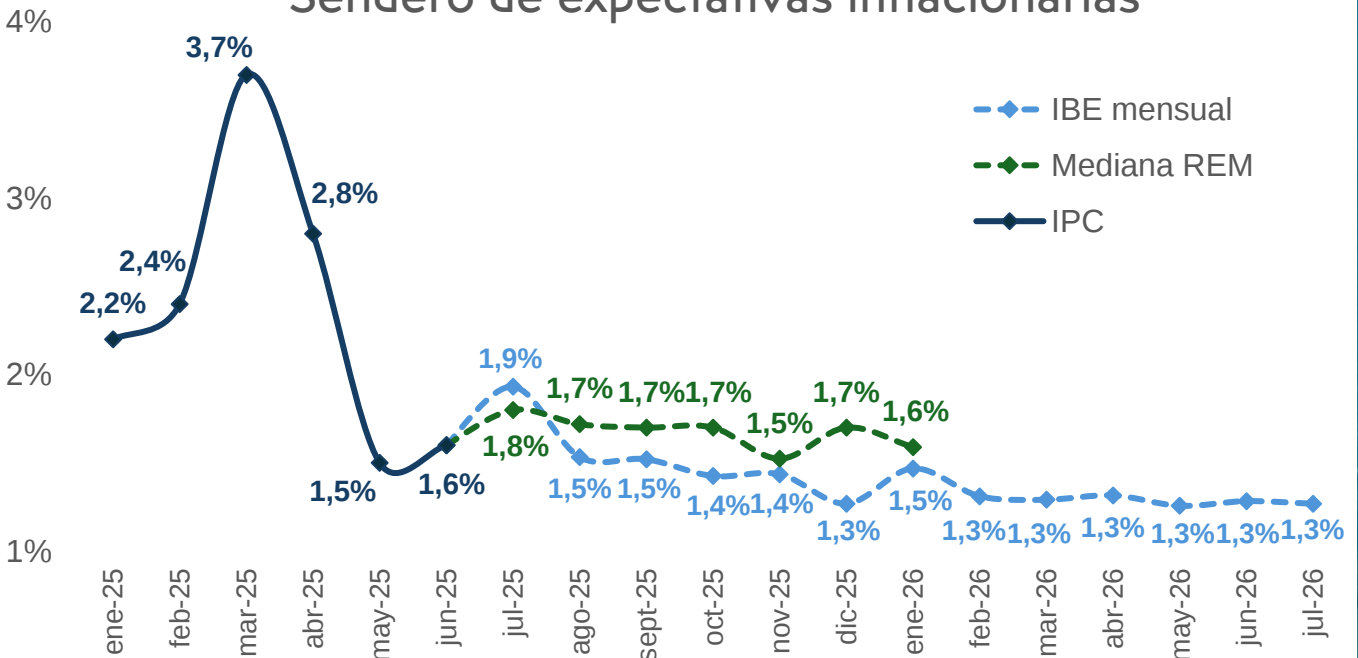


Inflación Break Even (IBE)

Las expectativas de inflación pueden analizarse a partir de: el REM, una encuesta mensual del BCRA a consultoras y entidades financieras; y la IBE, que surge de comparar rendimientos de los bonos CER, que se ajustan por inflación, con los de las LECAP, que ofrecen una tasa fija.

El mercado se muestra más optimista que las consultoras respecto a la evolución de la inflación para lo que resta del año, a excepción del mes de julio. A pesar de la volatilidad cambiaria y financiera, las expectativas del mercado continúan apuntando a una desaceleración de la inflación. Si se asume que IBE coincide con la inflación efectivamente observada la inflación acumulada de 2025 se ubicaría en torno al 25,9%. Esto representaría una disminución de 91,9 puntos porcentuales respecto a la inflación de 2024, que fue del 117,8%.

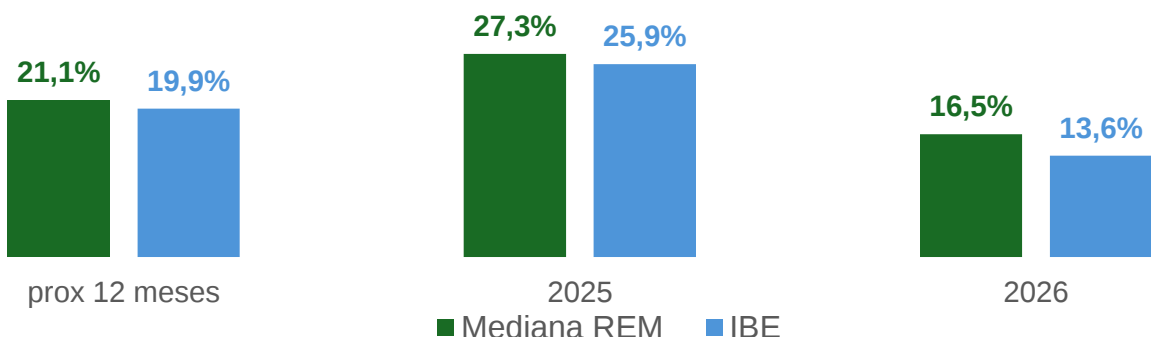
Sendero de expectativas inflacionarias



*NOTA: El calculo fue realizado en base a los datos de cierre del 6-ago-2025.

Fuente: OERU en base a datos de INDEC, BCRA y PPI.

Expectativas sobre inflación acumulada

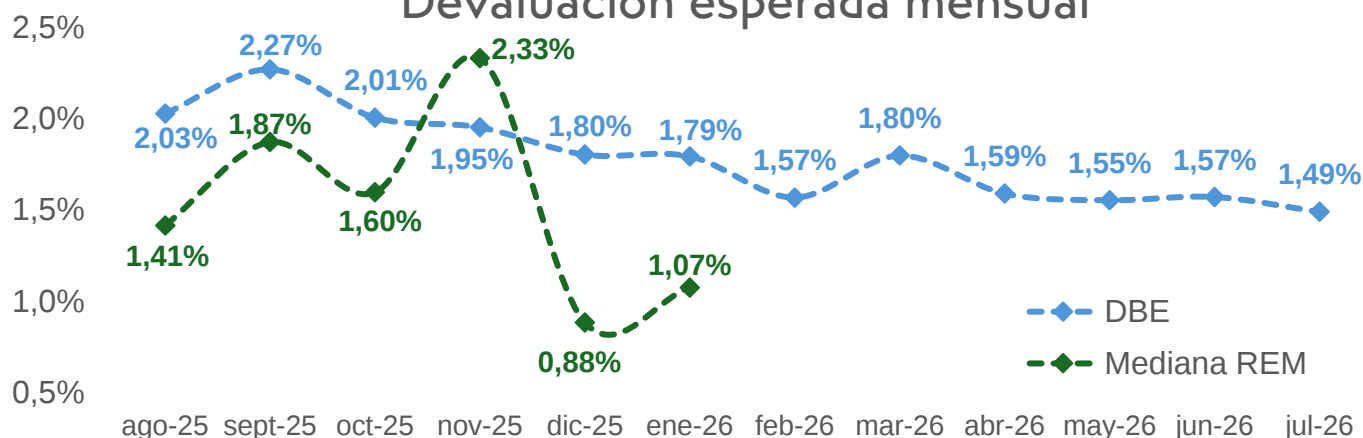


*NOTA: El calculo fue realizado en base a los datos de cierre del 6-ago-2025.

Fuente: OERU en base a datos de INDEC, BCRA y PPI.



Devaluación esperada mensual

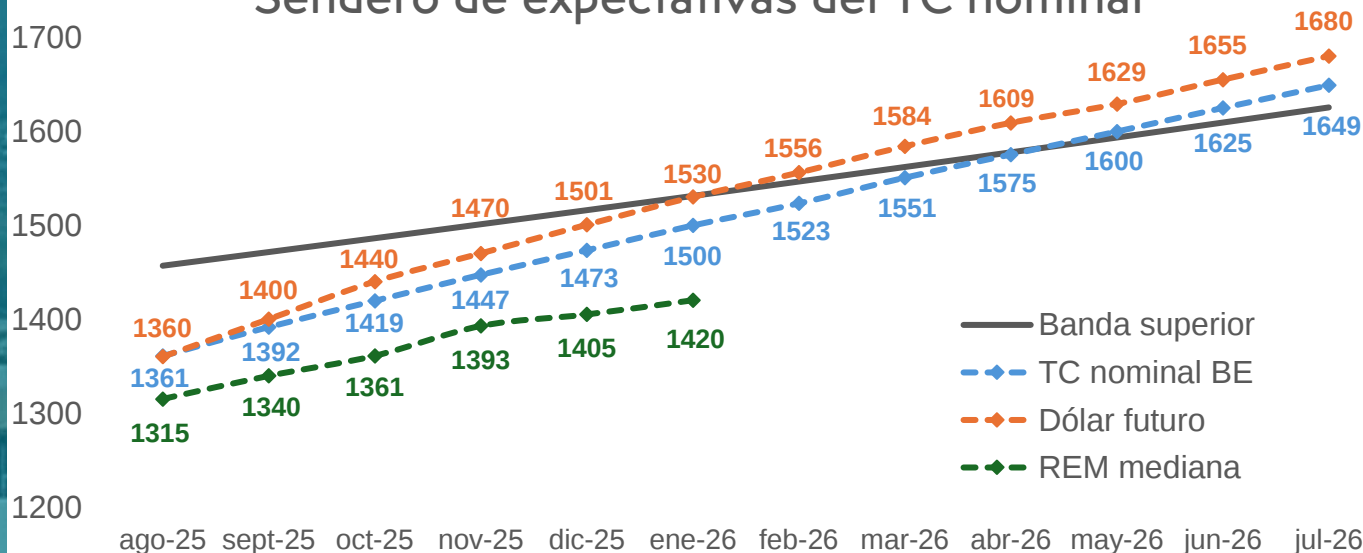


*NOTA: El calculo fue realizado en base a los datos de cierre del 6-ago-2025.

Fuente: OERU en base a datos de BCRA y PPI.

A diferencia de la inflación, las expectativas de devaluación del mercado (DBE) se mantienen por encima del REM, dinámica que se viene repitiendo en los últimos meses. Puntualmente, el mercado anticipa una devaluación del 10,5% para lo que resta de 2025 y del 23,6% para los próximos 12 meses, frente al 8,4% y 17,4% estimado por el REM para los respectivos periodos.

Sendero de expectativas del TC nominal



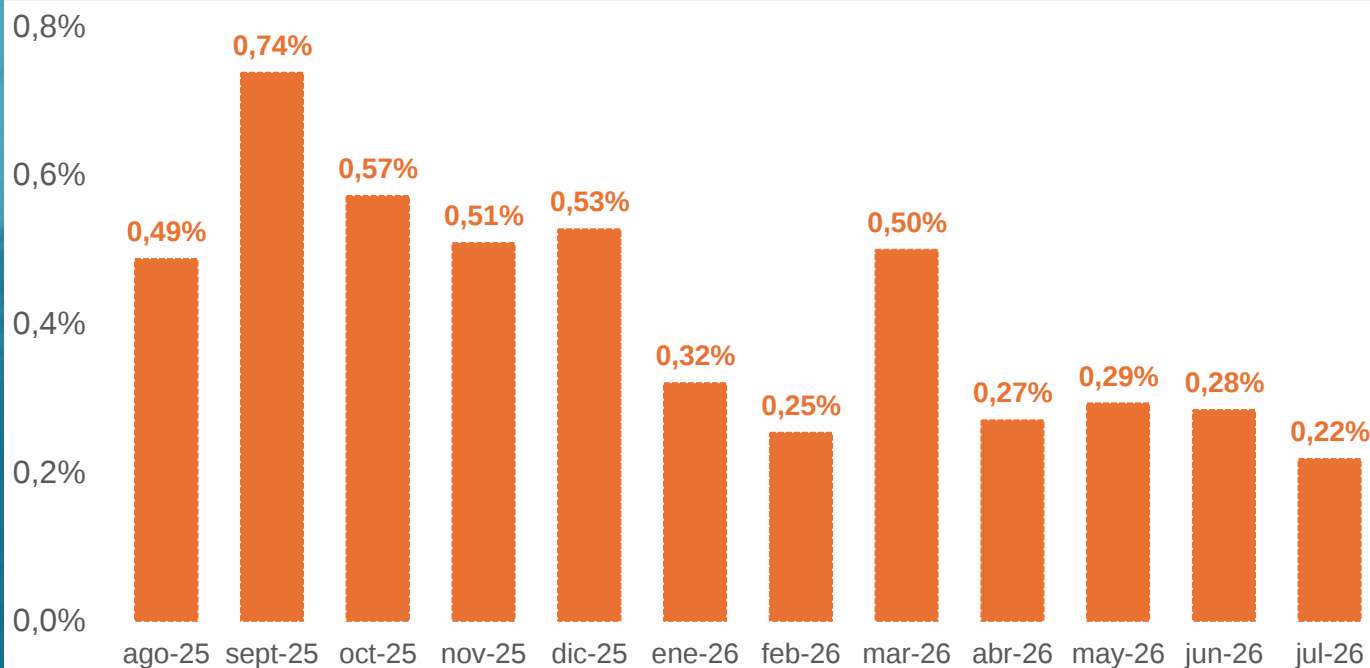
*NOTA: El calculo fue realizado en base a los datos de cierre del 6-ago-2025.

Fuente: OERU en base a datos de BCRA y PPI.

Según el modelo de Krugman, en un régimen de bandas creíble, las expectativas de intervención del BCRA evitan que el tipo de cambio alcance los extremos de la banda. Sin embargo, el gráfico evidencia que el mercado proyecta una ruptura de la banda superior a principios de 2026. Esta dinámica sugiere una pérdida de credibilidad en la capacidad de intervención del BCRA, a pesar del respaldo actual en reservas, lo que plantea dudas sobre la sostenibilidad del esquema en el mediano plazo, y sugiere la necesidad de revisar el esquema vigente.



Devaluación real esperada mensual



*NOTA: El calculo fue realizado en base a los datos de cierre del 6-ago-2025.

Fuente: OERU en base a datos de INDEC y PPI.

Las proyecciones del mercado sobre la devaluación en términos reales, estimadas a partir de las tasas forward derivadas de las expectativas de inflación y tipo de cambio, indican que para lo que resta de 2025 se prevé una depreciación real acumulada del 2,9%. En tanto, para los próximos 12 meses, la expectativa asciende a una depreciación real acumulada del 5,1%

La depreciación real proyectada por el mercado para los próximos meses podría generar un mayor incentivo al ahorro por parte del sector privado, tal como se evidencia en el análisis del *Informe de Balance Comercial elaborado por OERU*.

Respecto a las proyecciones del mercado en julio, actualmente se anticipan devaluaciones reales más pronunciadas en el corto plazo, aunque con tasas más bajas hacia el largo plazo.

Las estimaciones del mercado prevén un pico en la devaluación real en septiembre de 2025 (0,74%) explicada por un incremento en la devaluación nominal esperada para ese mes. A partir de este pico se iniciaría una tendencia de desaceleración, que se vería interrumpida abruptamente en marzo, que al igual que septiembre no se debería a una caída importante en la inflación, sino que el impulso vendría por un aumento en la devaluación nominal que llegaría a ser de 1,8% frente al 1,6% esperada en los meses adyacentes.



Análisis de Licitaciones

Durante el mes de julio el tesoro llevó a cabo dos licitaciones donde la Secretaría de Finanzas informó que se recibieron ofertas por un total de \$18,4 billones de pesos y el monto total adjudicado alcanzó los \$17,5 billones de pesos.

El mayor volumen principalmente responde al desarme de las LEFIs, ya que el BCRA dejará de ofrecerlas a partir del 10 de julio. Los flujos salientes se canalizaron hacia instrumentos de corto plazo, donde el 76% del total adjudicado se concentró en las LECAPs con vencimientos en agosto y septiembre (S15G5, S29G5 y S12S5). El tesoro convalidó tasas más altas que las del mercado secundario.

Dada la volatilidad cambiaria vista recientemente la demanda de instrumentos atados al dólar creció. Entre la nueva LELINK con vencimiento en octubre (D31O5) y la reapetura de la LELINK con vencimiento en enero del 2026 (D16E6) se adjudicaron 1.100.988 mill. de pesos. En cuanto a instrumentos CER tan solo se licitaron 116.702 mill. en el bono TZXO6 con vencimiento el 30 de octubre.

Ticker	Vto.	TEA	IBE anual	IBE mensual (promedio)	DBE anual	DBE mensual (promedio)	DBE real anual
S15G5	15/8/25	39,0%*	15,2%	1,2%	30,1%	2,2%	13,0%
		65,4%**	37,1%	2,7%	54,8%	3,7%	13,0%
S29G5	29/8/25	60,5%**	34,1%	2,5%	49,0%	3,4%	11,1%
S12S5	12/9/25	36,9%*	14,8%	1,2%	26,5%	2,0%	10,2%
		55,5%**	30,4%	2,2%	43,7%	3,1%	10,2%

Fuente: OERU en base a Secretaría de Finanzas, PPI.

* Tasa resultante de la licitación del día 7 de julio.
** Tasa resultante de la licitación del día 29 de julio.



Nota Metodológica

INFLACION BREAK EVEN :

Una de las formas de medir las expectativas de inflación es mediante encuestas, como el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) elaborado por el Banco Central de la República Argentina (BCRA), o aquellas realizadas por universidades y consultoras privadas. No obstante, también es posible obtener una estimación alternativa a través del análisis del mercado de renta fija, donde se negocian tanto bonos a tasa fija nominal como bonos indexados por inflación. A partir de los rendimientos de ambos instrumentos, se puede calcular la llamada inflación implícita o “break-even”, que representa la tasa de inflación esperada por el mercado que iguala el rendimiento entre estos 2 tipos de bonos. Los rendimientos pueden incorporar primas por riesgo pero en el presente análisis se consideran iguales a cero. Esto implica que todo el diferencial entre los rendimientos de los bonos tasa fija y de los bonos indexados se adjudica a la inflación esperada cuando no necesariamente es el único componente.

Para calcular la inflación esperada se utiliza la paridad de Fisher, según la cual, la tasa nominal de un bono es igual al retorno real más las expectativas de inflación.:

$$(1 + i_{0,T}) = (1 + r_{0,T}) * (1 + \pi_{0,T}^e)$$

Reordenando la ecuación la inflación esperada para un plazo T sería:

$$\pi_{0,T}^e = \frac{(1 + i_{0,T})}{(1 + r_{0,T})} - 1$$

Donde $i_{0,T}$ es la tasa de interés nominal desde $t=0$ hasta T, obtenida de una LECAP cuyo vencimiento se da en el momento T, $r_{0,T}$ es la tasa de interés real para el mismo plazo, la cual se obtiene un bono CER con igual vencimiento, y $\pi_{0,T}^e$ es la tasa de inflación esperada en igual periodo.

A partir del análisis desarrollado, se concluye que, contando con una estructura temporal completa de tasas de interés nominales y reales, sería posible estimar las expectativas de inflación para distintos horizontes mediante la aplicación de la ecuación de Fisher. Dado a que no hay suficientes instrumentos para elaborar una curva continua de tasas, se llevo a cabo una estimación de las mismas mediante el método de mínimos cuadrados ordinarios. En Argentina, el Tesoro emite letras capitalizables en pesos (LECAP), mediante las cuales se estimara la curva de tasas nominales. Para estimar la curva de tasas reales, se utilizan los rendimientos de bonos ajustados por CER, que se basa en el índice de precios al consumidor (IPC). Esta particularidad hace que los bonos indexados.



no ajusten directamente por ultimo índice de precios, sino que ajusta por inflación pero con un rezago que en promedio es de 45 días respecto al ultimo IPC conocido. Otra consideración especial a tener en cuenta es que, en la mayoría de los casos, los flujos de fondos de los bonos CER se actualizan teniendo en cuenta el valor del CER 10 días hábiles previos a la fecha de emisión y el valor del CER 10 días hábiles previos al vencimiento.

Como la inflación mensual se publica con un rezago de aproximadamente 15 días, debemos tener en cuenta que el CER aplicable a una fecha t reflejará la inflación del mes anterior o la de hace dos meses dependiendo de si t se ubica antes o después de la publicación del índice de inflación del mes previo. Esta particularidad en el cálculo del CER implica que cuando se valúa un bono que ajusta por CER, hay una parte del flujo futuro que es conocida, en concreto se puede descomponer de la siguiente manera:

$$\frac{CER_{final}}{CER_{base}} = \frac{CER_{liq-10h}}{CER_{base}} * \frac{CER_{ultimo conocido}}{CER_{liq-10h}} * \frac{CER_{final}}{CER_{ultimo conocido}} \quad 1)$$

Donde $CER_{liq-10h}$ es el valor del índice CER de 10 días hábiles previos a la fecha de liquidación. Y el CER_{final} es el último valor CER por el que va a ajustar el bono.

También se harán las siguientes definiciones para simplificar el análisis algebraico, donde δ representa la variación del CER que todavía no se conoce:

$$\gamma = \frac{CER_{ultimo conocido}}{CER_{liq-10h}} \quad \delta = \frac{CER_{final}}{CER_{ultimo conocido}} \quad 2)$$

Si definimos el precio del bono en el momento 0, con vencimiento en T tenemos:

$$P_0 = \frac{(principal + cupón) * (\frac{CER_{final}}{CER_{base}})}{1 + i_{0,T}} = \frac{(principal + cupón) * (\frac{CER_{final}}{CER_{base}})}{(1 + r_{0,T}) * (1 + \pi_{0,T}^e)}$$

Reemplazando 1) y 2) en la formula anterior resulta:

$$P_0 = \frac{(principal + cupón) * \frac{CER_{liq-10h}}{CER_{base}} * \gamma * \delta}{(1 + r_{0,T}) * (1 + \pi_{0,T}^e)} \quad 3)$$

Por ultimo definimos la tasa efectiva del bono CER como:

$$\rho = \frac{(principal + cupón) * \frac{CER_{liq-10h}}{CER_{base}}}{P_0} - 1 \quad 4)$$



Reemplazando 3) en 4) tenemos:

$$1 + \rho = \frac{(1 + r_{0,T}) * (1 + \pi_{0,T}^e)}{\gamma * \delta}$$

Aplicando a la ecuación de Fisher:

$$(1 + i_{0,T}) = (1 + r_{0,T}) * (1 + \pi_{0,T}^e) = (1 + \rho) * \gamma * \delta$$

Reordenando términos se obtiene:

$$\delta = \frac{(1 + i_{0,T})}{(1 + \rho)} * \frac{1}{\gamma}$$

Tenemos que contemplar la conversión de TEA anuales al período de n días que resta para cada bono de forma que la formula anterior resulta en:

$$\delta = \left(\frac{(1 + i_{0,T})}{(1 + \rho)} \right)^{\frac{n}{365}} * \frac{1}{\gamma} \quad 5)$$

Algo que hay que tener en cuenta es que la estimación de inflación resultante correspondería al periodo correspondiente entre el ultimo valor del índice CER conocido y el CER de diez días hábiles previos al vencimiento del bono, lo cual en la mayoría de los casos resultara en un periodo superior al mes. Debido a esto para obtener la estimación mensualizada, se debe escalar la variación obtenida a meses de 30 días. Dado que contamos con una curva continua de bonos se opto por seleccionar los periodos y sus correspondientes tasas de forma tal que el calculo se pueda realizar en forma directa sin necesidad de realizar este ajuste.

Para finalizar debemos llevar a cabo un ultimo calculo. En concreto, se calcularán las tasas forward de inflación esperada utilizando las tasas de inflación spot obtenidas de la ecuación 5). Una tasa forward se refiere al rendimiento calculado en el momento 0 para un período futuro entre $t > 0$ y $T > t$. Por ejemplo, si $T = 2$ meses y $t = 1$ mes, se define $\pi_{1,2}^e$ como la tasa de inflación forward desde el mes 1 hasta el mes 2 y se calcula como:

$$(1 + \pi_{0,2}^e) = (1 + \pi_{0,1}^e) * (1 + \pi_{1,2}^e)$$

$$\pi_{1,2}^e = \frac{(1 + \pi_{0,2}^e)}{(1 + \pi_{0,1}^e)} - 1$$

Donde $\pi_{0,1}^e$ es la tasa de inflación spot desde 0 al mes 1 y $\pi_{0,2}^e$ la spot entre el 0 y el mes 2.



DEVALUACIÓN BREAK EVEN.

Para el calculo de devaluación no hay que tener consideraciones especiales como en el caso de inflación por lo que el calculo de la misma se simplifica bastante. La llamada devaluación break even representa la tasa de devaluación esperada por el mercado que iguala el rendimiento entre los bonos de tasa fija y los bonos dolar linked, estos últimos ajustan según la variación del tipo de cambio oficial. Se mantiene el supuesto de que las primas de riesgo exigida por los inversores son iguales a 0. En base a esto se define la ecuación de Fisher para este caso como:

$$(1 + i_{0,T}) = (1 + r_{0,T}) * (1 + \lambda_{0,T}^e)$$

Reordenando términos, $\lambda_{0,T}^e$ la devolución esperada entre el momento 0 y T es:

$$\lambda_{0,T}^e = \frac{(1 + i_{0,T})}{(1 + r_{0,T})} - 1 \quad 6)$$

Donde $i_{0,T}$ es la TEA obtenida de la curva de tasa fija estimada previamente, mientras que $r_{0,T}$ es la TEA obtenida de la curva dolar linked que se estimo previamente.

Con esta formula obtendremos las tasas de devaluación spot. Para el caso del primer mes, es decir, $T = 1$ la tasa spot será la devaluación esperada, pero para los demás meses deberemos calcular la tasa de devaluación forward. Por ejemplo, si $T = 2$ meses y $t = 1$ mes, se define $\lambda_{1,2}^e$ como la tasa de devaluación forward desde el mes 1 hasta el mes 2 y se calcula como:

$$(1 + \lambda_{0,2}^e) = (1 + \lambda_{0,1}^e) * (1 + \lambda_{1,2}^e)$$

$$\lambda_{1,2}^e = \frac{(1 + \lambda_{0,2}^e)}{(1 + \lambda_{0,1}^e)} - 1$$

Donde $\lambda_{0,1}^e$ es la tasa de devaluación spot desde 0 al mes 1 y $\lambda_{0,2}^e$ la devaluación spot entre el 0 y el mes 2 ambas obtenidas con la formula 6) para los periodos correspondientes.

Haciendo esto para cada mes se obtendrá el sendero de devaluación esperada por el mercado.

DEVALUACION REAL ESPERADA.

Una vez obtenidas las tasas de devolución e inflación break even mensuales aplicaremos la ecuación de Fisher para obtener la devaluación real esperada mensual tal que:



$$(1 + \lambda_{0,T}^e) = (1 + \mu_{0,T}^e) * (1 + \pi_{0,T}^e)$$

$$\mu_{0,T}^e = \frac{(1 + \lambda_{0,T}^e)}{(1 + \pi_{0,T}^e)} - 1$$

Donde $\mu_{0,T}^e$ es la tasa de devaluación real para el mes T, $\lambda_{0,T}^e$ la tasa de devaluación nominal para el mes T y $\pi_{0,T}^e$ la tasa de inflación para ese mismo periodo.

Nota Técnica complementaria

En su artículo “Target Zones and Exchange Rate Dynamics”, Paul Krugman desarrolla un modelo teórico para analizar el comportamiento del tipo de cambio bajo un régimen de bandas cambiarias. El trabajo parte de un modelo monetario, en el cual el tipo de cambio responde a variables fundamentales como la oferta monetaria y shocks en la velocidad del dinero. Lo interesante del enfoque es que introduce expectativas racionales en un contexto donde la política monetaria está comprometida a defender un rango (banda) de fluctuación cambiaria, aunque no intervenga activamente mientras el tipo de cambio se mantenga dentro de ese rango.

Uno de los principales resultados del modelo es que el solo compromiso creíble de intervención genera efectos sobre las expectativas, incluso cuando el tipo de cambio está lejos de los límites de la banda. Esto se debe a que los agentes anticipan que, llegado el caso, la política monetaria actuará para evitar que el tipo de cambio supere los umbrales establecidos. Este mecanismo se refleja en una curva en forma de “S” que relaciona el tipo de cambio con el shock de velocidad, la cual es más plana que la diagonal de 45°, implicando que las bandas actúan como un ancla estabilizadora de expectativas, reduciendo la volatilidad cambiaria frente a shocks.

El artículo también considera el caso de credibilidad imperfecta. Si existe incertidumbre respecto a la voluntad del banco central de defender la banda, el tipo de cambio sigue un patrón intermedio entre el libre flotamiento y la curva “S” de plena credibilidad. Aun así, el régimen sigue teniendo un efecto estabilizador, aunque más débil y dependiente del grado de confianza del mercado. En resumen, el modelo de Krugman aporta un marco teórico para entender cómo las bandas cambiarias, aun sin intervención directa, pueden afectar las expectativas de depreciación y la dinámica del tipo de cambio.

Referencias bibliográficas:

Paul R. Krugman, Target Zones and Exchange Rate Dynamics. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, No. 3. (Aug., 1991), pp. 669-682.

GRACIAS

Director: Pablo F. Salvador

Economista jefe: Sebastián Piña

Coordinador: Pablo Magariños

Investigador: Manuel Soler

Contactate a nuestro e-mail

oeru@fce.uncu.edu.ar

Encontranos en nuestras redes



UNCUYO
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE CUYO



**OBSERVATORIO
ECONÓMICO
REGIONAL URBANO**