

MONITOR SEMANAL

Deuda ajustable por CER gana terreno y la de USD sigue alta

La cuestión de la deuda seguirá estando en el centro de la escena en los próximos años. El 80% es endeudamiento en moneda extranjera y el 8% en instrumentos ajustables por CER, instrumentos que han venido ganando participación relativa en los últimos meses. Ello genera preocupación por su sostenibilidad y la forma en que se cumplirán los compromisos. En ese contexto cobran relevancia los vencimientos con el FMI de los próximos años.

En este informe analizamos tres cuestiones: (i) el stock de deuda del Tesoro y su evolución desde diciembre de 2019, (ii) la dinámica de las colocaciones y vencimientos durante 2021 y (iii) la impresión que nos dejó la última licitación del pasado martes 3 de agosto.

Stock de deuda del Tesoro y su variación desde diciembre 2019

Con la información de la última licitación de deuda del Tesoro del 3 de agosto, estimamos el stock de deuda total bruta y neta -de tenencias del BCRA y el FGS-, excluyendo contingencias.

Deuda del Tesoro Nacional

USD MM y % PBI. Excluyendo contingencias. Al 3/8/2021

	dic-19	ago-21	Diferencia	ago-21	
				% total	% PBI
Organismos internacionales	68.001	70.556	2.555	21%	16%
FMI	44.128	45.520	1.391	13%	10%
BID	12.647	13.145	498	4%	3%
Banco Mundial	7.128	7.848	720	2%	2%
Resto	4.097	4.043	-54	1%	1%
Club de París	2.041	1.758	-283	0,5%	0,4%
Adelantos transitorios	14.237	15.152	915	4%	3%
Títulos públicos	194.153	222.851	28.699	65%	51%
ME	155.429	166.154	10.724	49%	38%
ARS	38.723	56.698	17.974	17%	13%
Letras del Tesoro	31.292	23.310	-7.982	7%	5%
ME	18.195	8.996	-9.198	3%	2%
ARS	13.097	14.313	1.216	4%	3%
Resto deuda	13.341	8.183	-5.158	2%	2%
Total deuda bruta	323.065	341.810	18.745	100%	78%
Total deuda neta**	226.434	233.454	7.021	-	53%
Cupones PBI	12.963	12.963	0	-	3%

* PBI promedio anual en ARS / tipo de cambio ARS/USD promedio anual

** Neta de BCRA y FGS

Fuente: MECON, FGS y estimaciones propias

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

Entre las principales características destacamos:

- **Stock:** estimamos la deuda bruta total en el equivalente a USD 342 mil millones y la neta en USD 233 mil millones.
- **Variación:** la deuda bruta aumentó desde diciembre de 2019 en USD 18,8 mil millones y la neta en USD 7 mil millones. Gran parte del aumento se origina en la emisión de títulos públicos por USD 28,7 mil millones, de los cuales USD 18,0 mil millones fueron en ARS ajustables por CER.
- **Acreeedor:** el 21% de la deuda total es con Organismos Internacionales -13% con el FMI- y el 65% son títulos de deuda de largo plazo.
- **Moneda:** el 75% de la deuda bruta es en moneda extranjera -80% de la neta. La deuda ajustable por CER representa el 12% de la deuda bruta y el 8% de la neta y el 50% del stock total de la deuda en ARS, cuando en diciembre de 2019 era 1/3.

Deuda del Tesoro Nacional - por moneda de endeudamiento
% del total

	Bruta			Neta*		
	dic-19	ago-21	Dif (pps)	dic-19	ago-21	Dif (pps)
ME	80%	75%	-5%	83%	80%	-4%
ARS	20%	25%	5%	17%	20%	4%
Tasa fija	12%	10%	-2%	9%	8%	-1%
Tasa variable	1%	1%	1%	1%	2%	1%
CER	7%	12%	5%	5%	8%	3%
USD-L	1%	1%	1%	1%	2%	1%

* Neta de BCRA y FGS

Fuente: MECON, FGS y estimaciones propias

- **Vida promedio:** la vida actual es 6,8 años, prácticamente la misma que a fines de 2019 -6,9 años. Si bien la reestructuración de la deuda en 2020 dio lugar a su extensión, se vio compensado por el transcurso de casi un año desde ese momento y por la mayor emisión de deuda de corto plazo que se hizo desde fines de 2019.
- **Contingencias:** el cupón-PBI es un ejemplo de deuda contingente, que representa 3% del PBI. Otros conceptos comprendidos son los litigios en proceso en el CIADI y en otros tribunales internacionales -ej juicio por el proceso de estatización de YPF- y tribunales locales -ej, sentencias a favor

MONITOR SEMANAL

de jubilados. Una estimación del monto de estos pasivos contingentes lo ubicaría entre 7-10% del PBI.

- Endeudamiento relativo: con relación al PBI, la deuda bruta es 78% y la neta es 53% -en base al PBI promedio anual. Estos niveles se ubican en el promedio de la región, que tiene a Chile y Perú entre los países de menor endeudamiento (33-35% del PBI) y a Brasil como el de mayor porcentaje de deuda - 98% del PBI- aunque sólo el 5% de esa deuda es en moneda extranjera. Como vimos, en Argentina ese porcentaje es 75% del total de la deuda bruta y el 80% de la neta.

En la comparación entre países debe tenerse en cuenta la incidencia de la inflación y de la devaluación en la estimación del PBI promedio anual y el de fin de año. Las mayores tasas de Argentina generan diferencias entre PBI promedio anual versus el PBI a fin de cada período, mientras que en los otros países la incidencia es mucho menor.

La emisión de títulos de deuda durante 2021

Durante el 2021 -y hasta el 3 de agosto- el Tesoro Nacional emitió títulos de deuda en ARS en el mercado local por ARS 2,65 billones. De ese total, el 49% fueron instrumentos ajustables por CER, 29% a tasa fija, 19% a tasa variables y 3,1% USD-L. Es decir, el 71% emitido fueron instrumentos indexados.

Emisión y amortización títulos en ARS Tesoro 2021

ARS MM y % del total. Al 3/8/2021

Emisión	ARS MM	% total
Total	2.654.297	100,0%
Tasa fija	778.086	29,3%
Tasa variable	503.471	19,0%
CER	1.289.759	48,6%
USD-L	82.981	3,1%
Amortización		
Total	1.765.482	100,0%
Tasa fija	656.140	37,2%
Tasa variable	335.861	19,0%
CER	746.846	42,3%
USD-L	26.635	1,5%
Diferencia		
Total	888.815	100,0%

Fuente: MECON y estimaciones propias

MONITOR SEMANAL

En el mismo período, enfrentó amortizaciones de títulos por ARS 1,77 billones, el 63% instrumentos ajustables, mientras que el 37% fueron títulos a tasa fija. De esta manera, el balance anual a esta parte indica un crecimiento mayor de la deuda ajustable, principalmente por CER.

La vida promedio del total emitido es 361 días, aunque en las últimas licitaciones ese plazo se fue reduciendo -fue de 322 días en la licitación del 3 de agosto. La reducción de la vida promedio se combinó con un aumento de la tasa de interés, con tasas efectiva anuales (TEA) que han venido subiendo -ej, Letras a tasa fija pasaron de 44,5% a mediados de julio a 45,7% al 3 de agosto.

Lo que dejó la última licitación

En la última licitación se incluyó la opción de deuda USD-L luego de varios meses de exclusión -la última vez que se ofrecieron fue en mayo de este año-. A través de estos instrumentos el gobierno obtuvo financiamiento por ARS 44,1 mil millones -la mitad del total de deuda USD-L emitida durante 2021. La Secretaría de Finanzas incluyó este instrumento en el menú de títulos ofertados, intentando mantener un flujo neto positivo de financiamiento ante una mayor demanda por dolarización que se observa desde las últimas semanas.

Del total del financiamiento tomado -ARS 146 mil millones-, la deuda USD-L representó 30% y la deuda ajustable por CER el 50%. El total capturado estuvo por debajo de los vencimientos de los próximos días -alrededor de ARS 220 mil millones- pero representa casi la mitad del total de vencimientos de capital de la deuda en ARS de agosto -ARS 325 mil millones.

En el contexto actual, si se quiere refinanciar los vencimientos y evitar recurrir al BCRA para atenderlos implica reevaluar la estrategia financiera en base a la manifestación de las actuales preferencias de los inversores -tipo de ajuste, reducción de plazo y/o aumento de tasa.