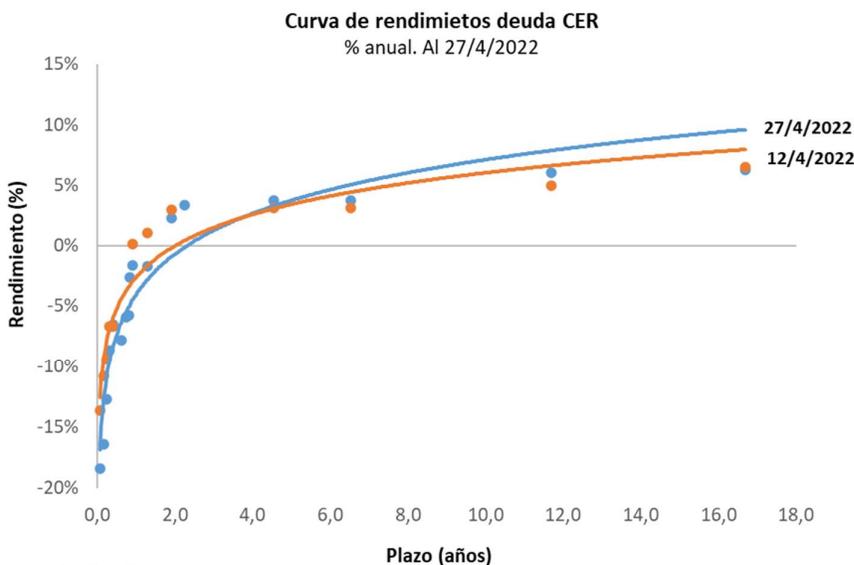


MONITOR SEMANAL

La preferencia (forzada) por la deuda CER de corto plazo

Desde hace algunos meses los compradores de deuda del Tesoro en ARS muestran una marcada preferencia por los títulos ajustables por CER y, más recientemente, por los de corto plazo. Esa situación se profundizó cuando se conoció el dato de inflación de 6,7% de marzo. Esa preferencia se refleja en los rendimientos de estos instrumentos, que son fuertemente negativos en el tramo de la curva menor al año.

La divergencia entre lo que demandan los inversores y lo que plantea el Gobierno -reducir la oferta primaria de deuda ajustable por CER y extender plazos- plantea un desafío importante, que involucra la magnitud de las necesidades financieras, la percepción de riesgo y predisposición de los inversores "atrapados" para seguir refinanciando al Tesoro, en un contexto donde las tasas de interés reales en ARS aún son negativas. Del diseño de una estrategia que permita cerrar de manera ordenada la brecha de financiamiento del Tesoro, evitando una percepción creciente de riesgo de crédito, dependerá, entre otros, la posibilidad de reducir la brecha entre los tipos de cambio.



El rendimiento en el tramo de 30-90 días de la deuda ajustable por CER se ubica entre -18% y -13% real anual, aún más negativa que previo a conocerse el dato de inflación de marzo, el 13 de abril pasado. Esto tiene que ver con los límites a las posibilidades

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Celina Onofri
ANALISTA

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

de arbitraje entre distintas alternativas de inversión para diferentes tipos de inversores. En cambio, para plazos más largos (más allá de 1 año) los rendimientos comienzan a ser positivos, reflejando una mayor percepción de riesgo de crédito, con menor dominancia de la liquidez relativa que se observa en los de corto plazo.

Como las tasas de interés en ARS siguen siendo negativas en términos reales y prevalece la idea que en el corto plazo la oferta de divisas en esta parte del año jugará a favor de la estabilidad del tipo de cambio oficial, los títulos ajustables por CER -o para minoristas los plazos fijos ajustables por UVA- se convirtieron en la alternativa predilecta. Sin embargo, muy concentrados en el corto plazo, y en un contexto donde la brecha, que bajó a niveles de 65% hace una semana, volvió a moverse, llegando actualmente a niveles de 82% -aun por debajo del promedio de 97% de los últimos 6 meses-.

Sin embargo, el arbitraje no es perfecto, especialmente cuando hay controles cambiarios y regulaciones, particularmente en el caso de inversores institucionales, "atrapados" por las diversas regulaciones y/o prácticas de mercado (ej, plazos fijos UVA no están disponibles para institucionales). Estimamos que el 45% del stock total de la deuda ajustable por CER está en manos del FGS de la ANSES (ARS 3 billones), aproximadamente 10% en manos de Fondos Comunes de Inversión (ARS 710 mil millones) y el resto distribuido entre otros organismos públicos, compañías de seguro, bancos y personas humanas.

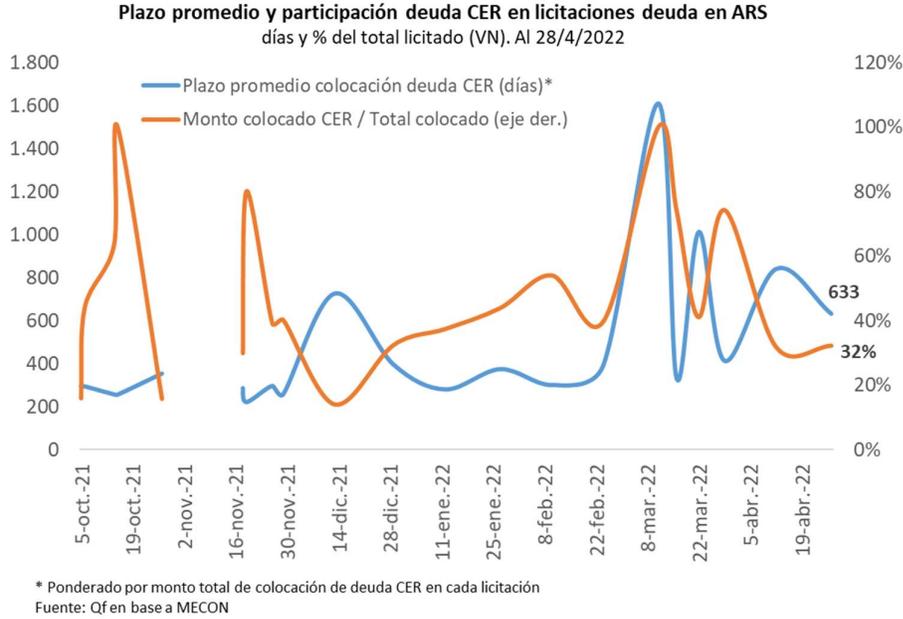
La preferencia de los inversores de hacer colocaciones en instrumentos ajustables por CER fue acompañada por el Tesoro desde las licitaciones de mediados de diciembre del año pasado hasta fines de marzo. La participación de la deuda ajustable por CER en las licitaciones fue creciente, desde el 20% en diciembre a 70%-100% hacia fines de marzo.

Durante abril el Tesoro comenzó a reducir la oferta de instrumentos ajustables por CER y, los que coloca, intenta que sea a plazos más largos. El total colocado de CER representó algo más del 30% del total en las últimas dos licitaciones -12 de abril y 25 de abril-. Sin embargo, el plazo promedio¹ de la deuda

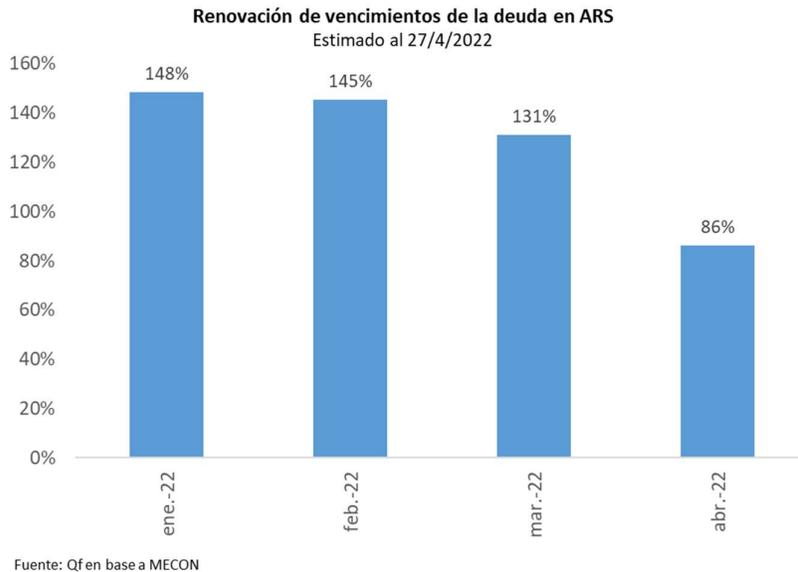
¹ Promedio ponderado por monto.

MONITOR SEMANAL

ajustable por CER se redujo, de casi 1.000 días en las licitaciones de marzo a 600 días en la última del 25 de abril (LECER may-23, BONCER jul-24 y BONCER nov-26). Actualmente estos instrumentos representan el 18% del total de la deuda bruta - era el 8% a fines de 2019-.



Esta diferencia entre las preferencias de los inversores y del Tesoro determinó que en abril no se haya podido renovar el total de vencimientos de la deuda en ARS.



Es interesante analizar este resultado teniendo en cuenta el

MONITOR SEMANAL

perfil de vencimientos hasta fin de año. Entre mayo y diciembre vencen ARS 4 billones, de los cuales el 60% es ajustable por CER, con mayores vencimientos en mayo y septiembre y un promedio mensual de ARS 500 mil millones en todo el período.

Si bien una parte importante de la deuda ajustable por CER está en manos del propio sector público, refinanciar los vencimientos en poder del sector privado -directa o indirectamente- puede requerir una nueva revisión de las condiciones de emisión de licitaciones futuras, sobre todo porque el financiamiento del BCRA al Tesoro para cubrir sus necesidades financieras está limitado a ARS 700 mil millones en 2022 dado el acuerdo con el FMI.