

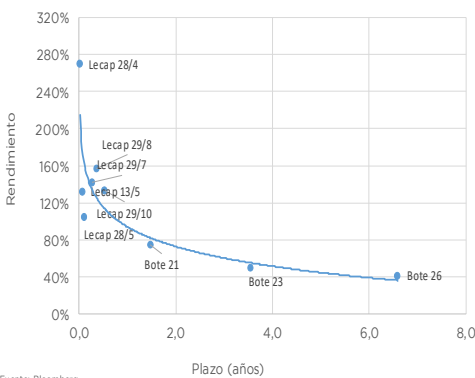
MONITOR SEMANAL

¿Hay valor en la deuda en ARS ajustable por CER?

En estos tiempos el foco está puesto principalmente sobre la deuda en USD, muy pendiente a la resolución de la reestructuración de aquella emitida bajo legislación extranjera. Aun así, analizamos la situación del mercado de las obligaciones del Estado Nacional en moneda local partiendo de una visión de más largo plazo. Consideramos que, en el corto, prevalece una importante incertidumbre que afecta mayormente el comportamiento. A esos efectos presentamos algunas comparaciones de los rendimientos de deuda en ARS ajustable por CER de mediano y largo plazo.

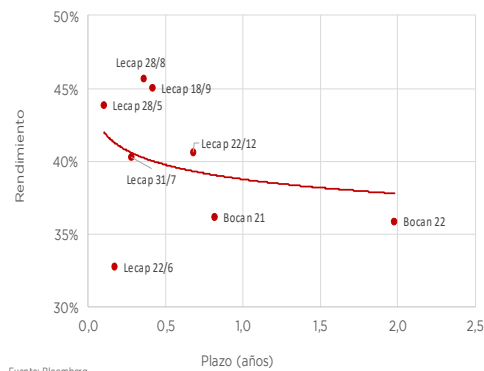
Se observa que las curvas de rendimientos de cada uno de los tipos de títulos en ARS están invertidas, reflejando una visión de riesgos asociados a la forma de atención de los vencimientos en el corto plazo. En términos de rendimientos anuales promedio, el de la deuda en ARS a tasa fija es 105% anual (excluimos la Lecap con vencimiento la próxima semana), el de la ajustable por BADLAR 40% y el de los títulos ajustables por CER 22%. Sin embargo, por la razón mencionada, corresponde mirar más los precios de los títulos y los posibles escenarios de continuación en esa categoría (pago o tipo de refinanciación).

Curva rendimientos ARS - Tasa Fija (al 21/4)



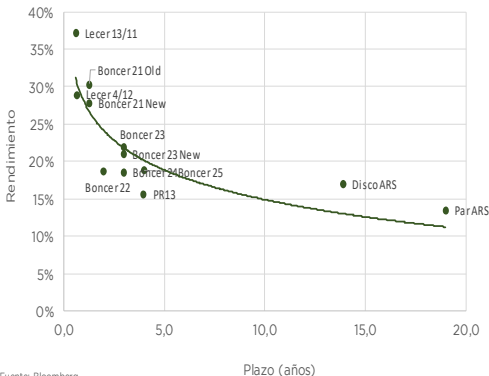
Fuente: Bloomberg

Curva rendimientos ARS - BADLAR (al 21/4)



Fuente: Bloomberg

Curva rendimientos ARS - CER (al 21/4)



Fuente: Bloomberg

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

La decisión de tomar una posición o no en estos activos depende de factores tales como: (a) expectativa de inflación, (b) expectativa de devaluación nominal y (c) grado de cumplimiento del contrato en los términos pactados, incluyendo formas de refinanciamiento al vencimiento de las obligaciones originales y, para algunos, la estabilidad de los criterios utilizados en los índices de ajuste –ej, CER.

Para una primera aproximación de evaluación de la situación actual en relación al tipo de cambio real bilateral ARS/USD, partimos de una serie larga que abarca desde enero 1947 a abril 2020. Notamos que el tipo de cambio CCL de 113 ARS/USD a abril 2020 se sitúa un 45% por encima del promedio de largo plazo, que se ubicaría en 76,8 ARS/USD a precios actuales. Cabe mencionar que también hubo gran volatilidad en el período, incluyendo episodios puntuales como la hiperinflación del '89 donde el tipo de cambio llegó a niveles de 180 ARS/USD (promedio enero-mayo de ese año) y a mínimos de 35 ARS/USD en la “tablita” (promedio enero-julio del '81).

Determinar el rendimiento en dólares de bonos a tasa fija o variable según Badlar requiere hacer supuestos comparando el rendimiento nominal de esos bonos con la devaluación nominal. En el contexto actual de expectativas de altas tasas de inflación, los rendimientos en dólares dependerán de los supuestos que se hagan. Sin embargo, la conclusión es más inmediata para los títulos ajustables por CER.

Entonces, partiendo de los precios actuales de la deuda en ARS ajustable y bajo supuestos de:

- Coeficientes de ajuste: se supone un CER promedio anual de 15% para todo el período.
- Plazo: deuda con vencimiento menor a 5 años, se reinvierten los cupones a CER+1%, según corresponda. Para aquella con vencimiento mayor a 5 años, CER+3 y CER+5, según plazo.
- Rendimiento en USD: se utilizan dos supuestos de tipo de cambio real, de reversión a la media y niveles máximos como los mencionados previamente.

Títulos en ARS-CER y retorno bajo escenarios de ARS/USD real*
 ARS/nominal y %. Al 24/4

	Título	Ticker	Precio	Rendimiento ARS			Rendimiento anual en USD si ARS/USD:	
				Anual	Acum al venc	Prom. LP (76,8)	Máximo (180)	
								CER
	PR13	PR13	540,0	CER+	1%	523%	87%	47%
	Boncer 23	TC23	155,0	CER+	1%	234%	86%	35%
	Boncer 23 New	TX23	65,0	CER+	1%	243%	88%	36%
CER**	Boncer 24	TX24	60,0	CER+	1%	263%	91%	39%
	Boncer 25	TC25	130,0	CER+	3%	338%	70%	34%
	Disco ARS	DICP	975,0	CER+	5%	2650%	33%	24%
	Par ARS	PARP	425,0	CER+	5%	12707%	34%	27%

* No se incluyen ganancias/pérdidas de capital

** Se supone CER 15% promedio anual

Fuente: Bloomberg

MONITOR SEMANAL

Se observa que, bajo los factores de incidencia a y b de más arriba y los supuestos mencionados, la deuda en ARS ajustable tendría rendimientos en USD anuales de magnitudes no menores, un promedio del 35% anual en el caso del máximo tipo de cambio real. Sin embargo, para algunos persisten los riesgos inherentes a la condición c, referidos a la estabilidad de los criterios utilizados en los índices de ajuste.

