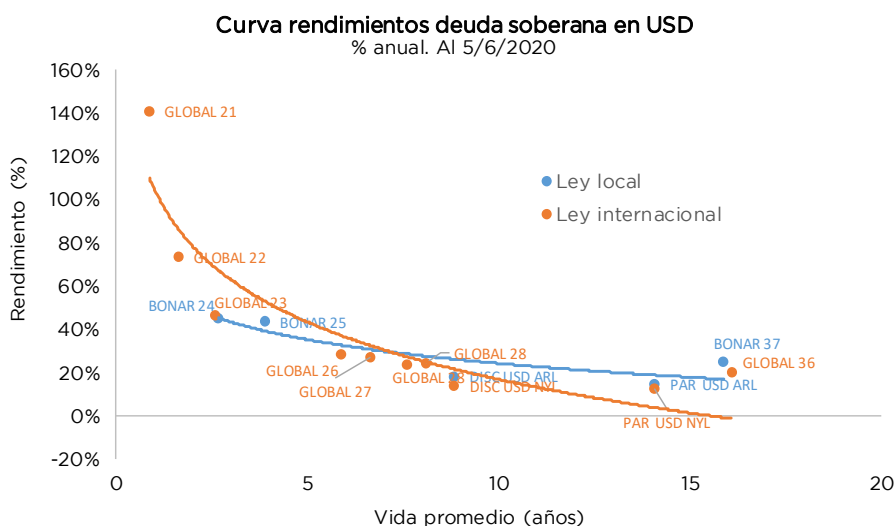


MONITOR SEMANAL

Observando precios de deuda soberana en moneda extranjera

Durante las últimas semanas y conforme fueron evolucionando las conversaciones entre el Gobierno Nacional y los acreedores de la deuda bajo legislación internacional, se observaron recuperaciones importantes en el precio de la deuda soberana argentina bajo legislación internacional y también bajo legislación local. Influenciado por un mejor contexto internacional, la recuperación promedio fue del 45% entre el 15/4 y el 5/6.

En el gráfico siguiente se muestra la curva de rendimientos de ambos tipos de deuda. Se excluye del mismo el Bonar 20 -ley local- y Globales 46, 48 y 117 -ley internacional- por ser extremos en cuanto a rendimiento y vida promedio, que distorsionan parcialmente la forma de las curvas.



Del gráfico surge que las dos curvas están invertidas y que se cruzan en el tramo medio. Esto es, a vida promedio similar, los Globales más cortos tienen un rendimiento relativo superior a los de Ley local, mientras que ocurre lo opuesto en el tramo largo, con los de Ley local rindiendo relativamente más. Además, se observan diferencias respecto de una "media" en el rendimiento de títulos de igual vida que generan posibilidades de arbitraje

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

entre títulos.

Consideramos que existen distintos factores de influencia, vinculados principalmente a:

- Características propias de los bonos, dadas por los Indentures, ya sea 2005 -Pares y Discounts- o 2016 -Globales (ej, Global 28 y Discount Ley NY) y por el “*claim*” sobre intereses corridos y perspectiva de su reconocimiento, entre otros.
- Legislación, con algunos de Ley local rindiendo relativamente más que los de Ley internacional (ej, Discounts y Pares) a similar vida promedio.

En la tabla de abajo se muestra el valor relativo de bonos de similar vida promedio. Allí se muestra que la deuda bajo Ley local vale entre 5,3-12,5 dólares menos que la de Ley internacional. La mayor diferencia la tiene el Discount (12,5 USD) y la menor el BONAR 37 (5,3 USD).

Valor relativo de bonos seleccionados

Al 5/6/2020

	Vida promedio (años)	Precio
(1) GLOBAL 23	2,6	40,4
(2) BONAR 24	2,7	33,3
Diferencia (1)-(2)	-	7,2
(1) GLOBAL 28	8,1	38,1
(2) DICA	8,8	35,5
Diferencia (1)-(2)	-	2,6
(1) DICY	8,8	48,0
(2) DICA	8,8	35,5
Diferencia (1)-(2)	-	12,5
(1) PARY	14,0	38,7
(2) PAR	14,0	32,4
Diferencia (1)-(2)	-	6,3
(1) GLOBAL 36	16,1	38,5
(2) BONAR 37	15,9	33,1
Diferencia (1)-(2)	-	5,3

Fuente: Bloomberg

En esencia las diferencias reflejan distintas percepciones de riesgo, que son explicadas principalmente por las dudas respecto de si la deuda en moneda extranjera bajo Ley local tendrá términos equivalentes a los de los bonos de ley Internacional definidos en el marco de un acuerdo con los principales acreedores, pese a que el

MONITOR SEMANAL

Gobierno señaló en diversas oportunidades que así sería. Recordemos que mediante el Decreto 346/2020 del 5 de abril pasado el Gobierno difirió los pagos de los servicios de intereses y amortización de esa deuda hasta el 31/12 de este año.

En este sentido, los escenarios podrían ser de:

- Acuerdo: se logra un acuerdo –parcial o total, pero percibido como exitoso-, que eleva inicialmente el precio de la deuda Ley internacional (podrían ser niveles del orden de 50-53 según posturas de las partes). Si el tratamiento fuese el mismo para la deuda Ley local, el aumento de esta última sería relativamente superior. Si fuese peor, cabe preguntarse si seguiría teniendo validez el precio de 47 USD que surge de los nuevos lineamientos de propuesta que publicó el Ministerio de Economía la semana pasada.
- No acuerdo: si no hay acuerdo, se abren dos opciones. 1) Que se vuelva a la propuesta inicial para hacer el canje o se presente una nueva propuesta en línea con los últimos lineamientos presentados por el Gobierno, intentando aumentar la participación. Si la deuda bajo Ley local tuviese el mismo tratamiento, acompañaría probablemente ese movimiento. De todos modos, el impacto en el mercado dependerá del grado de participación en el canje y la percepción, que no es independiente de esa participación, del impacto en la economía de los efectos del *default* y de medidas que tome el gobierno para delinear la evolución económica en el futuro inmediato. En un escenario negativo, con muchos interrogantes, se corre el riesgo que los precios de la deuda bajo Ley internacional vuelvan a niveles cercanos a los que se observaron en la primera parte del año, previo a la presentación de la oferta oficial el 22/4 y su extensión el 8/5 pasado.

Dado el tenor de las conversaciones y la predisposición de las partes a lograr un acuerdo que evite el *default*, la probabilidad que el tratamiento sea el mismo para los tenedores de deuda bajo Ley local es mayor. Con ello, el análisis de “valor relativo”

MONITOR SEMANAL

de la deuda soberana agrega valor a aquella bajo Ley local.

Sin embargo, Pares y Discounts podrían tener un riesgo superior, tanto los locales como los de Ley extranjera, aunque en el caso de Ley local podría ser superior. Según las condiciones de emisión originales se otorga a sus tenedores mayor cobertura legal, particularmente CACs más restrictivas y fallos previos a favor en la Corte de EE.UU. En términos de valor presente neto, sus demandas podrían ser superiores. Si no se llegase a un acuerdo con los tenedores de Ley extranjera, los de Ley local reprogramados por el Gobierno podrían tener un valor menor del que finalmente tengan los primeros si se lograra un acuerdo más adelante.