

## Reconstruyendo la curva de rendimientos en USD de Argentina

En plena negociación de la deuda soberana en moneda extranjera emitida bajo ley internacional –y en tratamiento parlamentario la de ley local- ciertas firmas del sector privado también iniciaron un camino de manejo de sus obligaciones financieras en USD. La pandemia-cuarentena afectó sus flujos de caja, que las llevó, entre otras decisiones, a ofrecer canjes de sus deudas en dólares con el objetivo de postergar vencimientos de pagos.

En estas circunstancias, tanto el sector público como el privado están también pensando en cómo debería ir quedando una curva de rendimientos normalizada luego de los ejercicios en marcha. El sector público, que es referencia generalizada, tiene mayores grados de libertad para accionar y su parámetro de comparación está en datos de otros países. El sector privado, más restringido en el grado de acción, toma su propia curva de rendimientos como primera referencia y busca un nivel y pendiente más regular a lo largo del tiempo.

### Deuda soberana

Observamos que recientemente las partes se acercaron más en sus posiciones económicas y legales. De la oferta conjunta de los principales acreedores del exterior (los tres grupos) se infieren diferencias, no estimadas como tan fuertes en:

- Cupones de intereses: ritmo de aumento en la estructura step-up de los intereses de los títulos a emitir.
- Fechas de amortización de capital e intereses: distancia en dos meses, entre septiembre y marzo en la oficial comparada con julio y enero.
- Bono de intereses devengados no pagados (PDI / PIK): cupón de intereses en ese bono entre 1% anual y 4,9% en la otra versión.
- Cuestiones legales: referidas a interpretación y consecuente utilización de las Cláusulas de Acción Colectiva que se manifiesta en

**Daniel Marx**  
DIRECTOR EJECUTIVO

**Virginia Fernández**  
ECONOMISTA SENIOR

**Fernando Baer**  
ECONOMISTA SENIOR

**Paul Franck**  
ANALISTA JUNIOR

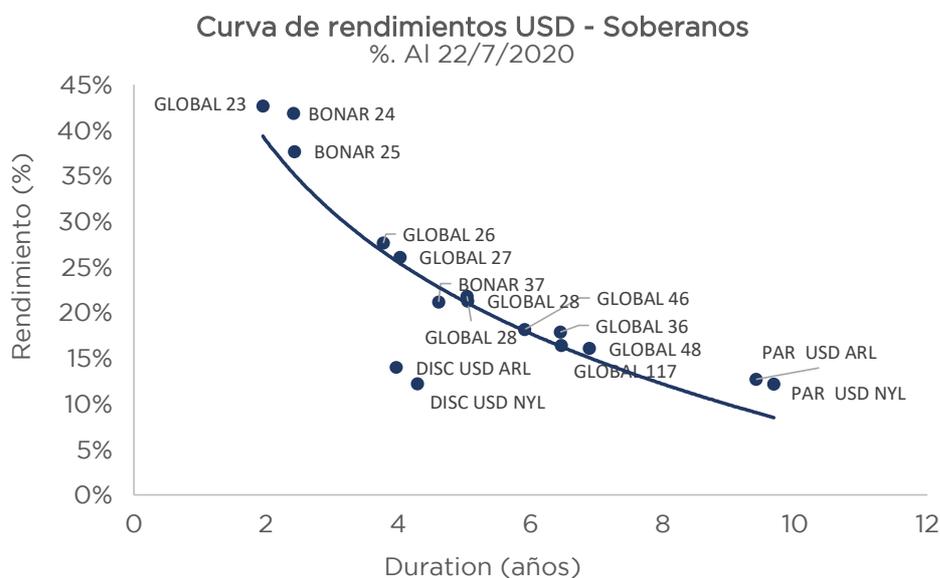
**Juan Sommer**  
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

lenguaje a introducir o no en las re-designación y agregación de tenencias de títulos para las votaciones (Pacman). Esta cuestión está inmersa en principios más generales de estándares en contratos soberanos en discusión.

La diferencia económica es de alrededor de 3/100 USD en el promedio de los títulos involucrados, aproximadamente 53,5 en el caso de la oferta oficial y 56,5 en la contra-oferta conjunta de los acreedores (en los dos casos valuadas al 4 de setiembre -fecha de concreción del canje- con 10% de tasa de descuento -*exit yield*-).



En el caso de los bonos soberanos la curva de rendimientos está invertida, con rendimientos promedio en niveles de 40% para el corto plazo y del 10% para el largo plazo.

La Nación tiene y se está tomando mayores grados de libertad que los privados para moverse y establecer precedentes en la formación de su curva de rendimientos en el futuro. En ese sentido, una consideración es la situación en otros países. Por ejemplo, los rendimientos a 10 años de deuda soberana de vecinos de la región están en niveles sustancialmente menores; Bolivia 6,6%, Brasil 4,6% y Paraguay 2,8%.

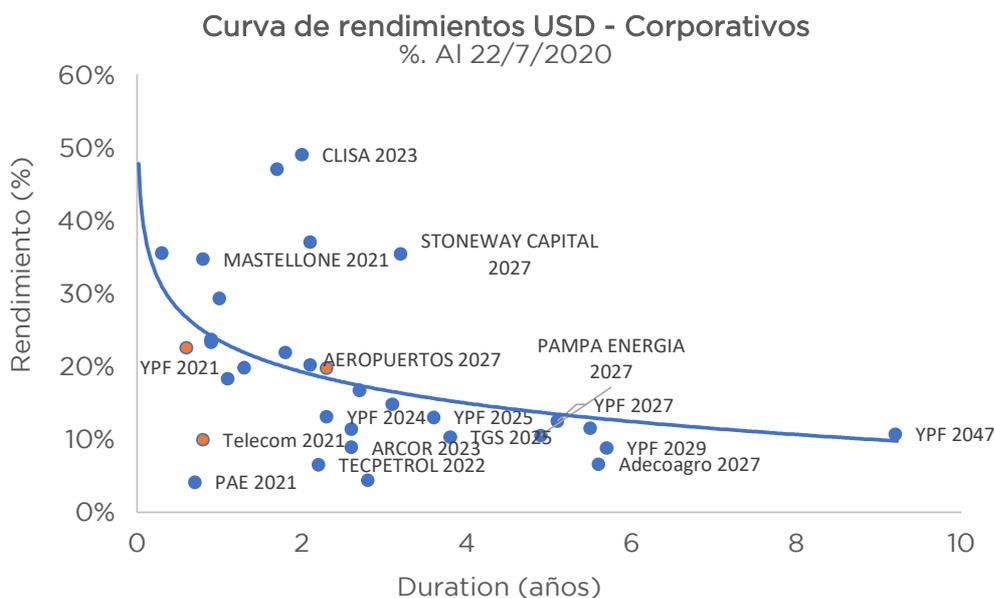
El uso de la tasa de descuento del 10% anual es un inicio más usado para comparación de cálculos que luego irá tomando forma en una nueva curva de

MONITOR SEMANAL

rendimientos a niveles a determinar para Argentina. Entonces el soberano sería con una pendiente positiva general más normalizada y referencia para los emisores privados.

Deuda corporativa: sus canjes de títulos

La curva actual (22/7/20) de rendimientos de deuda corporativa en USD es la siguiente:



Como se aprecia, la pendiente tiende a ser negativa, aunque dista de ser generalizado. pues los rendimientos y precios varían según riesgo/industria. A modo ilustrativo, al 23/7/20 para una duration de 2-2,5, Tecpetrol 2022 rinde 6,5%, YPF 2022 13,1%, Aeropuertos 2027 rinde 19,7% e IRSA 2023 20,2%. Cabe señalar que la curva está afectada en algunos tramos por activos relativamente ilíquidos. Los rendimientos tomando la relación riesgo/retorno promedio oscilan entre el 35% anual en el corto plazo y el 10% anual en el largo plazo.

En este contexto, consideramos algunas operaciones de canje actualmente en curso, como ser la de Telecom -por USD 377 millones y vencimiento en 2021- y la de YPF -por USD 956 millones con vencimiento en 2021- y mencionamos la de AA2000 que ocurrió a mediados de mayo pasado. En ambos casos el canje sería por bonos a vencer en 2025 y con cupones del 8,5%, relativamente alineados con los rendimientos

## MONITOR SEMANAL

actuales de otra de sus deudas.

**Canjes de deuda corporativos recientes/vigentes**

	AEROPUERTOS ARGENTINA	TELECOM	YPF
<b>Bono a canjear</b>	2020	2021	2021
<b>Monto a canjear</b>	USD 400 MM	USD 377 mill MM	USD 956 mill MM
<b>Fecha canje</b>	18-may-20	3-ago-20	30-jul-20
<b>% canjeado</b>	86,7% capital original (99,7% en circulacion)	63,4% en ventana "early bird". Cierra 3/8/20	58,4% en ventana "early bird". Cierra 30/7/20
<b>Nuevo bono</b>	2027	2025	2025
<b>Monto emitido</b>	USD 306 MM	-	-
<b>Vencimiento</b>	1-feb-27	6-ago-25	23-mar-25
<b>Amortizacion</b>	24 pagos trimestrales. Primer pago 1/5/2021	4 pagos anuales: 3% 2/23, 30% 8/23, 33% 8/24, 34% 8/25	4 pagos anuales. Primer pago 23/3/2022
<b>Cupón</b>	9,375% PIK hasta 2/21, 9,375% hasta 5/21 y luego 6,875% Trimestral. Primer pago 8/20	8,50% Semestral. Primer pago 2/21	8,50% Semestral. Primer pago 9/20
<b>"Early bird"</b>	Si. 100 USD s/100 VN. Sino, 90 USD s/100 VN	Si. 32 USD s/100 VN cash y 70 nuevo bono. Sino 25 USD s/100 VN cash y 70 nuevo bono	Si. 10 USD s/100 VN cash y 95 nuevo bono. Sino 5 USD s/100 VN cash y 95 nuevo bono

Fuente: Bloomberg

Las condiciones de emisión de los nuevos bonos del canje son relativamente a "mercado", con incentivos para participación temprana. Las ofertas combinan pagos en cash y se efectúan sin quitas de capital nominal. No existen Cláusulas de Acción Colectiva. A 6 y 10 días del cierre últimamente anunciado para recepción de las propuestas de YPF y Telecom, respectivamente, se nota relativo éxito (participación de 58% YPF y 63% Telecom).

El nuevo bono a ser emitido por TECO en canje del suyo con vencimiento original en 2021, descontado a la tasa uniforme del 10% observada en el mercado secundario para el corto plazo, tendría un precio algo inferior al TECO 2021, aún para quienes entraron en el período de participación temprana. Sin embargo, si hubiese una caída de la tasa aplicable asociada a una disminución de riesgo percibido, la mejora de precios sería superior para los que entran en el canje ya que los nuevos títulos tienen mayor plazo.

En el caso de YPF 2025 ofrecido, el Valor Presente Neto con el mismo criterio precedente estaría por arriba de lo observado en la actualidad. Pero su curva de rendimientos tiene una pendiente negativa mucho más notable que la de TECO.

## MONITOR SEMANAL

**Ejercicio VPN canje @10%  
anual uniforme**

Bono	TELECOM	YPF
2021	96,7	98,6
2025, "early bird"	95,5	100,6

Fuente: Bloomberg y cálculos propios

Un precedente de estas operaciones fue el canje realizado por Aeropuertos Argentina 2000 en mayo pasado, por USD 400 millones por bonos con vencimiento en 2027. La oferta, constituida por una combinación de cupones de intereses futuros pagaderos con un bono (PIK) y en efectivo inicialmente, se realizó respetando las condiciones de emisión de los bonos de tasas y sin quitas de capital. La compañía estaba y sigue muy afectada por la pandemia y eso se refleja en los precios actuales.

La posibilidad de postergar los vencimientos de la deuda corporativa mediante canjes voluntarios, si son exitosos, descomprime los flujos de caja de las compañías y reduce las presiones sobre reservas del BCRA. Además, en general para las compañías, el costo reputacional de entrar en default de sus deudas es elevado.

En ese sentido, la aproximación tiende a ser más alineada con la pendiente de la curva de rendimientos observada en el mercado secundario sin convalidar la tasa de corto plazo para los períodos más extendidos. Con ello formar o reforzar una curva de rendimientos estimada como más apropiada.