

Palpitando la nueva curva de rendimientos en USD de deuda soberana

Emitidos los nuevos títulos de deuda soberana en moneda extranjera bajo ley extranjera y local, se están recreando lentamente las respectivas curvas de rendimientos. Con lo observado, presentamos (1) una perspectiva histórica de rendimientos comparados en USD tras episodios de reestructuraciones de deuda, (2) particularidades actuales de esa deuda, en particular considerando diferenciales entre legislaciones, y (3) una visión del desarrollo del mercado en ARS ajustable por CER.

1) Perspectiva histórica tras reestructuraciones

Luego de la reestructuración de la deuda bajo legislación extranjera, el rendimiento promedio de los nuevos bonos está en el orden de 12% anual, un spread de más de 1.100 pbs respecto el UST. Un nivel relativamente elevado si se lo compara, tanto con la reestructuración del 2005 como con la de otros países en episodios similares.

Riesgo país pre-post reestructuración

Pbs. Al 11/9/2020

	Año	Riesgo país post-reestructuración (pbs)
Ecuador	2000	395
Uruguay	2003	371
Argentina	2005	450
Grecia	2012	853
Ucrania	2015	474
Ecuador	2020	1.048
Argentina	2020	1.104

Fuente: Bloomberg y estimaciones propias

Tras la reestructuración de Argentina en 2005, el riesgo país -EMBI+- se redujo a 450 pbs -llegó a ser de 200 en enero de 2007-. Tras las reestructuraciones de Ecuador 2000, Uruguay 2003 y Argentina 2005 el riesgo país promedio fue 400 pbs. y sobre un nivel de "tasa libre de riesgo" superior al actual.

Niveles de spread como el actual son propios de

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

una situación percibida como de transición hacia un equilibrio más estable o no. El desafío y la pregunta, entonces, es cómo se podría ir bajando esa tasa aplicable a Argentina. No sólo para ir despejando la cuestión de la deuda soberana sino también para que la economía en su conjunto tenga un mejor desempeño.

Ello se podría ir alcanzando en la medida en que Argentina logre un marco de funcionamiento económico comprehensivo, consistente y creíble. Se entiende que las discusiones con el FMI deberían ir en esa línea. También, si las decisiones que se tomen a partir de ese acuerdo producen los efectos buscados, se puede pensar en aprovechar gradualmente el contexto de abundante liquidez internacional, que se refleja en costos bajos de financiamiento de países de la región. Por ejemplo, Paraguay con una prima de riesgo de 150 pbs sobre la tasa del UST, Brasil con uno de 283 pbs, Uruguay 124 pbs y Bolivia de 595 pbs.

2) Las curvas de rendimiento en USD: ley local y ley NY

En la tabla que sigue se presentan los rendimientos relativos de la deuda bajo ley local y ley NY.

Rendimientos deuda soberana en USD

% y pbs. Al 11/9/2020

	Ley NY	Ley Local	Spread (pbs)
2029	11,8%	12,5%	63
2030	11,6%	11,5%	-3
2035	12,0%	12,0%	-5
2038	12,0%	12,3%	33
2041	11,8%	11,9%	12
2046	12,0%	-	-
Promedio*	11,9%	12,0%	20

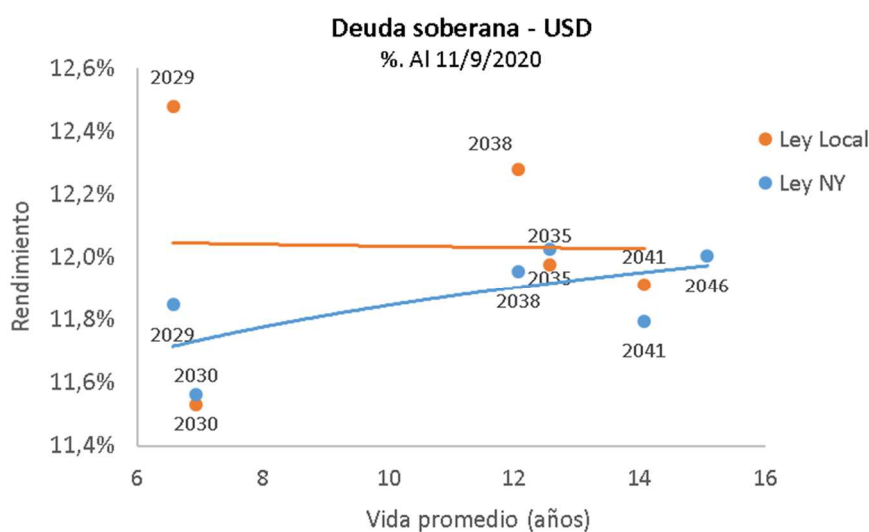
* Simple

Fuente: Bloomberg y estimaciones propias

Observamos que el rendimiento está en niveles de 11,8-12,5% anual, con un spread de 20 pbs entre ambas, mayor en el tramo de los bonos más cortos de la curva y menor en los del más largo, aunque con algunas diferenciaciones por plazo. Históricamente el diferencial (*spread*) por legislación promedio para el largo plazo fue de 86 pbs, según el rendimiento del DICA y el DICY desde

MONITOR SEMANAL

la reestructuración de 2005 hasta septiembre de este año, con un máximo de 920 pbs en abril 2020 y un mínimo de -267 en junio 2013. Para un tramo más corto fue de 20 bps, según el promedio del período abril de 2016 a julio 2019 del *spread* entre el BONAR 24 y el rendimiento promedio de Globales 21 a 26 -con máximo de 277 pbs en julio 2019 y mínimo de -477 en mayo 2019. La decisión de dar el mismo tratamiento a ambas legislaciones puede ser un elemento que explique la reducción del *spread* entre ambas.



Fuente: Bloomberg y estimaciones propias

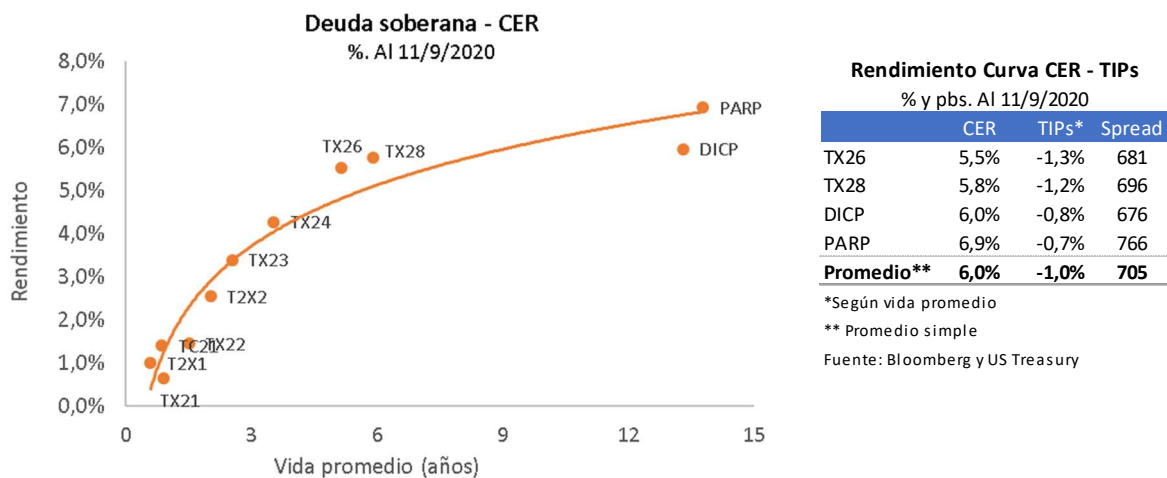
Otras observaciones:

- Plazo: como no hay plazos inferiores a 6,6 años de vida promedio (2029), y el más largo es de 15,1 años (2046) queda pendiente si se busca y puede contar con instrumentos de deuda en USD de corto plazo.
- Pendiente de las curvas: aunque aún muy volátiles, con pendientes levemente positivas - siendo más claro en la consideración de ley NY.

3) Desarrollo del mercado en ARS ajustable por CER

De la reestructuración de la deuda en moneda extranjera bajo ley local surgieron alternativas de canje en ARS ajustables por CER. Estos instrumentos se agregan a los ya emitidos con CER y permiten armar la curva en este tipo.

MONITOR SEMANAL



Fuente: Bloomberg y estimaciones propias

Se observa una curva más desarrollada – combinando viejas con nuevas emisiones-, con una variedad de plazos desde 30 días a 14 años de vida promedio. Los rendimientos sobre inflación van de 0% en el corto plazo al 6,9% en el largo plazo. Ello representa casi 700 pbs de spread promedio sobre la deuda del Tesoro de Estados Unidos ajustable por inflación (TIPS).

Las condiciones del mayor desarrollo relativo de este mercado se relacionan principalmente a la alta liquidez en ARS en la economía, las perspectivas de inflación en relación al tipo de cambio y su relación con la tasa de interés en ARS y las restricciones cambiarias. Ello se reflejó en la emisión de deuda pagadera en ARS del Tesoro Nacional colocadas en el sector privado por un total de ARS 2,4 billones en el acumulado enero-agosto, de los cuales el 56% fue por instrumentos ajustables por CER.

Emisiones del Tesoro Nacional en ARS al sector privado 2020

ARS MM y %. Acumulado enero-agosto

	Bonos	Letras	Total	% total
CER - emisión primaria	116.974	85.950	202.924	8%
CER - canje	1.043.851	109.171	1.153.022	48%
Otros instrumentos en ARS	92.646	967.221	1.059.866	44%
Total emisiones ARS	1.253.471	1.162.342	2.415.812	100%

Fuente: MECON