

MONITOR SEMANAL

Movimientos en los precios de la deuda argentina

En las últimas semanas los precios de la deuda soberana en USD comenzaron a subir, en promedio 8-10%. Las razones que se mencionan para explicar el proceso son variadas, entre las que se destacan:

- Escenario global donde se anticipa que las tasas de interés seguirán bajas durante un período prolongado.
- Activos de países emergentes, en particular de América Latina, fueron de los más golpeados en 2020, ahora corrigiendo parcialmente y atrayendo fondos.
- Debilidad del USD y su impacto en precios internacionales de *commodities*, que en Argentina tiene efectos sobre el valor de las exportaciones, permite alcanzar superávits de cuenta corriente y acumular reservas.
- Probables avances en las conversaciones con el FMI para lograr un acuerdo que podría materializarse luego de las elecciones de noviembre, que también contribuiría a superar el *default* técnico con el Club de París.
- El deterioro de la imagen del Gobierno que surge de las encuestas, que debilita sus perspectivas de éxito en las elecciones.
- Los sumamente bajos precios de los activos financieros locales que, en el caso de la deuda soberana, anticipan un escenario de *default* bajo condiciones inclusive más duras que las de otros episodios de reestructuración de la historia argentina. En el marco de los puntos mencionados anteriormente, podrían generar ganancias de capital relativamente interesantes.

En relación con este último punto, realizamos un análisis de sensibilidad los precios de los bonos soberanos en USD (Ley NY) ante distintos escenarios de acuerdo con el FMI:

- Escenario de acuerdo exitoso: se logra un acuerdo de facilidades extendidas que, como tal, establece metas y

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Lucas Longo
ANALISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

JuanSommer
CONSEJERO



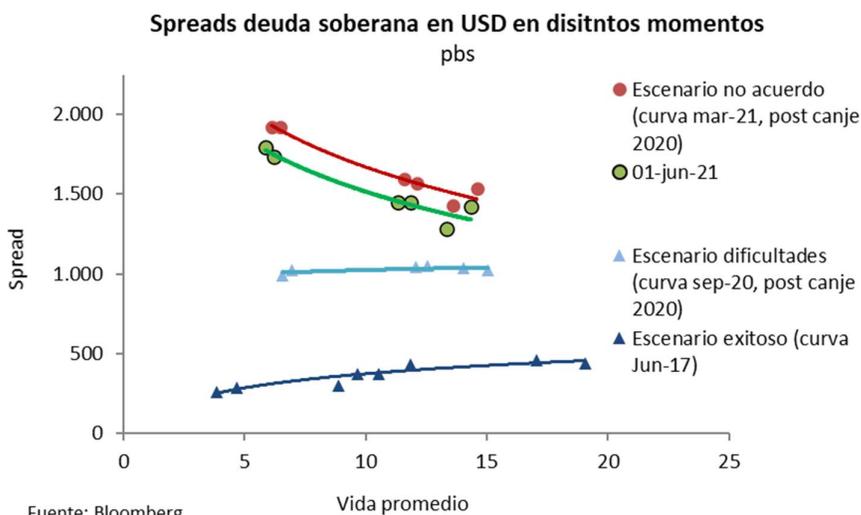
MONITOR SEMANAL

reformas estructurales durante el periodo de vigencia del acuerdo. La probabilidad que le asignamos a este escenario es baja (25%).

- Escenario de acuerdo con dificultades de cumplimiento: si bien se acuerda con el FMI, a poco de andar las metas se van alcanzando con dificultades o se incumplen. Con sucesivos perdones (“*waivers*”) del Directorio, se va empujando el acuerdo, pero, en esencia, se afecta la credibilidad del programa y se ingresa en un escenario de incertidumbre. A pesar de ello, se intentan preservar las relaciones de Argentina con la comunidad internacional, incluyendo al mismo FMI. La probabilidad que le asignamos es alta (60%).

- Escenario de no acuerdo: el Gobierno mantiene conversaciones con el FMI, pero no se logra un acuerdo, lo cual desata un escenario de inestabilidad y aumenta el riesgo que Argentina vuelva a tener dificultades de balance de pagos. En ese caso los precios de los activos caerían. La probabilidad asignada es la más baja (15%).

Para calcular las potenciales ganancias o pérdidas de capital en cada uno de los escenarios usamos como referencia la curva de rendimientos de los títulos soberanos en distintos momentos del tiempo. Para evitar la incidencia de los cambios en la tasa libre de riesgo, trabajamos con los *spreads* sobre la curva de rendimientos de EE.UU.



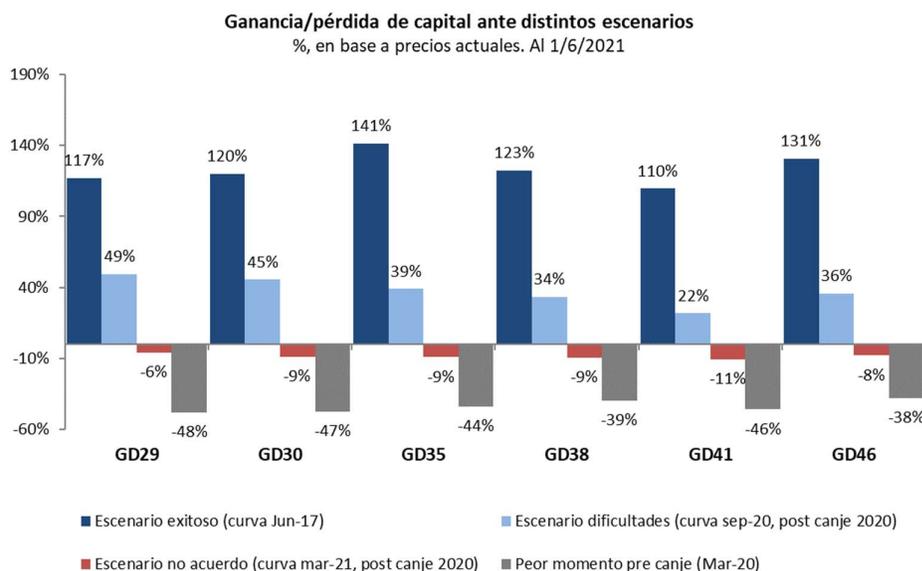
El gráfico muestra los *spreads* en momentos del tiempo que

MONITOR SEMANAL

consideramos consistentes con los escenarios mencionados previamente.

El *spread* promedio actual es de 1.520 pbs (datos al 1/6/2021), que comparamos con el que caracterizaría el escenario exitoso, de 383 pbs, el de dificultades, de 1.026 pbs, y el de no acuerdo, de 1.662 pbs. En este último caso y a pesar del contexto, los precios no son de *default*, se mantienen en niveles de USD 32-34.

En base al *spread* de cada bono y su vida promedio, mostramos las ganancias o pérdidas esperadas en cada escenario respecto del precio actual. Además, mostramos un caso extremo caracterizado por precios que vuelven a testear los mínimos previos al canje de deuda en marzo de 2020, un precio promedio de USD 21.



Fuente: Bloomberg y estimaciones propias

Se observa que,

- En el escenario exitoso, el alza promedio del precio de los bonos es 124%, siendo el GD35 el de mayor ganancia relativa (141%).
- En el escenario de acuerdo con dificultades, el más probable, el *upside* promedio es 37%, un máximo de 49% en el GD29 y mínimo de 22% en el GD41.

MONITOR SEMANAL

- En el de no acuerdo, la caída promedio es 9%, con la mayor caída en el GD41 (11%).
- Finalmente, en un ejercicio extremo, la pérdida promedio es 44%.

En síntesis, en el contexto mencionado y dado el nivel actual, el precio de la deuda soberana en USD podría tener un recorrido adicional de suba. Sin embargo, es pertinente aclarar que no vemos un *rally* significativo, principalmente por posiciones técnicas de inversores relevantes, que aún reflejan tenencias superiores a las deseadas en sus portafolios.