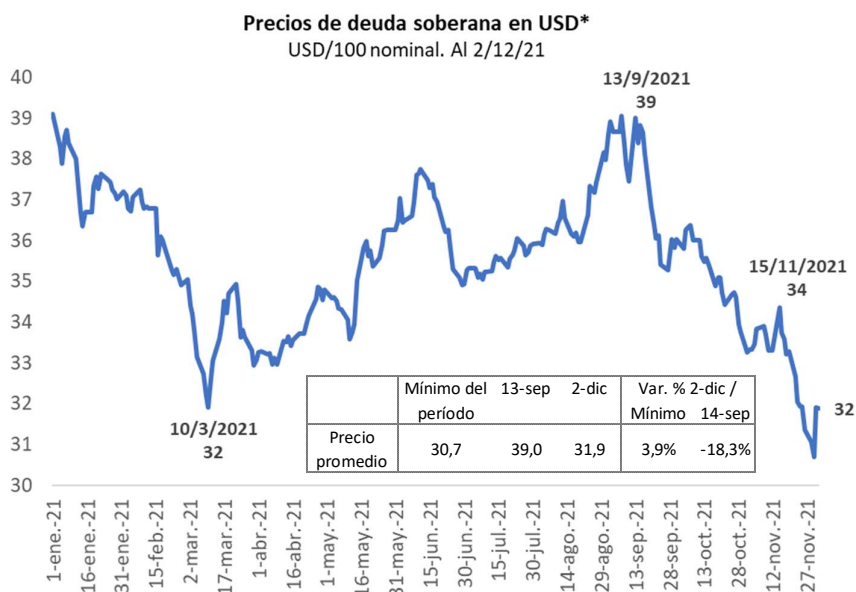


MONITOR SEMANAL

Los precios de la deuda soberana reflejan la falta de un programa

Los precios actuales de la deuda soberana en USD son indicativos de que, ante la falta de un programa económico, el mercado descuenta una alta probabilidad de reestructuración, bajo términos muy duros, algo que creemos poco probable. Como condiciones objetivas mencionamos que la deuda con el sector privado fue recientemente reestructurada bajo condiciones muy favorables a Argentina, el perfil de vencimientos para los próximos años no es demandante y las condiciones financieras internacionales y los antecedentes de reestructuraciones recientes (ej, Ecuador) son coincidentes con ello.

El diseño, comunicación e implementación de un programa económico consistente, creíble y sostenible en el tiempo, sería la condición necesaria para evitar recurrir a un nuevo cambio en las condiciones de la deuda y, más aún, lograr una reducción en la tasa de descuento para Argentina.



* Precio promedio ponderado por monto en cada categoría de deuda
Fuente: Qf en base a Bloomberg

Desde las PASO del 12-sept y, con mayor fuerza desde las elecciones generales del 14-nov, el precio promedio¹ de la deuda soberana argentina en USD cayó más de 18%. Tras tocar

¹ Precio promedio ponderado por monto en circulación de los bonos de la curva soberana Ley NY.

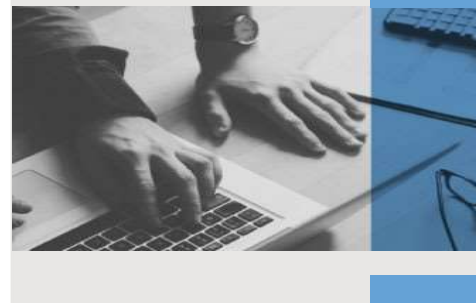
Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Joaquín Herrera
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



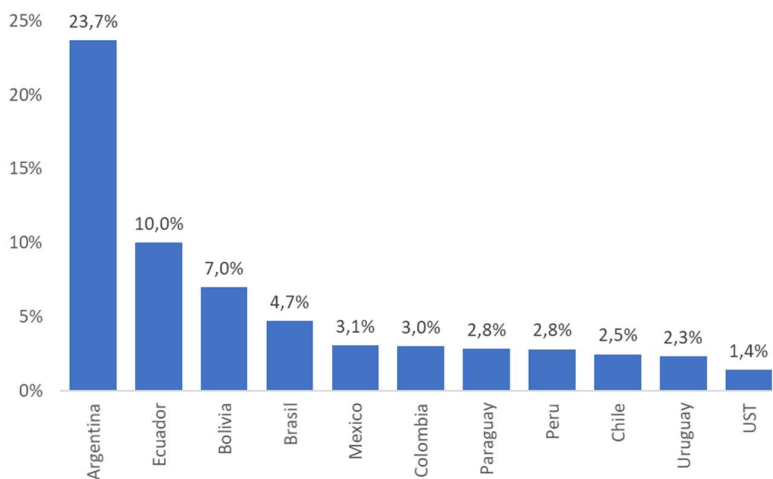
MONITOR SEMANAL

un nivel mínimo de USD 30,7 el 1-dic último, parece haber cortado esa racha, rebotando a USD 31,9 el día siguiente. Este cambio parece asociado a que el Gobierno estaría comenzando a delinear detalles en los objetivos e instrumentos de un programa económico para acordar con el FMI.

Los precios de los bonos están anticipando un escenario que vemos improbable en el mediano plazo. Hay motivos técnicos que pueden explicar los niveles actuales (ej, posición técnica de inversores del exterior, bajos cupones de los títulos, incertidumbres asociadas a la metodología y toma de decisiones de la política económica y su rumbo). Sin embargo, implícitamente parecerían descontar una nueva reestructuración sin cambios en el contexto macroeconómico.

En efecto, la deuda argentina a 10 años hoy rinde 23,7%. Recordemos que la tasa consensuada para los cálculos en el proceso de reestructuración de deuda del año pasado estuvo en torno al 10% anual, menos de la mitad de la tasa actual. En la región, Ecuador es el país que tiene actualmente un rendimiento de 10% en su deuda soberana a 10 años y que estaba encarando una reestructuración de su deuda casi simultáneamente con Argentina.

Tasas deudas soberanas en USD a 10 años*
% anual. Al 2/12/21



Bolivia a 8 años, Paraguay a 7 años y Uruguay a 6 años
Fuente: Bloomberg

El resto de los países rinden a 10 años un dígito; con tasas que van desde el 7%, en el caso de Bolivia a Brasil en 4,7% y Paraguay en 2,8%.

MONITOR SEMANAL

En primer lugar, nos preguntamos cuál sería la suba del precio promedio de la curva soberana si la tasa de descuento se acercase a la de los países de la región. Si el rendimiento de los títulos bajase al 15% anual, la ganancia de capital por el aumento del precio sería 34%, y de 89% si se lograra reducir la tasa de descuento al 10%.

Variación en precio* ante escenarios de baja de tasa

% y USD / 100 valor nominal

	Tasa descuento	Precio**	Variación según precio actual
Actual	20%	31,9	-
Escenarios	18%	35,6	12%
	15%	42,9	34%
	12%	52,4	64%
	10%	60,3	89%
	8%	69,9	119%

* Precio promedio ponderado de la curva bonos Ley NY en base a montos en circulación

** Dirty

Fuente: Bloomberg y estimaciones propias

Así, asumiendo que los inversores estén descontando una nueva reestructuración de la deuda, a los precios actuales podrían enfrentar cambios en las condiciones de la deuda -quita de capital, extensión de plazos y/o baja de cupones- sin soportar pérdidas en el valor presente de los bonos; para un *exit yield* del 15%, la reducción en valor presente del bono nuevo comparado con el del actual debería ser del 26% o del 47% si la tasa fuese del 10%. Pero para llegar a ese escenario, el cambio en las condiciones debería ser de una agresividad muy poco probable.

En este sentido, un programa y su ejecución sostenible en el tiempo, que corrija los desequilibrios prevalecientes y mejore la credibilidad sentando las bases para un crecimiento competitivo, posibilitaría una reducción gradual de los rendimientos y la normalización de la forma de su curva. El desafío es superar en los hechos las dificultades que se arrastran y acumulan.