

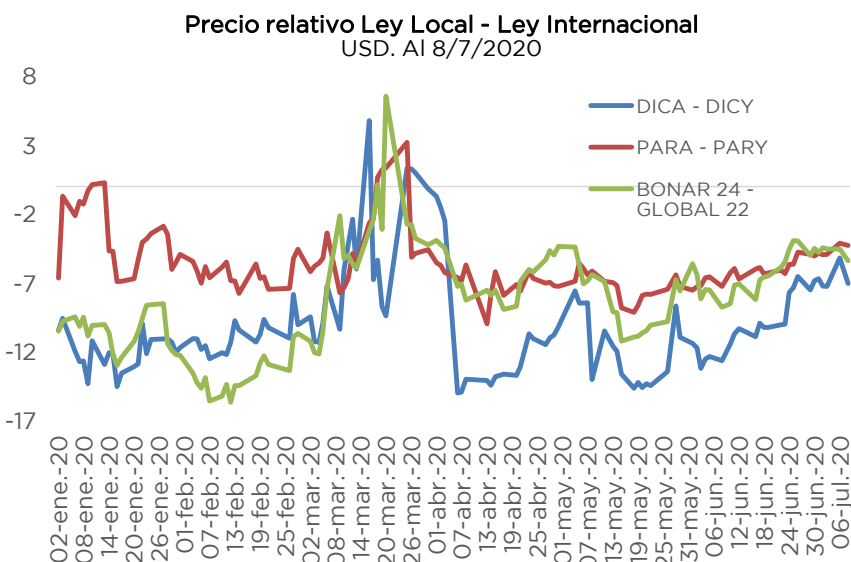
MONITOR SEMANAL

El precio relativo de la deuda soberana bajo ley local y extranjera... y la tasa de descuento aplicable

1. Diferencias entre cotizaciones según legislación

Presentada la segunda oferta de Argentina para reestructurar la deuda soberana bajo ley extranjera, nos preguntamos si, la manifestación oficial de igual tratamiento para la deuda en moneda extranjera bajo ley local se refleja en el mercado o si existe valor diferencial de una sobre otra que posibilita arbitrajes.

Las menciones de tratamiento similar a las obligaciones de las distintas jurisdicciones están en reiteradas declaraciones de funcionarios del Gobierno efectuadas en los últimos meses. Estas manifestaciones dieron lugar a que, desde mediados de mayo, comencemos a notar mayor recuperación relativa en los precios de deuda bajo legislación argentina respecto de la de ley internacional.



Fuente: Bloomberg

Desde abril, cuando se observa la mayor diferencia en favor de los bonos de legislación extranjera, los tres principales bonos soberanos en USD bajo legislación local (DICA, PARA y BONAR 24) tuvieron recuperaciones en el precio superiores (hasta el 8 de julio): siendo alrededor de 6 USD a las

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Paul Franck
ANALISTA JUNIOR

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

de sus comparables -según vida promedio- de legislación internacional. DICY, PARY y GLOBAL 22).

Conocida la propuesta para los bonos de legislación internacional y su repercusión sobre el precio de los títulos en moneda extranjera y tomando las recientes cotizaciones, evaluamos si esos tres bonos de ley local tienen un margen de recuperación mayor a los equiparables de ley internacional.

Los principales supuestos que utilizamos en la comparación son los siguientes:

- Los nuevos bonos que se emiten bajo ley local en canje de los bonos elegibles son equivalentes a los de ley extranjera en lo que respecta a los términos financieros.
- El mecanismo de asignación de nuevos bonos es igual para los tenedores de bonos Globales, que asigna en forma prioritaria el nuevo bono con vencimiento en 2030 a los bonos cortos (21-23), el bono con vencimiento en 2035 a los medios (26-36) y el bono con vencimiento en 2046 al resto. Sobre esa base los tenedores del BONAR 24 recibirían bonos con vencimiento en 2035 bajo ley local. Además, los DICA y PARA canjean sus bonos por el nuevo bono 2038.
- El cálculo de intereses devengados es igual al planteado para los bonos con ley internacional; es decir, se entrega un bono con vencimiento en 2030 por los intereses devengados desde el último cupón pagado hasta el 4/9/2020, fecha de la liquidación o “settlement” de la operación de canje.

Cabe señalar que, en el pasado, salvo por algunos períodos cortos, los bonos bajo ley local cotizaron en el mercado con algún descuento respecto de los equivalentes de ley internacional. A efectos de los cálculos siguientes, se toma una ausencia de diferencial atribuible a la legislación aplicable. Sin embargo, ha existido desde su inepción, repercutiendo en menores valuaciones, aunque variables según el momento. En consecuencia, las conclusiones siguientes deben tomarse como preliminares y corregirse según la percepción del diferencial aplicable.

MONITOR SEMANAL

Precios relativos y VPNs de conversión nuevos bonos

USD y %. Al 8/7/2020

Titulo	Precio actual*	Nuevo bono	Conversión a @8%		Conversión a @10%		Conversión a @12%	
			VPN	Dif. %	VPN	Dif. %	VPN	Dif. %
BONAR 24	45,3	2035	64,3	41,9%	52,8	16,6%	43,7	-3,6%
GLOBAL 22	43,3	2030	60,3	39,5%	52,8	22,0%	46,3	7,0%
DICA	43,8	2038	70,5	61,2%	58,7	34,2%	49,3	12,6%
DICY	48,8	2038	71,9	47,4%	59,9	22,8%	50,3	3,1%
PARA	39,0	2038	68,7	76,0%	57,1	46,4%	47,9	22,7%
PARY	41,5	2038	68,2	64,4%	56,7	36,7%	47,5	14,6%

Fuente: Bloomberg

Se observa que a una tasa de descuento del 10% y a los precios actuales, en la parte corta de la curva el *relative value* da a favor de la deuda bajo ley internacional o lo inverso para la parte larga de la curva de rendimientos. El DICA tendría un “upside” de 34% versus el 22% del DICY. En el caso del PARA sería de 46% contra 36% del PARY. Por su parte, en el BONAR 24 la suba adicional sería de 16% contra 22% del GLOBAL 22.

2. Impacto de la tasa de descuento aplicable

Es interesante notar que, a estos niveles en promedio, una variación de 2 pps en el “exit yield” impacta en el precio de la deuda con una suba promedio de 9,9 USD por cada USD 100 de títulos sometidos al canje propuesto.

Deuda soberana comparada

% anual y pbs. Al 8/7/2020

	Yield 10Y	Spread (pbs)
Argentina	21,4%	2076
Brasil	4,8%	416
Bolivia	7,0%	631
Chile	1,2%	57
Colombia	2,3%	168
Ecuador	25,0%	2430
Mexico	2,9%	220
Paraguay	3,0%	233
Peru	1,8%	118
Uruguay	2,3%	179
UST	0,7%	-

Fuente: Bloomberg

Ello es relevante en el contexto de tasas de interés que la región está pagando por su deuda. La tabla muestra que, de los países con deuda en situación normal, Bolivia es quien está con la mayor tasa (excluyendo a Ecuador que está en un proceso de

MONITOR SEMANAL

reestructuración ya avanzado), del 7% anual.

Si Argentina lograra moverse a niveles de rendimiento similares, la ganancia por compresión de esos rendimientos sería superior del orden de 15 USD por cada USD 100. Para lograrlo, depende de varios factores, como ser la percepción e implementación del programa económico.