

Consideraciones sobre los precios de la deuda argentina en USD

A pesar de haberse logrado un Acuerdo con el FMI, el riesgo país sigue en niveles altos. Nos preguntamos qué preocupaciones reflejan los precios de los bonos, más aún cuando, tanto la deuda consolidada de la Nación como porcentaje del PBI, como el perfil de vencimientos sería manejable en circunstancias de “normalidad”. Ir transitando el camino de la resolución de los desequilibrios macro es una condición que permitiría la profundización del mercado de capitales doméstico para poder ser fuente sostenible de financiamiento del sector público y posibilitaría que los precios de los bonos en moneda extranjera superen el aparente techo de USD 35 observado recientemente.

El precio de la deuda

El precio promedio de los bonos argentinos bajo ley New York oscila desde octubre del año pasado a hoy entre USD 30 y USD 35, sin lograr volver a niveles de USD 40 de septiembre pasado, luego de las PASO. Tampoco con la noticia de la firma del acuerdo con el FMI se logró perforar el techo de esa banda.

Precio promedio bonos Argentina

Ley NY en USD al 30-mar-22



Fuente: elaboración propia en base en Bloomberg

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

Celina Onofri
ANALISTA

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

La deuda pública en contexto

Sabiendo que no es el único ni el elemento dominante para los Análisis de Sostenibilidad de la Deuda, tomada como porcentaje del PBI, la deuda bruta de la Nación, sin considerar contingencias, como porcentaje del PBI no pareciera ser elevada¹ (tampoco está dentro de las bajas). La deuda consolidada con el BCRA en moneda extranjera representa el 38% del PBI (51% si se considera solo la del Tesoro Nacional) y la deuda en moneda nacional el 28% (23% solo la del Tesoro), dentro de la cual la mitad es ajustable por inflación.

Deuda consolidada del Sector Público Nacional¹

Al 28/2/2022

	Deuda bruta de la Administración Central ¹		Deuda del BCRA		Deuda Bruta Consolidada ²	
	USD	% PBI	USD	% PBI	USD	% PBI
Moneda local						
Titulos y Letras ³	87	18%	45	9%	131	27%
Adelantos Transitorios	21	4%				
Otros	5	1%			5	1%
Subtotal moneda local	113	23%	45	9%	136	28%
Moneda extranjera						
Titulos y Letras	113	23%			113	23%
Titulos y Letras del Tesoro en el balance del BCRA ⁴	65	13%				
Acreedores externos oficiales	71	15%			71	15%
Otros	1	0%			1	0%
Subtotal moneda extranjera	251	51%	0		186	38%
Total	364	74%	45	9%	322	66%

Notas:

1/ No incluye deuda contingente ni elegible pendiente de reestructuración

2/ No incluye deuda de las Provincias

3/ En el caso del BCRA se refiere a Leliqs y posición neta de Pases

4/ Deuda del Tesoro con el BCRA en USD incluye Letras intransferibles y títulos públicos (se estima 2% del PBI)

Fuente: elaboración propia en base en Mecon y BCRA

En lo que respecta a de la deuda en moneda extranjera nos preguntamos si el perfil de vencimientos define una situación insostenible a mediano plazo.

Los vencimientos de deuda en moneda extranjera (si se asume que realizan todos los desembolsos previstos en el Acuerdo con FMI) en 2024 suman menos de USD 4.000 millones y en

¹ La deuda bruta de la Administración Central representa 74% del PBI, mientras que la de Brasil llegaba al 90% en 2021, de acuerdo con el World Economic Outlook del FMI

MONITOR SEMANAL

2025 alrededor de USD 8.000 millones. Aunque en los años siguientes el panorama es algo más complejo, esas cifras involucradas lucirían muy manejables para un país que tiende a una “normalidad”. ¿Son difíciles de reestructurar voluntariamente los vencimientos de 2024 y 2025? Sin duda lo es en el contexto actual de falta de divisas e imposibilidad de acceder al mercado financiero internacional. Si nada cambia en los años siguientes sería todavía más dificultoso. Pero en un escenario macroeconómico en el que se van corrigiendo los desequilibrios actuales y dando señales del rumbo a seguir, tal reestructuración sería factible.

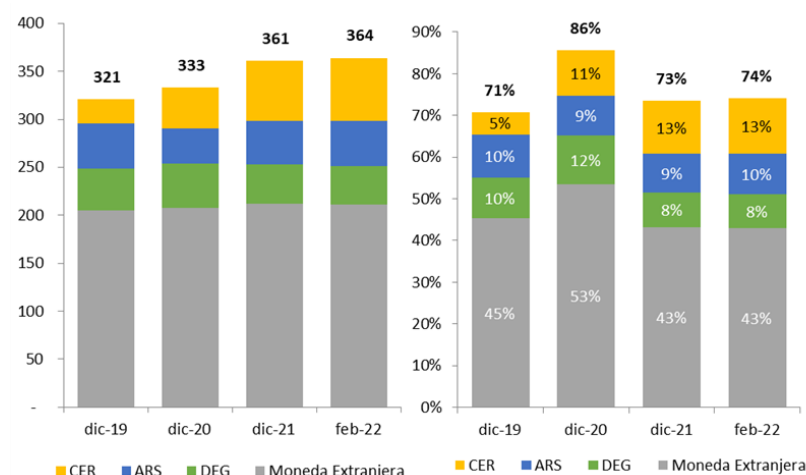
Antes que lleguen esos vencimientos de títulos habrá que ir despejando la manera de ir llevando el rumbo político-macro-económico, la relación financiera con el FMI –habilitar nuevos desembolsos como los previstos en el programa para afrontar los pagos-, y la capacidad de obtener los financiamientos necesarios en el mercado local.

En este contexto, el techo al financiamiento monetario del déficit obliga al Tesoro a buscar en el mercado local de capitales los fondos necesarios para cubrir las necesidades del año. Así, la deuda que ajusta por CER viene ganando creciente porcentaje dentro del total, a feb-2022 representaba 13% del PBI, mientras que en 2019, 5%. Esas porciones, con cupones de interés en niveles bajos, representan una alternativa viable a la financiación denominada en moneda extranjera, particularmente si se refuerza su credibilidad y sostenibilidad.

Deuda Bruta de la Administración Central: Apertura por moneda

Al 28/2/2022 (No incluye deuda contingente)

En Miles de Millones de USD y como % del PBI



Fuente: elaboración propia en base en Ministerio de Economía

MONITOR SEMANAL

Un ejercicio de caso extremo con títulos en Moneda Extranjera

Si se hace un ejercicio teórico de reestructuración “amigable” a dic-2024, que solo implique una extensión de vida promedio en 5 años, sin quita de capital ni reducción de cupones, el valor presente promedio de los bonos más los intereses cobrados a esa fecha se ubicaría entre USD 58 y USD 35 dependiendo del *exit yield* utilizado. En el siguiente cuadro se muestran los resultados.

Ejercicio teórico de reestructuración de deuda: Valor Presente a diferentes *exit yields* más intereses cobrado hasta Dic-2024

Fecha operación: Dic-2024 / Extensión vida promedio: 5 años

Título	10,0%	12,0%	15,0%	17,0%
GD29	48,3	38,6	33,7	29,5
GD30	50,3	40,4	35,2	30,9
GD35	61,8	49,2	41,6	36,3
GD38	65,2	52,7	45,1	39,8
GD41	57,5	45,4	38,4	33,5
GD46	61,5	49,4	42,4	37,4
Promedio	58,2	46,5	39,8	34,8

Fuente: elaboración propia

Por lo tanto, considerando en forma aislada este ejercicio se podría decir que los precios actuales de los bonos, por lo menos no parecen caros.

Las incertidumbres que ponen techo al precio los bonos

Las metas del Acuerdo con el FMI parecieran haber quedado sujetas a re-evaluaciones incluso antes de la primera revisión por varias razones:

- La pauta de inflación utilizada para el armado del Programa (38%-48% en 2022), a menos de un mes de anunciado parece haber quedado desfasada de la realidad. Durante el primer bimestre del año la inflación acumulada fue del 8,8%, se espera que en marzo resulte también muy elevada. Así para llegar a la meta del 48%, la inflación mensual para el resto del año debería ser 2,5% mensual promedio (asumiendo que marzo y abril se ubicarían levemente por debajo de 6%), bastante difícil de darse, sobre todo cuando:
 - o El tipo de cambio de referencia para formación de precios parece ser una combinación en la que va disminuyendo el

MONITOR SEMANAL

- peso del oficial y aumentando el de alternativos, dependiendo del sector.
 - Las restricciones a la importación con efectos crecientes en la oferta de ciertos bienes generan falta de competencia.
 - Se importa inflación internacional por suba de precios de materias primas.
 - En el corto plazo se espera un incremento en el precios de tarifas de servicios públicos.
 - Habría demoras en la implementación de la reducción de subsidios económicos previstos en el programa económico y el aumento del precio internacional del gas dificulta el ahorro previsto.
- El aumento del precio de las materias primas trae beneficios por el lado de las exportaciones, pero implica mayor demanda de dólares para la importación de energía.