

MONITOR SEMANAL

Evaluando opciones en deuda soberana: ¿ARS o USD?

Desde hace varios meses se registran precios en ciertos títulos públicos denotando persistente escepticismo. El miércoles 8-Jun se intensificaron coincidiendo con el rescate de ARS 10.000 millones del fondo Pellegrini que repercutió en una importante corrección a la baja, particularmente las cotizaciones de los ajustables por CER. Entre ese momento y los mínimos de principios de esta semana los precios de los más largos cayeron entre 5-10% (aquellos con vencimiento posterior a Dic-22), una corrección que se suma a la que se venía registrando en las semanas previas manifestada en rendimientos reales negativos importantes para los plazos más cortos.

La caída de esos precios se extendió a los de la deuda soberana en USD, que bajaron entre 10%, aunque parte de ello también puede deberse al fuerte deterioro del contexto internacional.

En el marco de este complejo escenario, nos preguntamos si es relativamente conveniente efectuar inversiones en títulos en ARS o en USD. Sin pensar que fuese necesario y para compararlos ante un hipotético caso bajo situaciones extremas, elaboramos un escenario que pueda servir de marco para considerar alternativas ante una eventual situación de “evento de crédito” o uno anticipatorio de ello.

La principal conclusión que se desprende del ejercicio es que, dado el importante diferencial entre las cotizaciones de la deuda en USD y en ARS, en el mediano plazo la deuda en USD tiene un mayor potencial de recuperación de valor si se lograra implementar un programa económico consistente, sostenible y creíble. Ello se explica, fundamentalmente porque la eventual variación en las cotizaciones supera a los efectos de variaciones de los “tipos de cambio libres” en términos reales.

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

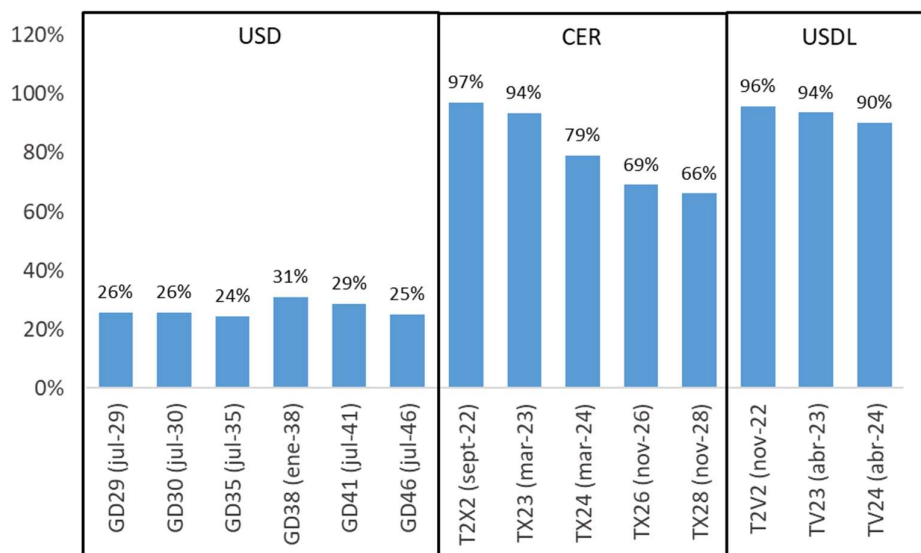
Celina Onofri
ANALISTA

Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

Paridades de deuda soberana en USD, CER y USD-L
% de valor nominal. Al 15/6/2022



Fuente: Bloomberg

Ilustramos con un ejercicio simplificado cuyos principales supuestos son:

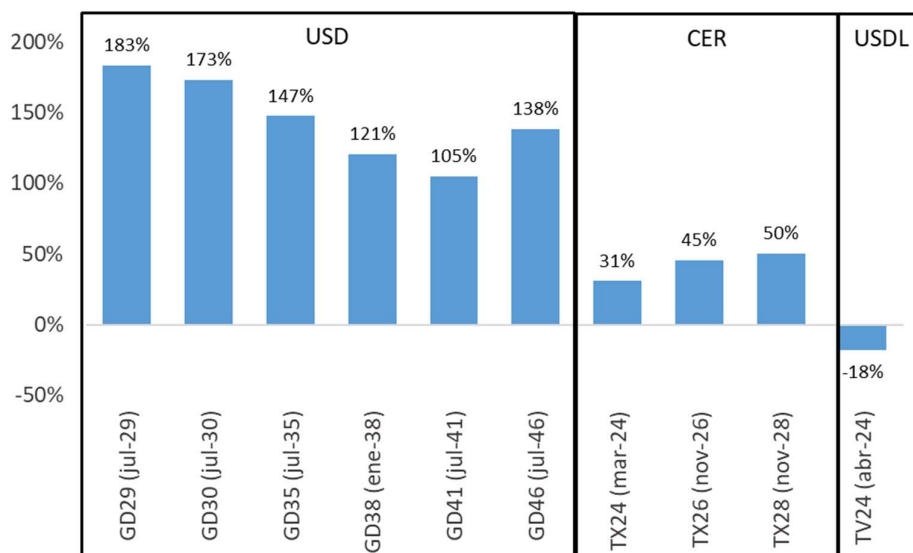
- **Tipo de cambio e inflación:** las diferencias entre la evolución del tipo de cambio oficial ARS/USD, la inflación local y la de Estados Unidos se combinan para que el tipo de cambio real bilateral se aprecie 6% en 2022 y 16% en 2023 (Dic/Dic). En 2024 se corrige el “atraso” previo al finalizar el año con una depreciación real levemente superior al 20%. Mientras que en 2022 y 2023 la evolución del tipo de cambio real incide negativamente sobre la brecha, ésta se reduce gradualmente en 2024, hasta alcanzar niveles de 40% en el segundo semestre de ese año. Estos movimientos implican que entre Jun-22 y Jun-24¹ el tipo de cambio oficial se deprecie 16% en términos reales y el “libre” se aprecie 23% también en términos reales.
- **Manejo de la deuda pagadera en ARS (ajustable por CER y USDL):** se hace en Dic-2023 resultando que la vida promedio se extiende 3 años, pero el cupón promedio es distinto: para la deuda CER pasa a ser 3% anual y para la USDL el 4% anual.
- **Manejo de la deuda en USD:** se hace en Jun-2024 con una extensión por 5 años en la vida promedio. No hay cambio en cupones ni quita de capital.

¹ Cuando se calculan los cambios en los términos de la deuda en USD.

MONITOR SEMANAL

- Tasas de descuento: para la deuda CER es 6%, USDL 8% y la USD 12%².

Ganancia/pérdida de capital deuda soberana en USD, CER y USD-L
Var. % respecto de los precios actuales. Al 15/6/2022



Fuente: Bloomberg

Siguiendo los supuestos y parámetros mencionados obtenemos que, en el mencionado escenario la deuda en USD registraría ganancias de capital de entre 180% (GD29) y 105% (GD41), muy superiores a los de la deuda ajustable por CER (ganancias del orden del 30-50%). Ello se debe principalmente a la muy baja paridad relativa actual de la deuda en USD (promedio de 27%) respecto de la de la deuda en ARS (promedio de 80-90%).

Más aún, el tipo de cambio libre CCL tendría que apreciarse un 40% en términos reales para que la deuda en ARS tenga un retorno total similar al de la deuda en USD. En este escenario, el retorno total promedio en “USD libres” sería del orden del 90-100% para el inversor que compre la deuda soberana a estos precios.

² Téngase en cuenta una previsión de aumentos de tasas de política en Estados Unidos.