

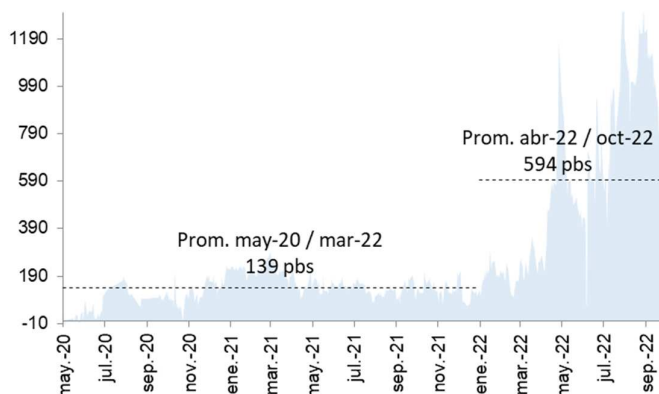
MONITOR SEMANAL

El empinamiento de la curva CER

Desde mayo de este año las cotizaciones de la deuda soberana Argentina registran una volatilidad superior a la del pasado cercano, como consecuencia, entre otros motivos, de la incertidumbre que genera la ausencia de un programa económico de largo plazo y el encarecimiento del costo del financiamiento en el mercado internacional. En este último caso, afectando negativamente los precios de casi todas las clases de activos financieros a nivel global.

En este contexto, hasta abril de este año, el mercado local de deuda cotizaba con cierta estabilidad y desacoplado de los bonos globales soberanos. Sin embargo, a partir de ese mes se produjo un importante empinamiento en la parte corta de la curva de la deuda ajustable por CER, elevando el *spread* entre el TX23 (vencimiento mar-23) y TX24 (vencimiento mar-24) a 594 pbs en el promedio abril-octubre de 2022, desde 139 pbs del promedio may-2020 y mar-2022. A la incertidumbre asociada a la política económica en general se le sumó la que produce la acumulación de vencimientos de la deuda en ARS en el corto plazo, incrementando las expectativas de reperfilamiento de la deuda pagadera en ARS.

Spread entre TX24 y TX23 – pbs. may-2020 a oct-2022



Fuente: Bloomberg

Desde fin de agosto se venía observando una reducción del *spread*, pero luego del anuncio de la emisión del nuevo bono DUAL con vencimiento en feb-24, que puso presión a la deuda con vencimiento en ese año, volvió a aumentar, ubicándose actualmente en 1.000 pbs (al 5-Oct.).

Daniel Marx
DIRECTOR EJECUTIVO

Virginia Fernández
ECONOMISTA SENIOR

Fernando Baer
ECONOMISTA SENIOR

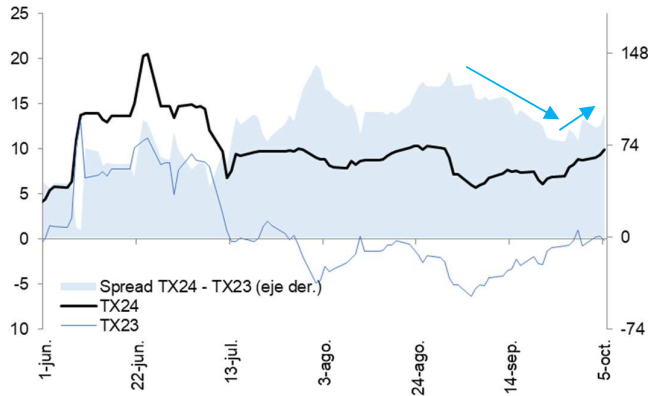
Juan Sommer
CONSEJERO



MONITOR SEMANAL

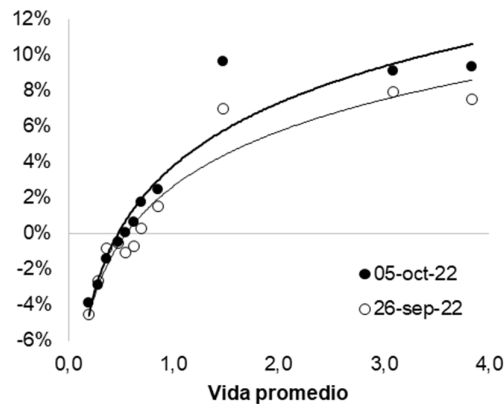
Rendimientos TX24 y TX23 (%) y diferencial de rendimiento.

(pbs.) jun-2022 a oct-2022



Fuente: Bloomberg

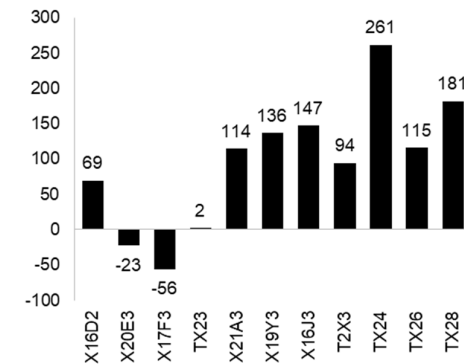
Curva ajustables por CER



Fuente: Bloomberg

Variación de rendimiento entre 26-sep

y 5-oct



Fuente: Bloomberg

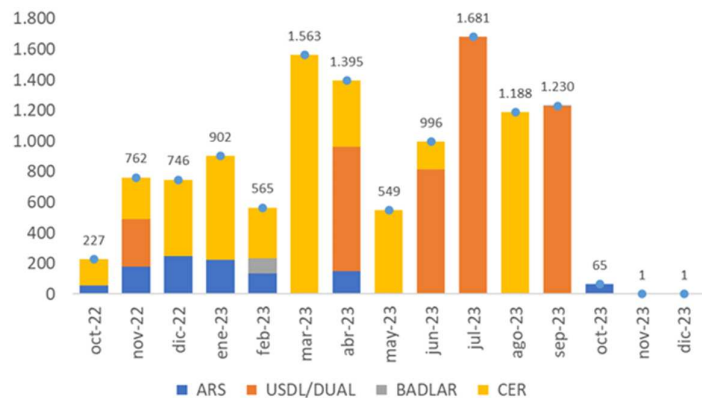
Nos preguntamos si ese diferencial hace sentido considerando escenarios de: (i) *rolleo* de los vencimientos venideros y (ii) de reperfilamiento.

Vencimientos en ARS

La deuda consolidada del Sector Público Nacional pagadera en ARS representa 23% del PBI, de los cuales 1/3 vence en los próximos 12 meses (ARS 12 billones aproximadamente) y una parte relevante está en manos del Sector Público. A priori, no parecen números de difícil administración si se redujeran significativamente las dudas de reperfilamiento y el mercado, como en la última licitación del Tesoro, siguiera apostando por alternativas de inversión con cobertura como el bono Dual.

MONITOR SEMANAL

Estimación de los vencimientos de capital de la deuda del Tesoro pagadera en ARS- ARS miles MM. Al 16/9/2022



Fuente: Bloomberg

En este caso el *spread* luciría injustificado, más aún cuando se estima que la tasa de inflación seguirá alta. ¿Pero, qué pasa si el mercado vuelve a desconfiar y revivimos el *sell-off* de junio?

El reperfilamiento de los ARS

En un escenario crítico que obligue a reperfilar la deuda en ARS durante el primer trimestre de 2023, los títulos más castigados tenderían a ser los de mayor paridad relativa. Si asumimos que los nuevos títulos tendrán una extensión de vida promedio de 3 años y un cupón de 3% anual, el resultado sería el siguiente:

Resultado por título			Fecha 05-oct-22			Fecha 01-mar-23				Variación VPN
			CER	62,1		CER	83,3			
	Cupón original	Vencimiento	Precio de entrada	YTM	Paridad	VPN en Fecha	Tasa de descuento	Paridad	Vida Promedio	
TX23	1,40%	25-mar-23	302,8	-0,5%	98%	391	4,5%	95%	3,1	
TX24	1,50%	25-mar-24	268,4	9,6%	87%	379	5,0%	92%	4,1	
TX26	2,00%	09-nov-26	221,5	9,1%	80%	313	6,0%	85%	5,7	
TX28	2,25%	09-nov-28	213,0	9,4%	77%	308	6,0%	83%	6,4	

El valor presente del TX23 descontado al 4% tendría un incremento del 29%, mientras que los del TX24 a TX26 tendrían uno del 41% (se usó la curva de tasas de rendimiento de sep-2020 como referencia para descontar la nueva curva CER). Así, la deuda de mayor plazo resultaría menos castigada que la de menor plazo.