Finanzas

Poniendo en perspectiva la salida del default

NICOLAS FERRER

Se abre un nuevo capítulo en la crónica de la deuda externa soberana de la República Argentina y queda atrás el proceso de reestructuración de la deuda caída en default a fines de 2001. Analizamos las recientes emisiones de deuda y dónde se encuentra parado nuestro país en el mercado internacional de crédito.

15 años llevó a nuestro país dejar atrás el conflicto iniciado con la cesación de pagos de la mayor parte de la deuda externa vigente hacia fines del 2001. Es importante aclarar en este punto a qué nos referimos con dicha afirmación, sobre la cual volveremos hacia el final. Argentina se encontró técnicamente en default hasta efectivizada la reestructuración de deuda realizada en 2005 y posteriormente ampliada en 2010, a pesar de que existiese una minoría de tenedores de títulos públicos argentinos que no hubiese aceptado dichos términos, y por tanto, continuase sin recibir los flujos pertinentes.

Ello no representó una situación jurídica irregular que impidiese la realización de pagos correspondientes a la reestructuración hasta que la Corte del Distrito Sur de Nueva York dictaminó que Argentina no podía continuar atendiendo aquellos títulos emitidos bajo su ley de no alcanzar un acuerdo con los acreedores en default. El avance realizado en los últimos meses en este respecto – además de la derogación en el Congreso de las Leyes Cerrojo y de Pago Soberano – culminó en el pago a los holdouts - efectivizado en la jornada de hoy - y la eliminación de la traba legal que impedía continuar abonando con normalidad los compromisos de deuda.

La herramienta utilizada para recaudar los fondos necesarios para afrontar el desembolso correspondiente a los tenedores de títulos en default – unos u$s 9.300 millones – fue el crédito externo, con emisiones que totalizaron unos u$s 16.500 millones. De acuerdo al Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, la demanda por la colocación habría sido de más de u$s 60 mil millones, 'la más grande de la historia para un bono o acción de un Gobierno [...] de mercados emergentes.' No obstante, esto podría explicarse por el intento de inversores de adjudicarse una mayor parte de los títulos, dado que se preveía una oferta relativamente limitada. El siguiente cuadro resume las características de la colocación:

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos

BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824

Cuadro N° 1: Nuevas emisiones de deuda Argentina

Plazo	3 años	5 años	10 años	30 años
Vencimiento	22/04/2019	22/04/2021	22/04/2026	22/04/2046
Monto (M)	u$s 2.750	u$s 4.500	u$s 6.500	u$s 2.750
Tasa Cupón	6,25%	6,875%	7,50%	7,625%
Frecuencia Cupón				Semi-anual
Calificación (Fitch)				B

En comparación con la última emisión en dólares realizada por la administración anterior, las tasas son sensiblemente menores. El Bonar 2024, a través del cual se recaudaron u$s 3.250 con un plazo de diez años a vencimiento, paga un cupón de 8,75%. El spread existente con respecto a las nuevas emisiones llevó a una recuperación en la demanda por este último, el cual marcó un máximo de más de un mes en la apertura de la rueda de hoy. Para encontrar una emisión a diez años que pague un cupón de menos del 7,5% nos tenemos que remontar hasta 2007, año en el cual se emitió el Bonar 2017 (tasa cupón 7%).

No obstante, cuando cotejamos estos títulos con emisiones realizadas recientemente por países de la región, rápidamente queda claro que existe espacio para una mayor convergencia de tasas:

Cuadro N° 2: Emisiones de deuda soberana de países latinoamericanos en 2016

Emisor	Chile		Brasil	Paraguay	Colombia
Fecha Emisión	13/01/2016	13/01/2016	11/03/2016	14/04/2016	31/03/2016
Plazo			10 años		
Vencimiento	21/01/2026	20/01/2026	07/04/2026	15/04/2026	22/03/2026
Monto (M)	u$s 1.350	€ 1.200	u$s 1.500	u$s 600	€ 1.350
Tasa Cupón	**3,125%**	**1,75%**	**6,125%**	**5%**	**3,875%**
Frecuencia Cupón	Semi-anual	Anual	Semi-anual	Semi-anual	Anual
Calificación (Fitch)	A+		BB+	BB	BBB

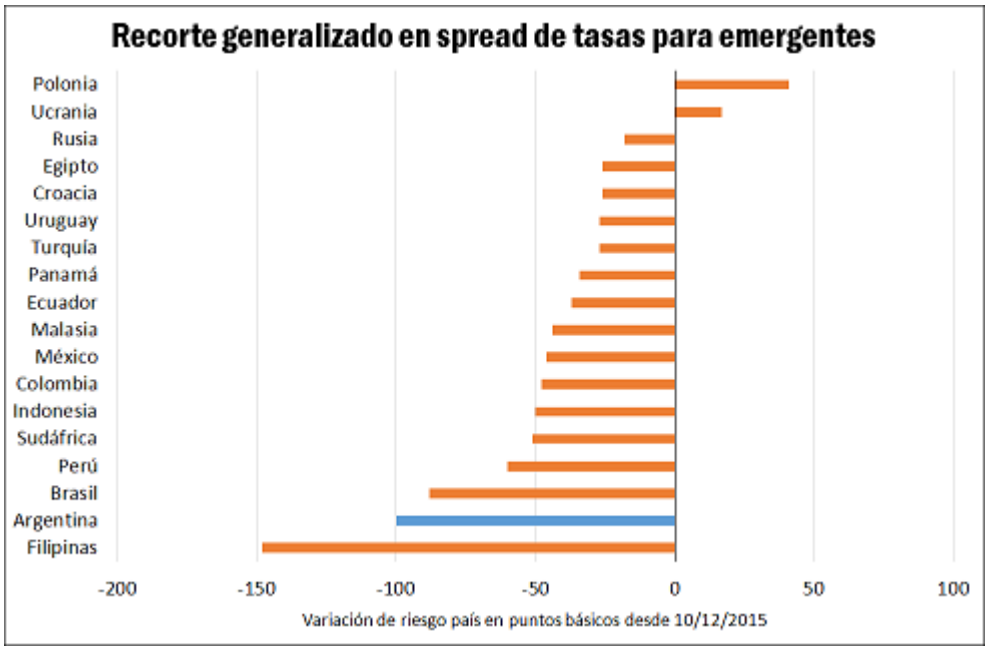
Si bien la colocación Argentina destaca por su volumen, y ciertamente significa una mejor percepción de solvencia dada las tasas obtenidas, la misma debe ser contextualizada en un resurgimiento del apetito por activos de riesgo provenientes de países emergentes. Ello puede evidenciarse claramente en la evolución del riesgo país (índice EMBI+) desde el comienzo del actual ciclo presidencial. Si bien Argentina claramente se encuentra en un cuantil superior en términos de reducción de la prima de riesgo inherente a su deuda, la tendencia subyacente es fácilmente perceptible:

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos

BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO

PROPIETARIO: **Bolsa de Comercio de Rosario**
DIRECTOR: **Dr. Julio A. Calzada**
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

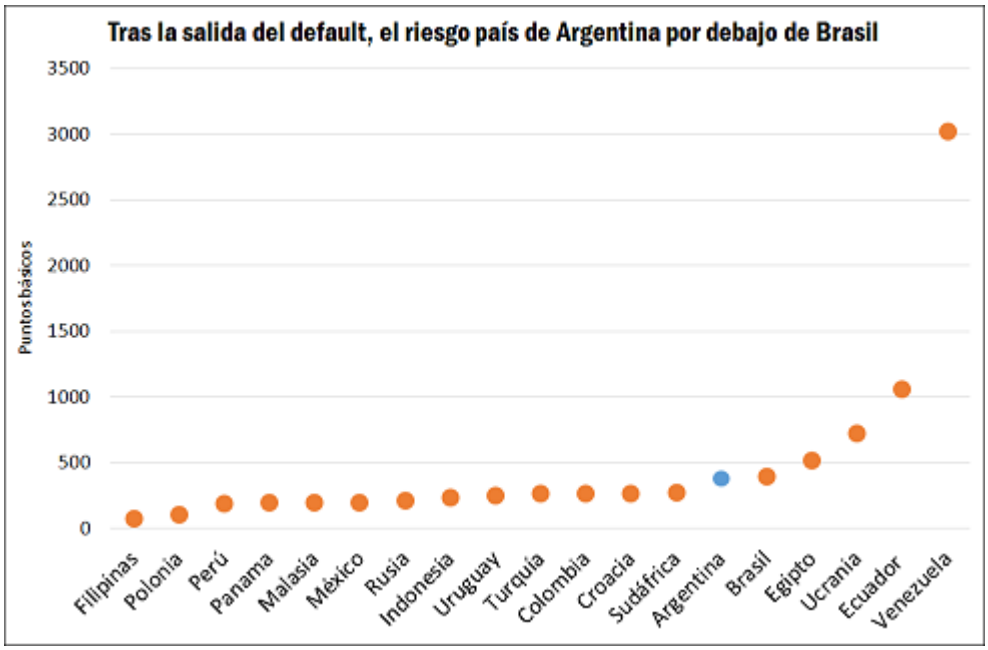
Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824



Más allá del aspecto dinámico de este indicador, su nivel actual (ver gráfico siguiente) refuerza la sospecha con respecto a la posibilidad de obtener tasas menores en esta colocación, al igual que la fuerte demanda existente en el mercado secundario por estos títulos y otros valores de deuda soberana argentina en circulación. Los bonos a 10 años, los cuales concentran la mayor parte de la emisión, llegaron a negociarse a 103 y 104 u$s durante la primera jornada, representando una caída de alrededor de 50 puntos básicos en su rendimiento. A pesar de ello, se puede discutir que existe una especie de efecto demostración en el hecho de materializar la colocación que explica la posterior baja en el rinde de estos activos.

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

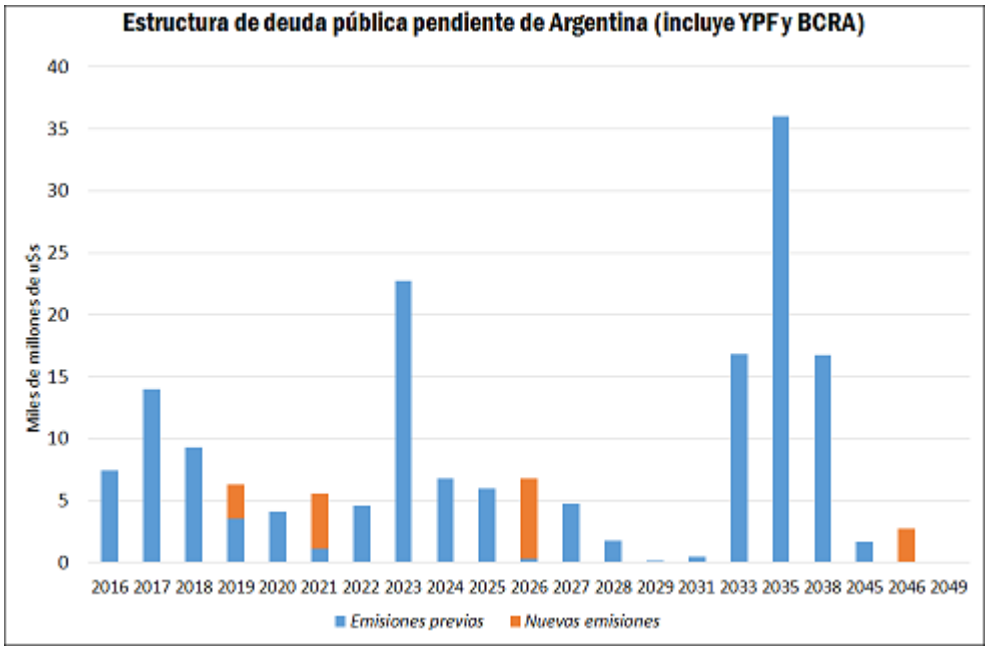
Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824



Con la nueva emisión, la estructura de la deuda pública cambia moderadamente. Las nuevas emisiones a 10 y 30 años añaden un volumen no menor de compromisos en años previamente libres de carga en términos de desembolsos de capital, mientras que los tramos más cortos incrementan las obligaciones para el próximo ciclo presidencial. No obstante, el grueso de los pagos continúa correspondiendo a la reestructuración a largo plazo de la deuda entrada en default hacia fines de 2001, con otro compromiso considerable en el año 2023 relacionado con títulos emitidos bajo el Plan Brady.

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824



El dar por tierra a esta disputa no significa que otra más que obtener nuevos grados de libertad en términos de las fuentes de fondos de las cuales el erario se puede abastecer, las cuales se volverán menos onerosas y permitirán una mayor flexibilidad intertemporal en términos fiscales. De ninguna manera el haber alcanzado un compromiso con respecto a la cuestión significa que de ahora en más no deberemos afrontar sus costos. Al fin y al cabo, cualquier emisión de deuda posee el objetivo de afrontar erogaciones futuras o financiar gastos del pasado.

Cambios en criterios para régimen PYME CNV

A través de la resolución 659/2016 publicada el pasado jueves, la CNV resolvió realizar ciertos cambios en los criterios aplicables a empresas que deseen participar del 'Régimen PYME CNV'. Una de las razones delineadas en el considerando de dicha resolución se relaciona con la actualización de valores máximos de ventas que una empresa puede registrar para ser considerada Micro, Pequeña o Mediana Empresa (MiPyME) de acuerdo a la Secretaría de Emprendedores de la Pequeña y Mediana Empresa.

En dicho sentido, los ingresos totales anuales máximos permitidos según sector serán los siguientes:

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824

Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Monto (M $)	160	540	650	180	270
Clasificación CLANAE	A y B	C, D, K sólo actividad 72 O act. 92 códigos 921110 al 921990	G	E, H, I, J, resto de K, M, N, resto de O	F

CLANAE = Clasificador Nacional de Actividades Económicas

En caso de participar en actividades correspondientes a más de un sector, la pertenencia a los mismos se determinará de acuerdo a aquel que proporciona la mayor parte de los ingresos de la empresa.

Además, la norma determina la reformulación de la definición de PYMES CNV, particularizando que podrán considerarse como tales 'al sólo efecto del acceso al mercado de capitales, a las empresas que desarrollen actividades productivas en el país.'

Dirección de Informaciones y Estudios Económicos
BOLSA DE COMERCIO DE ROSARIO
PROPIETARIO: Bolsa de Comercio de Rosario
DIRECTOR: Dr. Julio A. Calzada
Córdoba 1402 | S2000AWV Rosario | ARG
Tel: (54 341) 5258300 / 4102600 Int. 1330
iyee@bcr.com.ar | www.bcr.com.ar
@BCRmercados

Este material, que se encuentra inscripto en el Registro de la propiedad Intelectual bajo el N° 112165763, puede ser reproducido de manera total o parcial citando como fuente Informativo Semanal de la Bolsa de Comercio de Rosario. ISSN 2796-7824