

22 de abril de 2015

## El nuevo menú de títulos

Nuestro país volvió al mercado internacional de deuda y como no podía ser de otra forma, lo hizo quebrando records. Estamos acostumbrados a dar la nota. Desde el experimento de la caja de conversión en los noventa, el colapso del 2001, uno de los default más grandes de la historia, la mayor reestructuración, el juicio del siglo, top cinco en el ranking mundial de inflación y ahora la mayor emisión en la historia para un país emergente.

El monto ofertado superó todos los pronósticos al alcanzar los U\$68.600 millones. Si bien es una práctica común inflar los libros para poder adquirir una mayor cantidad de títulos en la emisión primaria, los valores superaron todos los vaticinios. Sin minimizar la experiencia del nuevo equipo de finanzas, que se acrecienta al compararlo con desconocido equipo anterior, nuestro país tuvo mucha suerte con el cambio en el humor internacional.

Como remarcábamos en informes previos ([ver acá](#)), el turbulento comienzo de año para los mercados internacionales anticipaba un escenario caótico, un mundo parecido al 2008-2009 cuando estalló la crisis subprime. Sin embargo, la coyuntura parecía indicar un año no muy distinto al 2015, lento y sin mucho para festejar, pero lejos de una crisis de escala global. La recuperación y la calma arribaron a tiempo.

El fuerte apetito le permitió al país ampliar la emisión a U\$16.500 millones, unos U\$1.500 millones por encima del objetivo inicial. Del total, U\$9.300 se utilizara para pagarles a los holdouts, U\$3.000 para los intereses atrasados de los títulos del canje y un monto cercano a U\$4.000 a engrosar las reservas, que más tarde o temprano, se transformarían en pesos para cubrir el agujero fiscal.

El monto emitido se repartió en cuatro títulos, agregando un bono a 3 años a último momento. La mayor demanda se concentró en la parte larga de la curva:

Plazo	Cupón	Emisión (millones)	Monto ofertado
2019	6,250%	2.750	10.500
2021	6,875%	4.500	14.500
2026	7,500%	6.500	25.700
2046	7,625%	2.750	17.900
	<b>7,14%</b>	<b>16.500</b>	<b>68.600</b>

Todos los títulos tienen legislación de Nueva York, pagan intereses semestrales y el capital íntegramente al vencimiento (bullet). Tienen cláusulas de acción colectiva y un mínimo de negociación de 150.000 nominales con un incremental de 1.000. Dicho de otra forma, no puedo negociar menos de 150.000 bonos, pero sí 151.000, 152.000, etc.

Si bien el cupón promedio fue del 7,14% para una emisión de U\$16.500 millones, hay un poquito del maquillaje financiero para ponderar el éxito de la emisión. Los títulos al 2019, 2021 y 2026 fueron emitidos a la par, con lo cual el costo financiero para el país se corresponde con el cupón asociado al título. En cambio, para convalidar un cupón más bajo, la emisión del 2046 tuvo un precio de corte de U\$95,758, equivalente a un rendimiento del 8%, recibiendo menos dólares por los bonos entregados. El costo de fondeo promedio de la emisión en realidad fue del 7,2%, igualmente muy por debajo de los presagios previos.

La fuerte demanda siguió en el mercado secundario del exterior el miércoles y jueves. Al cierre de ayer, los precios habían subido considerablemente en relación a los cortes de la primaria, el 2019 cotizaba a U\$103,50 (TIR 5%), el 2021 a U\$103,30 (TIR 6,14%), el 2026 a U\$103,20 (TIR 7%) y el 2046 a U\$100 (TIR 7,6%). Todavía no tenemos cotización doméstica, seguramente lo veremos en unos días.

Para terminar, el gobierno afirmó que sería la única emisión de bonos en dólares en el año. Pero también dijo que sería la única en Nueva York. Seguramente en los próximos meses veremos una nueva emisión en el mercado local en dólares, que posiblemente también se combine con un esquema de blanqueo de capitales. Los U\$4.000 millones extras de esta emisión cubren solamente \$60.000 millones, el 15% del déficit. El remante se completará con emisiones en pesos (bonar atados a badlar como en los últimos meses), alguna emisión más en dólares en la plaza local y con los anunciados \$160.000 millones del Banco Central al Tesoro. Esperemos que finalmente el Tesoro decida bajar un poco el fondeo monetario y acuda en mayor proporción al mercado considerando el éxito de la última emisión. Como vengo insistiendo, esos \$160.000 millones comprometen la lucha contra la estabilidad de precios y el resultado cuasifiscal del BCRA.

Buen fin de semana,

*Juan Battaglia*