

The Costs of Sovereign Default: Evidence from Argentina (2017)

Hébert and Schreger

November 4, 2021

Objetivo del artículo

Estimar el efecto causal del default soberano sobre la rentabilidad de las acciones de las empresas argentinas y el tipo de cambio nominal. Examinar los canales a través de los cuales un incumplimiento soberano puede afectar la economía. ¿Qué tipos de empresas se ven más o menos perjudicadas por un aumento en la probabilidad de incumplimiento?

- El caso de NML Capital proporciona un experimento natural. El famoso juez Griesa y los fondos buitres.
- Supuesto 1 (instrumento fuerte): los fallos legales a favor de NML aumentaron la probabilidad de que Argentina incumpliera con sus bonos reestructurados, mientras que los fallos a favor de Argentina redujeron esta probabilidad.
- Supuesto 2 (Restricción de exclusión): la información revelada a los participantes del mercado por estos fallos legales afecta los rendimientos de las acciones de las empresas **solo** a través del efecto sobre la probabilidad de incumplimiento neutral al riesgo del soberano.

$$(1) \Delta D_t = \gamma r_t + \kappa_D F_t + \varepsilon_t \quad (2) r_t = \alpha \Delta D_t + \kappa F_t + \eta_t$$

Metodología

¿Cómo miden estas variables?

- **Pr(default):** diferenciales de swaps de incumplimiento crediticio (CDS) a 5 años.
- **Fallos legales:** Recopilan 15 fallos de tribunales estadounidenses que potencialmente cambiaron la probabilidad de incumplimiento neutral al riesgo.
- **Rentabilidad de acciones argentinas:** el valor en dólares estadounidenses de un índice ponderado por valor de los certificados de depósito argentinos estadounidenses (ADR). También examinan los rendimientos de las empresas que cotizan solo en Argentina.
- **Aversión al riesgo:** utilizan el índice VIX, la volatilidad implícita de treinta días en el S&P 500.
- **Rentabilidad de las acciones:** el índice S&P 500.
- **Factores que afectan a los mercados emergentes:** utilizan el ETF MSCI Emerging Markets Asia.
- **Condiciones del mercado crediticio agregado:** índices de CDS Markit CDX High Yield y Investment Grade.
- **Precios del crudo:** West Texas Intermediate.
- **Tipo de Cambio Nominal:** blue y CCL con acciones y bonos.

Resultados

Encuentran que un aumento del 10% en la probabilidad de incumplimiento provoca una disminución del 6% en el valor de las acciones argentinas y una depreciación del 1% de una medida del tipo de cambio.

Las empresas de propiedad extranjera, los exportadores, los bancos y las grandes empresas se ven más perjudicadas por los aumentos en la probabilidad de incumplimiento soberano de lo que cabría esperar, dada su "beta" para el mercado y el tipo de cambio argentinos.

TABLE 2—EQUITY AND EXCHANGE RATE RESULTS

	MSCI (1)	Value (2)	Bank (3)	Nonfinancial (4)	YPF (5)	Dólar blue (7)
<i>OLS</i>						
ΔD	-50.44	-42.35	-53.89	-41.32	-55.13	9.689
Standard error	(9.641)	(7.165)	(8.829)	(8.192)	(16.91)	(3.994)
95 percent CI	[-70.5, -30.6]	[-58.4, -27.3]	[-72.7, -36.1]	[-59.6, -24.3]	[-88.5, -15.8]	[2.0, 17.3]
<i>CDS-IV</i>						
ΔD	-79.44	-60.43	-83.16	-58.63	-93.69	10.37
Standard error	(16.20)	(13.25)	(12.91)	(19.76)	(22.09)	(3.325)
95 percent CI	[-110.3, -41.0]	[-89.4, -36.2]	[-112.2, -61.0]	[-103.4, -9.2]	[-141.1, -39.1]	[3.0, 17.0]