

Índice S&P 500

valores diarios, últimos cinco años, escala logarítmica



Fuente: Tradingview

Tasa de Treasuries a 10 años

valores diarios, últimos cinco años



Fuente: Tradingview

Precio de barril Petróleo WTI

valores diarios, últimos cinco años, escala logarítmica



Fuente: Tradingview

Comentario semanal

La semana de los mercados globales en los últimos doce años comenzó con el anuncio el día domingo que Rusia no acordaba con la OPEP recortar la producción de petróleo. En respuesta, Arabia Saudita decidió incrementar su producción, lo cual ocasionó una caída de 10 dólares en el barril de petróleo WTI.

Esto repercutió el día lunes en los mercados financieros globales a través de todas las clases de activos. El índice S&P 500 cayó 7,5% y la tasa de Treasuries a 10 años por momento operó por debajo de 0,5% anual.

El martes el mercado recuperó algo más de la mitad de las pérdidas del día anterior, pero a partir de miércoles el creciente impacto del coronavirus se hizo sentir. A través de Estados Unidos se han escalado las medidas de "distanciamiento social" tanto por iniciativa privada como por decisión de autoridades municipales y estatales.

El miércoles a la noche el Presidente Donald Trump anunció las primeras medidas a nivel federal para contener la pandemia en suelo estadounidense, la cual incluye una suspensión de vuelos proveniente de Europa. El jueves los mercados tuvieron su peor rueda desde 1987 (el índice S&P 500 se desplomó más de 9%) y el viernes recuperaron casi toda la pérdida tras otro discurso de Trump sobre el cierre.

La Reserva Federal anunció líneas de redescuentos por 1,5 billones de dólares para garantizar la liquidez en los mercados de tasas de corto plazo.

Cabe destacar que redescuentos y compras de Treasuries de hasta tres meses no se tratan de un "Quantitative Easing" para apuntalar los precios de los activos de riesgo sino que son medidas preventivas para evitar que se rompan los mercados de tasas más líquidos y de menor riesgo.

La actual crisis en los mercados, a diferencia del 2008, no tiene origen crediticio y la falta de liquidez no es un síntoma de inquietudes sobre la solvencia del sector privado sino sobre la extrema incertidumbre ante la inminente recesión global resultado de las políticas de salud públicas que los gobiernos deben tomar para contener la pandemia.

Hasta el momento, no hay consenso en Estados Unidos sobre las medidas de política fiscal que se tomarán para

amortiguar el impacto que la contracción del comercio y del consumo por el “distanciamiento social” tendrá sobre las familias y empresas. Es de esperar que esto genere reticencia por parte de los inversores a comprometer su capital en activos de riesgo más allá de la caída de la tasa de fondeo hasta tanto haya un panorama más claro sobre la magnitud de los efectos económicos de la pandemia.

El canje llega a las LECAP

En un contexto de extrema volatilidad financiera internacional y mientras se avanza en la propuesta a los acreedores con bonos emitidos bajo legislación extranjera, el Ministerio de Economía sigue atendiendo los vencimientos periódicos de letras y bonos en moneda local.

El viernes pasado se llevó adelante un canje de múltiples Letras del Tesoro en pesos (lecap S30S9, lecer X30O9 y lelink V03O9) por una combinación de nuevas Letras del Tesoro a descuento a 90 días (a una TNA de 30% anual) y ajustadas por CER a 240 días con una tasa de 2% real.

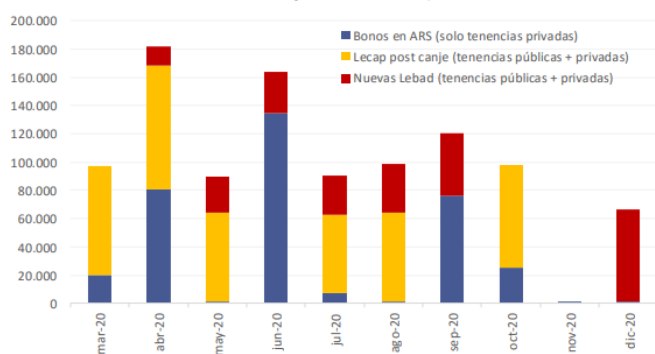
Esto representa una novedad ya que hasta el momento las letras reperfiladas se habían amortizado pagando el 100% del valor residual estipulado por el Decreto 596/2019. La propuesta del viernes 13 implica para el acreedor la aceptación de un canje que implica una pérdida de valor presente en torno al 10% (basándose en la cotización de mercado secundario de activos comparables a las nuevas letras a emitirse).

Cabe destacar que la lecap en cuestión está casi toda en manos de tenedores internacionales (un 70% en manos de los fondos de Templeton), por lo que no sería de extrañar que se paguen los vencimientos de otras letras con emisiones más pequeñas o con mayor tenencia de inversores locales.

Como sea, la falta de un enfoque sistemático para el tratamiento de la deuda en pesos emitida en los años previos va a seguir generando incertidumbre al menos hasta que el Tesoro decida de qué manera va a resolver los vencimientos del Boncer y el Bopomo 2020 que amortizan el 28/05 y el 21/06.

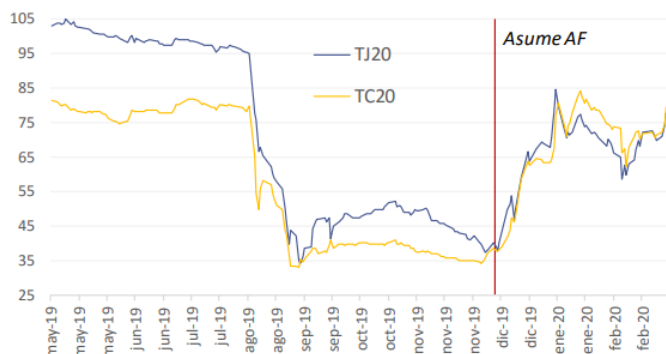
Además de los canjes de letras, el Mecon propuso un canje de AF20 por un nuevo Boncer a dos años con una tasa de 1,2% real. Aunque siguen reconociendo el AF20 a valor técnico, ahora el instrumento ofrecido es de mayor plazo, lo

Perfil actual vencimientos ARS, partiendo del 09 de marzo 2020, post A2M2 (capital + intereses)



Fuente: 1816 en base a Hacienda, BCRA y FGS (cifras en millones; excluye TN20, para encajes)

Paridad de Boncer 20 y Bopomo
(serie diaria)



Fuente: 1816

Sebastián Aguilera

Presidente

Nuevo Chaco Fondos

Carlos Sommer

Gerente General

Nuevo Chaco Fondos

Tel: 011-43932532

Gustavo Cerezo

Portfolio Manager

Nuevo Chaco Fondos

Tel: 011-43932532

cual casi seguramente implicará que en el mercado secundario tendrá una paridad menor a los instrumentos de los canjes anteriores con vencimiento a 2021.

Se pueden hacer dos lecturas de este ofrecimiento, ambas igualmente válidas: por un lado está claro que no es factible canjear la totalidad de la deuda con vencimiento en 2020 a bonos con vencimiento en 2021, ya que esto ocasionaría que el año entrante tengamos el mismo problema de incertidumbre sobre el crédito soberano en pesos que atravesamos ahora. Si el mercado no está dispuesto a refinanciar la totalidad de los vencimientos en moneda local a largo plazo, las amortizaciones que se concentraban en 2020 deberán repartirse en los próximos años para que haya menos inquietudes sobre los efectos macroeconómicos de sus cancelaciones.

La otra lectura es que a medida que pasa el tiempo se le va a ofrecer, a los bonistas que no acepten los primeros canjes, condiciones cada vez menos favorables para el acreedor. Esto finalmente sería un incentivo para que a futuro los bonistas acepten los canjes, algo que se ponía en duda tras el pago total de la amortización del Bono Gatillo A2M2 a los bonistas que no entraron en el canje oportunamente ofrecido. De todos modos, la posibilidad de cobrar el 100% de la amortización puede todavía ser un incentivo fuerte para los tenedores minoristas de los títulos en pesos a vencer, por lo cual tampoco se puede descartar alguna precisión futura sobre estas cuestiones.

Dejando de lado la problemática resolución de la deuda en pesos “vieja” y el sinuoso camino para generar un nuevo conjunto de instrumentos de renta fija soberanos en pesos cuyo riesgo crediticio percibido sea tolerable, la introducción de Letras del Tesoro en pesos a descuento es una novedad relevante para el mercado.

A priori éste instrumento tiene mayor potencial para convertirse en un activo de referencia como tasa en pesos de corto plazo que las LEBAD, pero en el corto plazo es difícil vislumbrar un mercado profundo y líquido de estos activos mientras sigan coexistiendo deuda soberana en pesos “nueva” y “vieja” con valuaciones tan disímiles.

Recomendación

A los valores actuales recomendamos una cartera que sobrepondere liquidez en moneda extranjera. En renta fija preferimos bonos ley NY, particularmente DICY y AC17. En pesos TB21 y TX21 por sobre TC20.

La información contenida en el este reporte ha sido elaborada por Nuevo Chaco Bursátil S.A. Sociedad de Bolsa ("NCHB") y por Nuevo Chaco Fondos Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. ("NCHF") en base a información pública. La misma es suministrada únicamente con fines orientativos y no supone recomendación ni sugerencia de inversión ni de asesoramiento de clase alguna, y bajo ninguna circunstancia se la podrá utilizar como oferta de compra o de venta en firme. NCHB y NCHF no asumirán ninguna responsabilidad por pérdidas o riesgos causados directa o indirectamente como consecuencia de la utilización, aplicación y/o errónea interpretación de la información de referencia. Es por ello que NCHB y NCHF esperan que los inversores tomen sus propias decisiones de inversión basadas en su propio juicio, sin depender del contenido del presente informe.

