

Índice S&P 500

valores semanales, últimos cinco años, escala logarítmica



Fuente: Tradingview

Barril de petróleo crudo WTI

Valores mensuales, serie histórica



Fuente: Tradingview

Comentario semanal

Fue una semana de menor a mayor en los mercados globales, cuya volatilidad va amainando gradualmente más allá de que el costo humano y económico de la pandemia siga lejos de estar elucidado.

Mientras que en Nueva York el aislamiento social está generando resultados positivos y la curva parece estar aplanándose, en otros estados menos afectados el virus está todavía en creciente proliferación

Las tasas de Treasuries operaron sin grandes cambios en la semana y el Dólar Estadounidense tuvo una tendencia levemente alcista.

La acción más dramática en los mercados financieros fue en los futuros de petróleo WTI, que el día lunes llegó a operar en precios negativos para el contrato con entrega en mayo, que estaba a días de vencer.

Este fenómeno inédito se debe a la particular situación logística que se vive en estados productores como Texas y Oklahoma, este último estado es en el cual se realiza la entrega física del producto subyacente. La demanda cayó tan rápido que la oferta no reaccionó con la suficiente velocidad y terminó colmando la capacidad de almacenaje físico, por lo que productores han tenido que pagar para sacarse de encima el producto disponible.

Claramente esta situación es temporal, ya que una gran cantidad de pozos de petróleo no convencional en la Cuenca Pérmica y en todo Estados Unidos están dejando de operar. Pero está claro que la energía seguirá con precios deprimidos en el futuro previsible.

Otro mercado que atraviesa importantes niveles de estrés financiero es Brasil, envuelto en una creciente crisis política en torno a la figura del Presidente Bolsonaro tras la renuncia del Ministro de Justicia Sérgio Moro, figura emblemática del caso Lava Jato.

El Real Brasileiro cayó a 5,6 unidades por dólar a pesar de la fuerte intervención del Banco Central de Brasil no con las usuales ventas de swaps sino vendiendo reservas en el mercado contado.

La depreciación de las monedas de nuestra región pone presión sobre el Peso Argentino. En el corriente régimen cambiario y con un ajuste gradual del tipo de cambio

nominal, las mismas se reflejan en la cotización del dólar MEP y CCL.

Sobre la oferta por la deuda externa

El viernes 17 a última hora se habían dado a conocer las condiciones financieras de la oferta de canje a los bonistas presentada el día anterior por el Ministro Guzmán. El lunes 20 se presentó ante la SEC el texto completo de la oferta, con las aclaraciones que faltaban para evaluar fehacientemente la oferta y los incentivos en juego en la negociación.

Lo primero que salta a la vista es que efectivamente el Tesoro no reconocerá los intereses corridos de los instrumentos que se presenten al canje. Esto equivale a una pérdida de hasta U\$S 3 en relación a cobrarlos en efectivo o de U\$S 1 en comparación a incluirlos al capital de los nuevos bonos.

Otro detalle potencialmente importante es la posibilidad de excluir ciertas series de bonos para poder llegar a las mayorías de los otros bonos. Si el Gobierno no mejora la oferta a los bonos del canje 2005, potencialmente podría optar por canjear los bonos Globales (Indenture 2016) y luego proceder con otra negociación separada para arreglar con los bonos del canje 2005/2010.

Un aliciente para los acreedores es la inclusión de la cláusula RUFO, que otorga a los bonistas que acepten un potencial canje el derecho de recibir mejores condiciones si es que en los siguientes cinco años el Tesoro llega a un acuerdo más beneficioso con otro grupo de acreedores. Para evitar la situación de 2014, en la cláusula RUFO actual se aclara que la misma no aplicaría para sentencias judiciales sino para acuerdos voluntarios.

Esta cláusula RUFO, además de brindar un incentivo para acordar también tiene un desincentivo para quedar afuera del acuerdo: si se consiguen las mayorías de las CAC para este primer canje, los bonistas que hayan votado en contra del canje recibirán el bono con vencimiento en 2047, el único que no cuenta con esta cláusula RUFO.

Los nuevos bonos serían emitidos bajo el Indenture 2016, aún si los bonistas entraron canjeando Pares o Discounts, emitidos bajo el Indenture 2005 que tienen una CAC más favorable para el acreedor. Este es otro obstáculo para la aceptación de este canje por parte de los tenedores de los bonos del canje, además de una oferta financiera que quizás

Propuesta de canje para la deuda Ley Extranjera en Dólares

Grupo	Series incluidas	Principales actuales (USO)	Opciones a elegir	Haircut principal	Prioridad para elegir
Discount	Disc 2005	3.938			
	Disc 2010 (i)	1.227	Bono 2039	0%	Pueden elegir el que quieran, sin limitaciones
	Disc 2010 (ii)	8	Bono 2043	0%	
			Bono 2047	5%	
TOTAL	5.172				
Par	Par 2005	5.006			
	Par 2010 (i)	93	Bono 2043	0%	Pueden elegir el que quieran, sin limitaciones
	Par 2010 (ii)	2	Bono 2047	5%	
	TOTAL	5.101			
Globales 2021-2022-2023	Global 21	4.484			
	Global 22	3.250	Bono 2030	12%	Pueden elegir el que quieran, sin limitaciones
	Global 23	1.750	Bono 2036	5%	
			Bono 2047	5%	
TOTAL	9.484				
Globales 2026 a 2036	Global 26	6.455			Dependen de tramo anterior; emisión de 2030 y 2036 tienen cap
	Global 27	3.750			
	Global 28 (i)	4.250	Bono 2030	12%	
	Global 28 (ii)	1.000	Bono 2036	5%	
	Global 36	1.727	Bono 2047	5%	
TOTAL	17.182				
Globales 2046 a 2117	Global 46	2.618			Dependen de los 2 tramos anteriores; emisión de 2036 tiene cap
	Global 48	3.000	Bono 2036	5%	
	Global 2117	2.689	Bono 2047	5%	
	TOTAL	8.307			

NPV de las ofertas a distintos exit yields

Títulos nuevos	Títulos viejos*	Haircut principal	Recovery @ exit yield			
			8%	10%	12%	14%
Global 2030	Globales 21 a 23 Globales 26 a 36 (c/cap)	12%	48,2	41,2	35,3	30,3
Global 2036	Globales 26 a 36 Globales 46 a 2117 (c/cap)	5%	47,4	37,6	30,0	24,0
Global 2039	Discount	0%	53,2	42,4	34,0	27,5
Global 2043	Par	0%	52,5	41,1	32,5	26,0
Global 2047	Globales 26 a 36 Globales 46 a 2117	5%	48,5	37,8	29,9	23,9
PROMEDIO		-	50,0	40,0	32,3	26,3

*Suponiendo que cada bonista prioriza los títulos más cortos pero indiferencia entre global 36 y 47

Fuente: 1816



Fuente: BSI en base a Reuters



Fuente: BSI en base a Reuters



Fuente: BSI en base a Reuters

no sea lo suficientemente superadora de la que reciben los tenedores de los bonos Globales, y puede explicar por qué es importante la posibilidad de excluir esos bonos del canje.

¿Con estos nuevos tecnicismos, cambian en gran medida las conclusiones de la columna de la semana pasada? La respuesta es no. La oferta en su estado actual muy probablemente no sea aceptada.

Existen diversas maneras posibles de mejorar las condiciones financieras para lograr la aceptación de los tenedores de Globales o de tanto los Globales como los bonos del canje 2005/2015. Se podrían pagar los intereses corridos, se podrían mejorar los cupones luego del período de gracia (en vez de arrancar pagando 0,5% anual), etc...

Más allá de que un acuerdo o un default no va a cambiar el hecho de que la economía está en una aguda contracción por los hechos de público conocimiento, los incentivos para evitar una cesación de pagos son claros: los costos de corto plazo de acordar son bajos (cronograma con período de gracia) y los costos de no acordar pueden sentirse a la hora de la recuperación (dificultad de acceso al crédito externo para emisores corporativos y comercio exterior).

La oferta, en principio, está en pie hasta el 8 de mayo. El Gobierno se reserva el derecho de modificar la oferta o bien acortar o alargar la fecha de vencimiento de la misma. Lo que está claro es que si antes del 22 de mayo no llega a un acuerdo con los bonistas (ya sea final o bien un "standstill" para diferir pagos de los bonos que van venciendo) y no paga los 503 millones de dólares de renta de los globales 2021, 2026 y 2046, el soberano entra en default.

El Ministro Guzmán en entrevistas a los medios de comunicación locales ha afirmado que la oferta es final y que no hay posibilidad de mejorarla. Puede tratarse de la postura real del Gobierno argentino o bien una estrategia de negociación.

El lunes 20 los bonos mantuvieron los precios tras las fuertes subas del viernes, pero luego operaron a la baja toda la semana. Es de esperar la volatilidad en el marco de una negociación con final abierto.

Recomendación

A los valores actuales recomendamos una cartera que sobrepondera liquidez en moneda extranjera. En renta fija preferimos bonos ley NY, particularmente DICY y AC17.

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

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.

