

Índice S&P 500 valores diarios, último año



Fuente: Tradingview

Índice VIX

Volatilidad implícita en opciones de S&P 500, valores diarios, último año



Fuente: Tradingview

Futuros de cobre CME

precios en dólares por libra, valores diarios, últimos cinco años



Fuente: Tradingview

Comentario semanal

Los mercados globales tuvieron una semana de relativamente baja volatilidad, como quizás no vemos desde finales de 2019.

Mientras que los índices accionarios están mucho más cerca de los máximos de febrero que de los mínimos de mediados de marzo, exactamente lo contrario sucede con las tasas de Treasuries y con el dólar estadounidense (en relación a las monedas de economías desarrolladas).

En los mercados de commodities, lo más relevante es la sostenida recuperación de los precios de los futuros de cobre, materia prima vista como indicador líder (que se anticipa) a la actividad económica.

El petróleo se mantiene en torno a los 40 dólares por barril, niveles anteriores a la caída del acuerdo entre Rusia y Arabia Saudita para limitar la producción.

La cuarta, ¿la vencida?

El lunes pasado se publicó ante la SEC estadounidense las condiciones financieras y legales de la cuarta oferta del Gobierno a los acreedores de deuda emitida bajo legislación extranjera.

La propuesta, además de mejorar los flujos financieros a una valuación de entre 51,4 y 54,5 dólares para los bonos Globales (valuando a la TIR de 10% usada como convención), atiende varias de las inquietudes en cuanto a la letra chica legal.

Primero, algo que todos los analistas veían como algo indispensable para empezar a hablar: que los bonos Pares y Discounts del canje 2005/2010 reciban a cambio nuevos títulos emitidos bajo el mismo Indenture.

Otra gran preocupación por parte de los acreedores era la posibilidad de redesignación ex-post de las series de bonos para lograr activar las CAC. Lo más problemático para los acreedores era el potencial de la estrategia "Pac-Man," detallada en esta columna en el mes de junio, de canjes secuenciales para ir ampliando gradualmente el porcentaje de aceptación y finalmente forzar el canje. Esta estrategia podría considerarse como un abuso de los términos del Indenture y su aplicación traería reclamos legales de incierto resultado.

La cuarta oferta no elimina la posibilidad de redesignar series, pero establece una cláusula de participación mínima agregada en la operación de canje. Esto implica que para que

el canje se ejecute, sería necesario alcanzar un nivel de adhesión no muy lejano al de las CAC de los Indenture 2005 y 2016.

Esto quiere decir que el Gobierno busca aliviar temores de que la redesignación se usaría para forzar artificialmente la activación de las CAC, partiendo de una oferta con bajo nivel de aceptación, a partir de la manipulación artificial del universo de bonos elegibles.

También se puede hacer la lectura de que el Gobierno ha tomado conciencia del riesgo de un canje parcial (tema elaborado en la columna de la semana pasada) y busca limitarlo con una oferta que demuestre buena fe e intención de conseguir niveles de aceptación necesarios para activar las CAC.

Como aliciente para aceptar la oferta, los acreedores que se presenten al canje (y no sean arrastrados por las CAC) recibirán bonos con la cláusula RUFO y además recibirán un bono a 2030 por los intereses devengados entre abril y septiembre de 2020, lo cual en valor presente equivale a aproximadamente 1,2 dólares por cada 100 nominales (variando levemente según el cupón de cada bono).

Se podría decir que, entre los revisados términos legales y la valuación por encima de 50 dólares (a 10% de TIR) esta cuarta oferta es en realidad la primera oferta que puede resultar "aceptable" a los acreedores. Desde luego, esto no asegura el éxito del canje, al menos en su forma actual.

No sorprendería que el grupo de acreedores más moderado muestre su apoyo a la oferta. Tampoco sorprendió que los dos grupos más combativos hayan emitido el miércoles un comunicado rechazando los términos de esta cuarta oferta.

En este aspecto, lo más importante será la naturaleza de su contraoferta, que se podría dar a conocer en cualquier momento (dado que no hay acuerdos de confidencialidad vigentes).

Si los acreedores más duros buscan mejoras marginales sobre los flujos o bien retoques menores en la letra chica, sería una clara señal de que hay intención de seguir negociando sobre una base de común entendimiento. Si el EBG y el Grupo Ad-Hoc vuelven a insistir en una oferta valuada por encima de los 60 dólares, con Indenture 2005 para todos los bonos y otras cláusulas leoninas, entonces no habría una clara intención por parte de los acreedores de llegar a un acuerdo.

El canje tiene plazo hasta el 4 de agosto (¿con posibilidad de ser nuevamente pospuesto?), pero la liquidación del mismo

Cálculos alternativos de haircut de la propuesta: el PAR, bien tratado

Título viejo	Ejemplo título a recibir	HAIRCUT 1: de principal	HAIRCUT 2: principal bono viejo vs NPV bono nuevo @10% ("tradicional")	HAIRCUT 3: descontando CF a igual tasa		Haircut
				NPV flujo viejo @10%	NPV flujo nuevo @10%	
Discount	Bono 2038	0%	41%	96,1	59,5	38%
Par	Bono 2041	0%	49%	58,4	51,4	12%
Global 21	Bono 2030	3%	45%	104,1	54,5	48%
Global 22	Bono 2030	3%	47%	97,8	53,3	46%
Global 23	Bono 2030	3%	47%	92,0	53,1	42%
Global 26	Bono 2035	3%	47%	95,9	53,2	45%
Global 27	Bono 2035	3%	48%	89,6	52,0	42%
Global 28 (5,875%)	Bono 2035	3%	48%	82,7	51,9	37%
Global 46	Bono 2046	3%	48%	84,8	52,3	38%
Global 48	Bono 2046	3%	49%	75,5	51,3	32%
Global 2117	Bono 2046	3%	49%	76,1	51,4	32%

Fuente: 1816

Valuación de la propuesta de Ecuador @10% EY

Bonos elegibles	NPV @10% exit yield		Memo: Cupón corriente de bonos elegibles
	Canasta ofrecida	Canasta ofrecida + bono PDI	
Ecuador 2022	58,3	62,4	10,650%
Ecuador 2023	56,8	59,3	8,650%
Ecuador 2024	58,3	60,5	7,850%
Ecuador 2025	55,9	58,8	7,775%
Ecuador 2026	55,9	58,6	9,550%
Ecuador 2027 (i)	55,9	58,7	9,525%
Ecuador 2027 (ii)	55,9	58,9	8,775%
Ecuador 2028	55,9	57,7	7,875%
Ecuador 2029	55,9	58,2	10,750%
Ecuador 2030	55,9	59,5	9,400%
Promedio simple	56,5	59,2	

Fuente: 1816

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.



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

sería el 4 de septiembre. Se puede inferir que hay hasta casi dos meses adicionales de negociación (si ambas partes tienen la voluntad de seguir en la mesa).

La operación de reestructuración de la deuda sigue teniendo un final incierto, pero esta semana el Gobierno emitió las siguientes señales: 1) que busca un canje total, sin holdouts, logrando el nivel de adhesión necesario en las CAC, 2) que está dispuesto a seguir negociando en el tiempo y 3) que 50 dólares de valor presente no era un límite "tallado en piedra."

La primera oferta (valuada en torno a 40 dólares era, según el Gobierno, la "oferta final" y "el máximo esfuerzo" que podía hacer el país. Desde entonces, Argentina ha mejorado sustancialmente la propuesta en todas las dimensiones posibles. Esta semana, Ecuador logró un canje de deuda con una oferta más generosa que la nuestra (aproximadamente 7 dólares de valor presente más) con los mismos fondos que componen el grupo Ad-Hoc, el más duro.

No está claro si esta cuarta oferta es la oferta final, pero que el canje propuesto liquide en septiembre da la impresión de que todavía sigue habiendo cierto margen para negociar. **A esta altura, da la impresión de que si el Gobierno quiere activar las CAC, lo cual es casi imposible hacer sin la conformidad del grupo Ad-Hoc, deberá ceder un poco más.**

Cuánto margen más tiene el Gobierno para mejorar la oferta y cuáles son las intenciones reales de los acreedores más duros es lo que definirá la suerte del canje.

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.