

Comentario semanal

Los mercados globales sufrieron el jueves pasado una brusca corrección, que borró en una rueda las ganancias de las primeras ocho ruedas del mes.

Los principales índices accionarios estadounidenses cayeron más de 5% en un día y la volatilidad implícita en opciones se disparó, volviendo a niveles de abril, pero en el panorama más amplio podemos decir que apenas se trató de una corrección de la última pata alcista de lo que ya era una recuperación históricamente rápida (tras un crack bursátil también históricamente abrupto).

La semana anterior la narrativa que alimentaba la euforia era la incipiente reactivación económica estadounidense tras la reapertura parcial y la rápida reacción del mercado laboral. La semana pasada, en cambio, se reavivaron temores por la posibilidad de una "segunda ola" de contagios y los efectos que podría tener sobre la actividad económica y, sobre todo, la salud financiera de las corporaciones.

Lo cierto es que ninguna de estas narrativas está de por sí equivocada. Estos, entre tanto otros, son los factores que movilizan la enorme incertidumbre en los mercados.

Por un lado tenemos las variables económicas (inmediatas como la actividad económica y mediatas como los efectos de la recesión mundial sobre las hojas de balances y patrones de consumo). Por otro lado, las variables epidemiológicas (donde se presenta un contraste entre la recuperación de las áreas otrora más afectadas como NYC y el resurgimiento de la pandemia en estados como Texas y Florida).

Además de estas dos fuerzas titánicas, cuya fuerza relativa e interacción serán constantemente recalculadas por los inversores, está la incertidumbre respecto a la reacción de política económica.

En la política monetaria, la Reserva Federal dio señales de que las tasas de interés permanecerían históricamente bajas hasta entrado 2022 y se amplió el filtro para el financiamiento de emergencia a empresas, mientras que en la política fiscal en principio las transferencias directas a los hogares han cesado.

Si se materializa un recrudecimiento de la pandemia en Estados Unidos, el país hasta el momento más afectado en cantidad de casos, el mercado esperará que sea la política

Índice S&P 500
valores diarios, último año



Fuente: Tradingview

Tasa de Treasuries a 10 años
valores diarios, último año



Fuente: Tradingview

fiscal la que lleve a cabo el mayor esfuerzo dado que la política monetaria ya ha desplegado prácticamente todo el arsenal a su disposición.

Patrón de espera

Una vez más, el Gobierno renovó por una semana la oferta de canje de bonos emitidos bajo legislación extranjera el día viernes 12.

A diferencia de lo anticipado por buena parte del mercado, la semana pasada no se ha dado a conocer una nueva propuesta oficial. Sin embargo, el Ministro Guzmán ha declarado ante la prensa que es inminente la presentación de una tercera oferta a los bonistas.

Esta potencial tercera oferta, que sería presentada en el transcurso de esta semana, según el Gobierno será la propuesta final.

Es cierto que lo mismo decían sobre la primera oferta, considerablemente más desfavorable que la actual, y en esta columna no creíamos que fuera el caso.

Pero ahora hay fundamentos para creer que el Tesoro Nacional no tendrá mucho más espacio para mejorar la propuesta a los bonos Globales en el futuro: la necesidad de cumplir con los parámetros de sostenibilidad de la deuda establecidos por el FMI.

Si terminamos teniendo una tercera oferta valuada en torno a los 50 dólares (a una tasa de descuento teórica de 10%), la aceptación bien podría depender de varios detalles legales y técnicos en la propuesta y, en buena medida, sobre la percepción de los acreedores con respecto a la buena fe de las autoridades argentinas a la hora de negociar.

Para los bonos del canje 2005 sería importante que los nuevos bonos sean emitidos bajo el mismo Indenture, algo que en las primeras dos ofertas no es el caso. Si no se ofrece eso, otra alternativa es arreglar los Globales y dejar a los bonos del canje para el futuro.

Para los bonos Globales emitidos a partir de 2016, se ha expresado, en la prensa especializada, preocupación con respecto a la posibilidad de redesignar las series luego (no antes) de la oferta para conseguir la activación de las CAC en una secuencia de canjes parciales.

Esto permitiría que, ofreciendo condiciones levemente más favorables a los primeros que aceptaron, forzar el canje a



Fuente: 1816 en base a Reuters

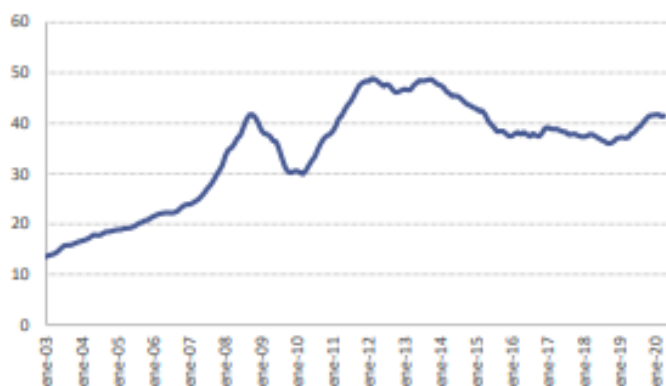


Fuente: 1816 en base a Reuters

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.



Exportaciones de prod. primarios + MOA
acumulado 12 meses, en miles de millones de USD



Fuente: 1816 en base a INDEC

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

quienes no aceptan las condiciones iniciales mediante la gradual ampliación el universo de bonos elegibles en cada etapa, teniendo en cada operación una aceptación de 75% sobre una cantidad creciente de bonos.

Dicho artificio legal sería desde luego ingenioso, pero emplearlo conllevaría un costo reputacional importante para el soberano y es de esperar que remover esa posibilidad en la tercera oferta sea considerado una muestra de buena voluntad y facilite la ya dilatada negociación entre las partes.

Otra incógnita es el hipotético "warrant" atado al devenir de las exportaciones argentinas, que no han mostrado un gran dinamismo en más de una década. No se conocen detalles certeros sobre este posible instrumentos que actuaría como una suerte de aliciente para mejorar el atractivo de la oferta.

Es difícil de estimar el atractivo de un instrumento financiero inédito (más allá de que sea conceptualmente razonable ofrecer mayores pagos a los acreedores si la capacidad de pago del país crece), sobre todo dada la incertidumbre alrededor de la situación de la principal empresa exportadora del complejo oleaginoso argentino.

En fin, todo parece indicar que Argentina se está preparando para hacer el mayor esfuerzo posible, dadas las restricciones del FMI (el otro gran acreedor del Tesoro Nacional) y la realidad económica en el contexto de la pandemia.

Si las negociaciones concluyen exitosamente o resultan en un prolongado y dañino incumplimiento de las obligaciones externas será algo que se definirá no solo en el ámbito de las valuaciones financieras sino también por cuestiones legales y hasta de confianza personal.

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.

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.

