

Comentario semanal

Índice S&P 500
valores diarios, último año



Fuente: Tradingview

US Dollar Index
valores diarios, último año



Fuente: Tradingview

Los mercados globales consolidaron el rebote de principio de mes y hacia la segunda mitad de la semana operaron sin grandes cambios.

Los índices accionarios están en máximos históricos, las tasas de Treasuries en el rango alto del último año (aunque todavía sin comprometerse del todo a un escenario de reflación) y el Dólar Estadounidense retrocede levemente con relación al Euro y al Yen.

Los commodities siguen firmes, con el petróleo crudo no muy lejos de los 60 dólares el barril y la soja en torno a los 500 dólares por tonelada a pesar de las oportunas lluvias en Argentina que reducen el riesgo de una magra cosecha como la de la campaña 2018/2019.

El dato semanal de solicitudes de seguro de desempleo fue levemente más negativo de lo esperado, sosteniendo el consenso del mercado de una recuperación económica real pero no lo suficientemente dinámica como para justificar una política monetaria menos acomodaticia.

El juicio político al expresidente Donald Trump procede en la cámara alta, con la mayoría de los analistas esperando que nuevamente sea sobreseído y mantenga el derecho a su pensión, su escolta de seguridad y sobretodo la posibilidad de volver a presentarse como candidato a un cargo electivo.

La saga de YPF llega a su fin

El miércoles pasado YPF anunció los resultados de la tercera (y en el caso de la ON 2021 la cuarta) oferta de reestructuración de sus pasivos en moneda extranjera.

Finalmente YPF consiguió el aval de los principales grupos de acreedores para canjear casi el 60% del título que vence el 23/3. Las propuestas por los demás activos consiguieron niveles de aceptación muy inferiores y los viejos bonos mantendrán la misma prioridad (*seniority*) que los nuevos.

La empresa anunció que conseguirá que el BCRA le venda las divisas necesarias para hacer frente a la amortización de los títulos de acreedores que no ingresaron al canje así como para el pago parcial para aquellos que sí aceptaron y recibirán la nueva ON 2026.

Tomando la interpretación textual de la comunicación "A" 7106, con un vencimiento de capital de 413 millones de dólares, YPF solamente podría haber accedido al MULC por

YPF no logró rollover requerido en A7106 (caso similar a BHIP)

	Bono YPF mar-21 (Clase XLVII)	Bono BHIP nov-20 (BHCVO)
Vencimiento de principal original	412,7	279,8
(A) Vencimiento con rollover 60% (A 7106)	165,1	111,9
(B) Monto a pagar de principal post canje (ex cupón)	256,1	197,7
A las que entraron al canje*	90,2	48,5
A los holdouts	165,9	149,2
(B) - (A) Necesidad de dólares adicional a A7106	91,0	85,8

Fuente: 1816 (*a la compensación de cash que reciben holdins le restamos el cupón)

un importe de 165 millones. Sin embargo, para cancelar la totalidad de las obligaciones será necesario que compre 256 millones de dólares.

Solamente se puede racionalizar que se “cumplió” con la “A” 7106 si se toma en cuenta el tamaño de la emisión original (1.000 millones de dólares) que ya había sido parcialmente refinanciada en el pasado mes de agosto.

De esta manera, se evitó el desenlace más negativo (el default de la principal empresa energética verticalmente integrada del país) pero también se siguió horadando la credibilidad de la política de refinanciación “forzada” de pasivos externos corporativos. Recordemos que el año pasado el principal vencimiento de este tipo fue un papel del Banco Hipotecario que también logro apenas un canje parcial (inferior al necesario para cumplir con al menos 60% de refinanciamiento) pero el BCRA de todos modos permitió el acceso al MULC.

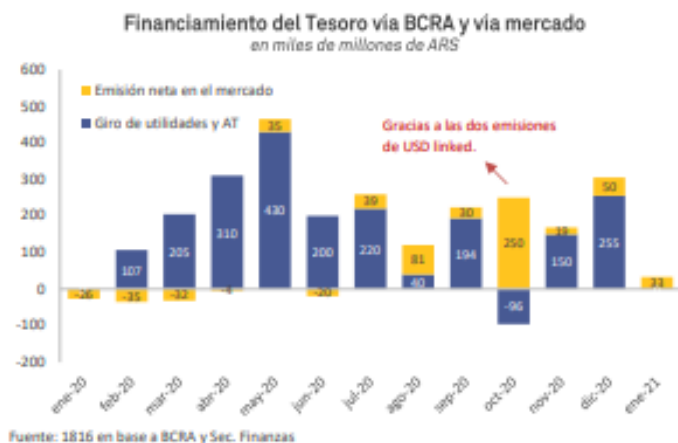
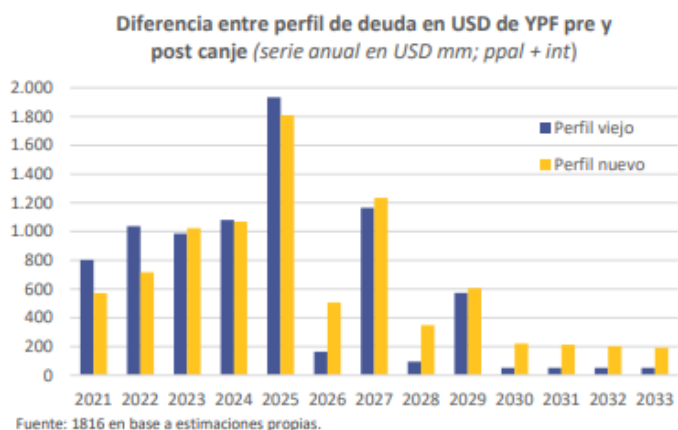
La mayoría de los emisores corporativos en los últimos seis meses lograron refinanciar sus compromisos acorde a la normativa vigente, pero tiene sentido plantearse si esta nueva excepción incentivará a los acreedores a tomar posturas menos acomodaticias en el futuro cercado. La normativa en cuestión tiene vigencias hasta el mes que viene y tampoco está claro si será renovada en su forma actual.

El desafío de la inercia inflacionaria

En la misma semana en la que el Ministro de Economía reafirmó su objetivo de una inflación de 31% para el corriente año y que apunta a una depreciación del tipo de cambio (oficial) nominal de 25% en todo el 2021 con tal de facilitar esta convergencia hacia una nominalidad más moderada, el INDEC reveló que la inflación del mes de enero alcanzó nuevamente 4% mensual, con la inflación núcleo apenas por debajo.

Se trata del cuarto mes con inflación por encima del 3% mensual. El promedio de los últimos seis meses alcanza el 3,4%. A pesar de que el tipo de cambio nominal está desacelerando su tasa de depreciación, estamos presenciando el componente inercial de la dinámica de precios al consumidor, sobre todo en alimentos que en los últimos meses han comenzado a reflejar las pasadas subas del tipo de cambio.

Es lógico que de cara a las paritarias el Gobierno busque alinear las expectativas de inflación en torno a los niveles

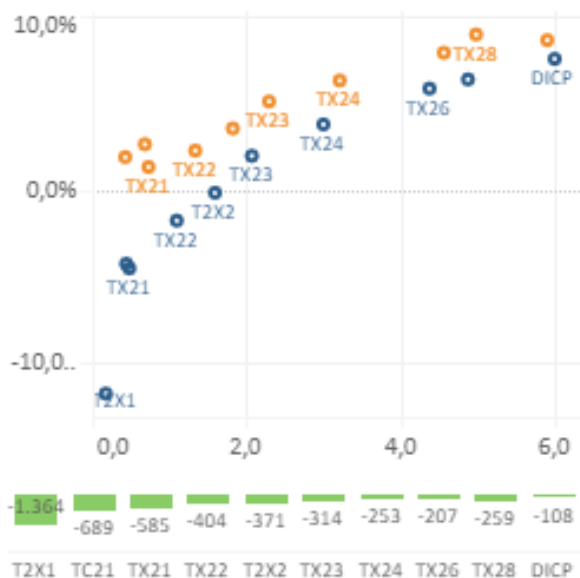


La información contenida en el este reporte ha sido elaborada por Nuevo Chaco Bursátil S.A. Sociedad de Bolsa ("NCHB") y por Nuevo Chaco Fondos Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. ("NCHF") en base a información pública. La misma es suministrada únicamente con fines orientativos y no 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.



Curvas de rendimientos Bonos CER

Amarillo: 11/11/20, Azul: 11/02/21, Verde: variación de TIR



declarados en el Presupuesto. También es de esperar que tomen el compromiso (más o menos creíble) de utilizar al tipo de cambio nominal como una suerte de “ancla nominal” prometiendo que se rezagará con relación a precios y salarios durante el 2021.

Si esta subordinación del nivel (o tasa de depreciación) del tipo de cambio a otros objetivos de política económica es factible de sostener en el tiempo depende de un conjunto de variables demasiado amplio y complejo como para analizar exhaustivamente en esta columna.

Pero es razonable pensar que si el Gobierno realmente está dispuesto a sacrificar suficientes reservas internacionales y desempeño exportador (y de economías regionales), entonces podrá apreciar el tipo de cambio real.

La magnitud de este esfuerzo dependerá, en buena medida, de variables que los hacedores de política no pueden controlar: la duración de la pandemia (menos actividad económica implica más gasto de emergencia y menos recaudación, por ende más emisión para financiar al Tesoro) y el tamaño y los precios a los que se liquidará la cosecha gruesa. La principal señal alentadora es el buen desempeño de la recaudación impositiva en los últimos meses.

El mercado, por lo pronto, parece creer en la capacidad de los hacedores de política monetaria de fijar el tipo de cambio en el futuro mediano: las tasas implícitas en los futuros de dólar ROFEX se han desplomado y, junto con ellas, las paridades de los bonos soberanos dollar-linked, tanto el T2V1 que vence en noviembre de 2021 como el TV22 que vence en abril de 2022.

El universo de activos en pesos, en especial los bonos ajustados por CER de mediana duración, sigue muy caro. A los precios actuales preferimos los bonos soberanos en dólares, pero para las carteras en pesos que busquen una protección de mediano plazo contra la inflación, consideramos que el TV22 es una mejor alternativa que el Boncer de similar duración.

Recomendación

A los valores actuales recomendamos una cartera que sobrepondera la renta fija en moneda extranjera, especialmente AL30 en ley local y GD35 ley NY. En pesos recomendamos letras provinciales y LEPASE para hacer tasa con corta duration.

Fuente: 1816 Economía y Estrategia

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.

