

Índice S&P 500

valores semanales, últimos cinco años, escala logarítmica



Índice VIX

valores semanales, últimos cinco años, escala logarítmica



Barril de petróleo crudo WTI

Valores mensuales, serie histórica, escala logarítmica



Fuente: Tradingview

Comentario semanal

Los mercados globales consolidaron las recientes ganancias en una semana sin tendencia definida, con una volatilidad moderada y un cierre positivo.

La principal narrativa que mueve al mercado en estas últimas semanas es la posibilidad (el futuro dirá cuán verosímil) de que algunas regiones menos afectadas por la pandemia COVID-19 puedan retomar parcialmente las actividades económicas no-esenciales.

No es de sorprender que la figura política que está más comprometida con la campaña para que distintos Estados de la unión estadounidense vuelvan a un clima de relativa normalidad es el Presidente Donald Trump.

Como su principal capital político ha sido la marcha de la actividad económica, el mercado laboral y los índices bursátiles (claves para las perspectivas económicas de los futuros jubilados), en pleno año electoral Trump hará lo que esté a su disposición para minimizar el impacto económico del coronavirus.

Es altamente probable que algunos gobernadores y otras autoridades prioricen en mayor medida las consideraciones de salud pública y no se pueden descartar roces en el futuro.

No está de más recordar que la última operación (geo)política que emprendió Trump, organizar el acuerdo de la OPEP para recortar la producción de petróleo y detener el desplome de los precios del crudo hasta ahora ha rendido sus frutos con un entendimiento entre Rusia y Arabia Saudita, pero el mercado no quedó para nada impresionado y el viernes 17 cayó a nuevos mínimos de casi dos décadas en 18 dólares el barril WTI.

De todos modos, entre los planes de estímulo monetario y fiscal y la ilusión de un retorno parcial "a las calles" en Estados Unidos, los inversores por el momento están conformes con un mercado que hay recuperado más de la mitad de las caídas de febrero y marzo en los principales índices accionarios. La volatilidad mantiene su tendencia a la baja aunque todavía está en niveles históricamente elevados.

Más que complacencia, el mercado está en una tensa calma, con la codicia y el miedo en equilibrio a la espera de la

Propuesta de canje para la deuda Ley Extranjera en Dólares

Grupo	Series incluidas	Principales actuales (USD)	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			

evolución de variables con las que los profesionales de las finanzas no suelen lidiar.

Comienza (de a poco) a tomar forma la oferta por la deuda externa

El jueves 16 el Ministro de Economía Martín Guzmán, junto con el Presidente de la Nación, la Vicepresidenta y numerosos Gobernadores y demás figuras del arco político, anunció los lineamientos generales de la oferta que se ha presentado a los principales tenedores de títulos públicos soberano emitido bajo legislación extranjera.

La quita de capital promedio sería de solamente 5,4% y la reducción de intereses alcanzaría el 62%. La oferta consiste de cinco nuevos títulos en dólares y cinco en euros a cambio de los 21 bonos elegibles. Los plazos de los nuevos bonos son entre 2030 y 2047, tienen tres años de gracia y a partir de 2023 empieza a pagar intereses de 0,5% o 0,6% que van creciendo hasta un máximo de entre 3,5% y 4,875% en la mayoría de los nuevos bonos (los más cortos pagan menos renta).

A cambio de los bonos del canje 2005 (Discounts y Pares) se ofrecen nuevos bonos a 2039 y 2043 sin quitas de capital y con mejores condiciones que los ofrecidos a cambio de los Globales, aunque en el caso del Discount la oferta no es lo suficientemente más atractiva para justificar las valuaciones actuales, por lo que si no se mejoran las condiciones habrían incentivos por parte de los acreedores a hacer uso de las CAC más beneficiosas y apostar a quedar fuera del canje.

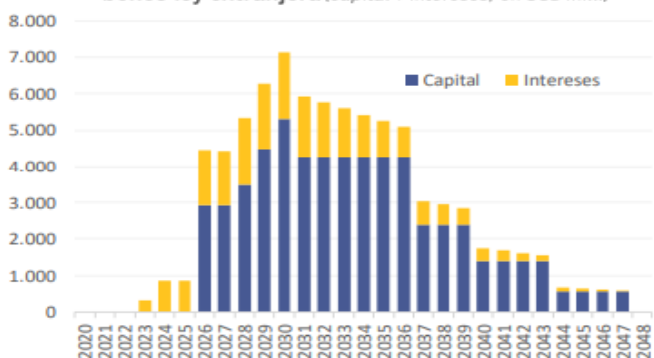
Con respecto a la potencial valuación de "mercado" de la oferta, si se valúan los nuevos bono a una tasa de descuento del 12% anual, los valores son similares (o levemente inferiores) a los precios de mercado actual de los bonos Globales a canjear, entre 30 y 35 dólares cada 100 valor nominal.

Si se toma una tasa de referencia de 10%, la oferta pasa a valer en torno a los 40 dólares, aunque sería difícil convencer a los inversores que valúen generosamente una oferta con un cupón corriente de prácticamente cero en los primeros 5-9 años.

Otra cuestión problemática podría ser la falta de capitalización de intereses del período de gracia, los bajos cupones de renta y potencialmente el esquema anual de

Vto	Moneda	Periodo de gracia	Cupones	Amortización	Cap (millones)	Haircut principal	Cupón promedio (@10%)	Duration
2030	USD	3 años	Nov-22 a Nov-25: 0,500% Nov-25 a Nov-27: 1,000% Nov-27 a Nov-30: 1,750%	5 cuotas iguales anuales los 15 de noviembre entre 2026 y 2030	USD 11.400	12%	0,833%	7,82
2036	USD	3 años	Nov-22 a Nov-23: 0,500% Nov-23 a Nov-25: 1,500% Nov-25 a Nov-27: 2,750% Nov-27 a Nov-30: 3,875%	6 cuotas iguales anuales los 15 de noviembre entre 2031 y 2036	USD 20.700	5%	2,659%	11,42
2039	USD	3 años	Nov-22 a Nov-23: 0,600% Nov-23 a Nov-25: 1,750% Nov-25 a Nov-27: 4,000% Nov-27 a Nov-30: 4,500%	11 cuotas iguales anuales los 15 de noviembre entre 2029 y 2039	-	0%	3,390%	11,14
2043	USD	3 años	Nov-22 a Nov-23: 0,600% Nov-23 a Nov-25: 3,000% Nov-25 a May-29: 3,625% May-29 a Nov-43: 4,875%	14 cuotas iguales anuales los 15 de noviembre entre 2030 y 2043	-	0%	3,829%	11,90
2047	USD	3 años	Nov-22 a Nov-23: 0,500% Nov-23 a Nov-25: 1,750% Nov-25 a Nov-27: 3,750% Nov-27 a Nov-47: 4,750%	20 cuotas iguales anuales los 15 de noviembre entre 2028 y 2045	-	5%	3,873%	12,01

OFERTA ARG: Vencimientos en USD del Tesoro bonos ley extranjera (capital + intereses; en USD mill.)



Fuente: 1816 en base a Mecon

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.



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

amortizaciones a partir del 2026. La oferta trae un gran alivio financiero en lo inmediato, pero es de esperar que los inversores tengan inquietudes con respecto a la sostenibilidad en el mediano plazo (algo para lo que probablemente el FMI deba interceder en favor del Tesoro avalando los detalles de la propuesta).

Esta semana veremos cómo el mercado reacciona a los términos de la propuesta. A simple vista, si esta es una oferta fina, luce poco probable que sea aceptada tal cual como fue presentada. Pero si el Ministerio de Economía decide tomarla como un punto de partida para iniciar negociaciones, es posible un acuerdo a pesar de que el tiempo no abunda.

La oferta, en principio, tiene una validez de 20 días. Este vencimiento entra dentro del período de gracia de los cupones de renta de bonos globales que se deberían pagar pasado mañana y el mercado supone que no serán abonados.

De todos modos, hay tiempo hasta el 22 de mayo antes de entrar en default si el Tesoro decide no pagar los intereses de abril para presionar a los bonistas con una amenaza creíble. Como hay dos semanas entre el vencimiento de la primera oferta y la fecha del potencial default, es de esperar que ésta no sea la última instancia de negociación.

Antes de conocerse los detalles de la oferta, durante la rueda del viernes las paridades de bonos globales habían subido en torno al 10%, lo que da fe tanto de la esperanza de los inversores como de las paridades extremadamente deprimidas en las que se encontraban estos títulos.

Es imposible a esta altura vaticinar sobre el éxito o fracaso de esta operación de canje. Sin dudas existe la posibilidad de llegar a un acuerdo. Pero para que las negociaciones lleguen a buen puerto será necesario no solamente la buena fe del tanto el deudor como los acreedores sino también que la economía y los mercados globales no jueguen una mala pasada en un contexto extremadamente delicado.

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.

