

Principales índices bursátiles estadounidenses

Evolución acumulada en lo que va del año, valores diarios

Celeste: NASDAQ

Verde: S&P 500 (grandes empresas)

Naranja: Russell 2000 (pequeñas empresas)



Fuente: Tradingview

Comentario semanal

Los mercados globales sufrieron recuperaron en las primeras dos ruedas de la semana pasada la mitad de la caída del viernes 11, para luego operar sin grandes cambios.

Los inversores siguen ponderando el riesgo y la incertidumbre de las numerosas variables en juego sobre la economía y los mercados.

Mientras que los niveles absolutos de los índices bursátiles van oscilando semana a semana, así como las monedas emergentes y el Dólar, algunas de las tendencias subyacentes de estos últimos meses siguen pronunciándose.

La más notable es la diferenciación entre los ganadores y los perdedores de la "nueva normalidad." Las corporaciones que tienen un modelo de negocios más resiliente a la realidad que impone el distanciamiento social y los nuevos hábitos de consumo están ante una oportunidad generacional de ganar market share y mantener los elevados niveles de crecimiento en su facturación necesarios para justificar sus valuaciones.

Aquellos sectores económicos postergados, por el momento, en la óptica del mercado, no mayor estrés gracias a la expectativa de una asistencia económica prácticamente ilimitada por parte de las autoridades monetarias y fiscales estadounidenses.

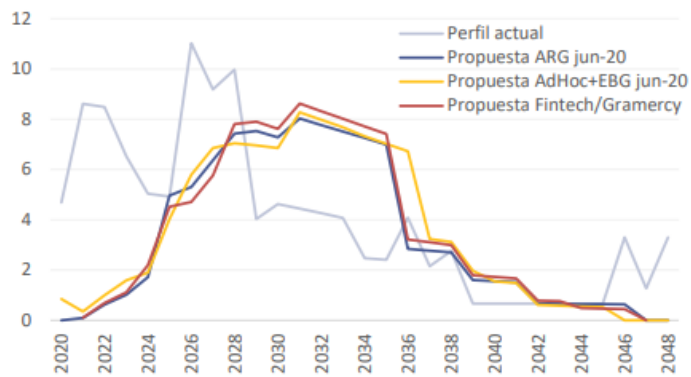
Si este escenario acaso idílico de ganadores por un lado y perdedores con red de seguridad por el otro es realista (y si resistiría una potencial segunda ola de la pandemia) está por verse.

Tira y afloje... y espere

El pasado miércoles 17 caducaron los NDA (Acuerdos de Confidencialidad) entre las partes y los comunicados del Gobierno y de los principales grupos de acreedores ofrecieron al público inversor bastantes novedades con respecto al estado de las negociaciones a la fecha.

Para empezar, queda muy clara la distinción entre los grupos de acreedores más duros (grupo AdHoc, encabezado por BlackRock, y el Exchange Bondholders Group, tenedores de bonos Globales y bonos del canje 2005 respectivamente) y el Bondholders Group (liderado por los fondos Gramercy y Fintech) cuya oferta es más cercana a la del Gobierno.

Perfil de vtos Ley Extranjera: actual, propuesta Gob y contrapropuestas (capital + int; en USD mil mill.)



Fuente: 1816 en base a Mecon

En términos de valuaciones de los flujos financieros de los nuevos bonos que se emitirían a cambio de la deuda elegible, la diferencia entre las tres posturas (oferta del Gobierno, oferta del BG y oferta del AdHoc + EBG) es relativamente exigua a tal punto que casi todos los observadores coinciden que es inconcebible que esa brecha sea lo que evita un acuerdo.

Esa diferencia anual de flujos es considerablemente menor a 1% del PBI y muchísimo menor al costo en términos de actividad (y recaudación impositiva) de que el default se prolongue en el tiempo.

Donde sí emergen diferencias sustanciales entre la oferta del Gobierno y la del grupo AdHoc + EBG es en las cláusulas legales del acuerdo. No podemos decir que estamos sorprendidos de que este sea el caso, ya que es una cuestión que hemos desarrollado en la columna de la semana pasada y en ediciones anteriores.

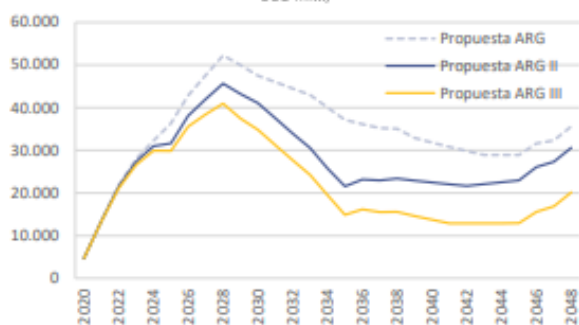
Que el principal obstáculo en la negociación sean las cláusulas contractuales da fe de la falta de confianza que los grupos más duros de acreedores tienen en el soberano.

Además de eliminar la posibilidad de una estrategia de redesignación de series como la descrita en el semanal pasado, **los acreedores también tienen exigencias contractuales que lucen excesivas**, como que los nuevos bonos emitidos a cambio de los Globales (Indenture 2016) sean emitidos bajo el viejo Indenture 2005, además de otras cláusulas como que el 50% del nuevo financiamiento externo se aplique a recomprar bonos, que cualquier nuevo bono se emita bajo el Indenture 2005, por nombrar algunas.

Es lógico que los tenedores de bonos emitidos bajo el Indenture 2005 quieran mantener sus derechos (todavía no está claro si el Gobierno convalida siquiera ese pedido) y también es entendible que vean con la aprensión la posibilidad de que se aplique "creativamente" la reasignación de series para activar las CAC.

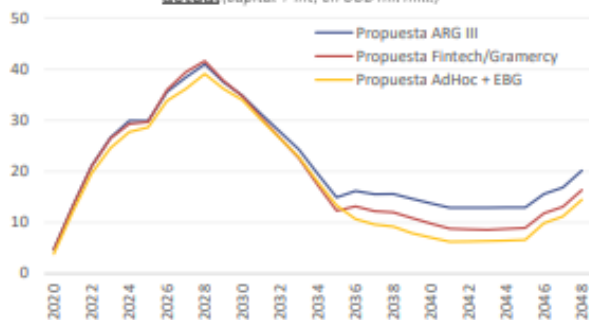
Es casi inconcebible que el Gobierno acepte cada una de las exigencias contractuales que proponen los grupos más duros. No queda del todo claro si los acreedores no están dispuestos a ceder ninguna pretensión o si algunas podrían ser eventual moneda de cambio ya sea para mejorar las condiciones financieras de la oferta o para lograr la aceptación de aquellas que sí consideran esenciales.

PROPUESTAS ARG: Ahorro vtos. ley extr. acumulados respecto a perfil actual (capital + int; en USD mil.)



Fuente: 1816 en base a Meccon

PROPUESTAS ARG VS. CONTRAPROPUESTAS: Ahorro vtos. ley extr. acumulados respecto a perfil actual (capital + int; en USD mil mil.)



Fuente: 1816

Como sea, la distancia en términos económicos entre deudor y acreedores no es irremontable. Lo que está cada vez más claro es que lo principal que separa a los fondos y al Gobierno es la confianza.

Hoy se cumple un mes desde que Argentina entró oficialmente en default. El pasado viernes extendió la oferta de canje, ya no por una semana como venía haciendo sino hasta el 24 de julio, una fecha que no fue puesta al azar.

La fecha clave es el 30 de julio, día en el cual los bonos Discount entrarían en default (y, por cláusula de cross-default, todos los demás bonos emitidos bajo el Indenture 2005) si el Tesoro no efectúa el pago de renta.

Cuanto más pronto se pueda arreglar, mejor, pero no alcanzar un acuerdo antes de esa fecha traería consecuencias legales casi inmediatas.

Los tenedores de bonos del canje tienen un camino legal más allanado que los tenedores de bonos Globales, uno de los motivos por el que estos últimos todavía no han ejercido su derecho de acelerar el capital de cualquier serie (emitida bajo el Indenture 2016) e iniciar reclamos judiciales en el Estado de Nueva York.

El acuerdo entre las partes no está lejos, y los incentivos siguen alineados para un acuerdo.

Sin embargo, a esta altura es imposible que se llegue a un acuerdo solamente moviendo números. Deberá lograrse establecerse un vínculo de confianza y, llegado el momento, cada una de las partes deberá tomar la decisión política de ceder algo en aras de llegar a una conclusión favorable y dejar atrás este capítulo.

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