

Comentario semanal

Los mercados globales mantuvieron su tónica positiva. El Índice S&P 500 sigue recuperando terreno, acercándose a los niveles de fines de abril, sin inmutarse por los datos sobre el avance de la pandemia en el resto de los EE.UU. (en Nueva York, principal zona afectada, ya están disminuyendo los nuevos contagios) ni por el dato de desempleo de abril, que alcanzó el 14,7%.

No es sorprendente que los mercados intenten mirar hacia el futuro y no le presten atención al pasado reciente y al presente. Después se verá si los mercados anticiparon bien.

Otro factor relevante a la hora de analizar la evolución de los principales índices accionarios estadounidenses es la creciente ponderación de los gigantes tecnológicos en el S&P 500. Empresas como Amazon, Alphabet (Google) y Netflix, entre otras, tienen modelos de negocios favorables para este contexto, más allá de la aguda contracción económica global.

El Dólar Estadounidense sigue sin tendencia definida desde principios de abril. La semana pasada fue positiva para varias monedas emergentes, con la excepción del Real Brasileiro, que el viernes cayó a nuevos mínimos históricos tras la baja de la tasa de referencia SELIC a 3%.

El final del principio

El pasado viernes 8 a las 18:00 hora argentina finalizó el plazo establecido por el Ministerio de Economía para que los tenedores de los bonos elegibles aceptaran la oferta de canje presentada el 20 de abril.

Aunque todavía aguardamos la comunicación oficial con las cifras finales, todos los indicios (y trascendidos periodísticos) apuntan a un nivel de aceptación muy bajo por parte de los no residentes, que poseen la gran mayoría de los bonos emitidos bajo ley extranjera.

De confirmarse, este resultado no debería sorprender a ningún lector de esta columna: más allá de ciertos alicientes (como la cláusula RUFO) era de esperar que esta oferta, tal como fue presentada en abril, fuese rechazada por los bonistas.

También considerábamos que esta oferta se trataba más de una oferta inicial que una oferta final (a pesar de las entendibles declaraciones del Ministro de Economía en ese entonces). En ese sentido, el Presidente de la Nación ha declarado ante los medios que luego de hoy seguirán las negociaciones con los acreedores.

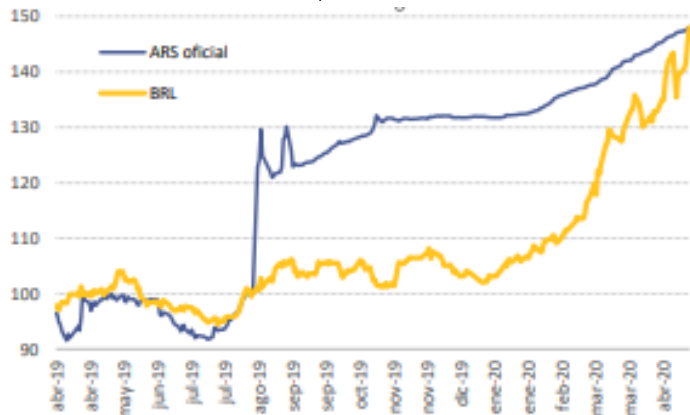
Índice S&P 500 valores diarios, último año



Fuente: Tradingview

Tipo de Cambio Nominal – Argentina y Brasil

Valores diarios, base 100 = 9/8/2019



Fuente: 1816 en base a BCRA y Reuters

Diferencia de precio entre DICY y Global 2028

refleja valoración relativa del Indenture 2005 y 2016



Fuente: 1816 en base a Reuters

Desde el 20 de abril hasta el 11 de mayo, el Gobierno se ha ceñido a su libreto: ofrecer una propuesta dura, no ofrecer concesiones y dar señales de que se trata de una oferta final. Sin un acuerdo (más allá de la posibilidad de hacer canjes parciales con la minoría que aceptó), a partir de hoy la estrategia de negociación cambiará y las posibilidades son numerosas.

No haber logrado las mayorías necesarias para gatillar las CAC (cláusulas de acción colectiva) de los Indentures de los bonos del canje 2005 y globales 2016-2018 no implica el final de la saga de la reestructuración de la deuda. Tampoco es el principio del fin.

Se trata del final del principio. Probablemente ahora empiece la verdadera negociación con los acreedores. Nuestra creencia se basa en que tanto el Gobierno como los bonistas tienen incentivos a llegar a un acuerdo. Pero también es cierto que para maximizar su poder de negociación, ambas partes deben mostrarse dispuestas a tomar una postura no-cooperativa (para el Gobierno, defaultear y para los bonistas, iniciar acciones legales).

Consideramos que el devenir de las negociaciones en los próximos días (y meses) no deberían plantearse como una variable binaria.

Si llegamos al 22 de mayo sin acuerdo y no se paga la renta de los Globales 21, 26 y 46, el default podría no ser el fin de las negociaciones. Podría ser una fase intermedia, en la cual el Gobierno demuestra que está dispuesto a asumir el costo económico del default y desafía a los acreedores a asumir el riesgo de un prolongado litigio en NY o aceptar condiciones menos favorables y cerrar el pleito.

Si llegamos al 22 de mayo sin acuerdo y se paga la renta de los bonos, se evita el default pero la postura intransigente del Gobierno pierde credibilidad frente a los acreedores.

Un acuerdo *standstill* para posponer los pagos por un tiempo determinado podría ser un punto intermedio, que le dé tiempo a ambas partes sin obligarlas a "mostrar sus cartas."

Las declaraciones y acciones de ambas partes deben ser entendidas en términos estratégicos. Esto recién empieza.

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