

Trade idea: AO20 / AY24

Resumen y conclusiones

En el horizonte de los próximos 5 meses el cronograma de vencimientos de deuda previsto es un factor técnico que va a contribuir positivamente a sostener los precios de los bonos. Por ello vemos valor en ampliar exposición, durante este período, a bonos con vencimiento post Dic-2019 de forma tal de capturar el diferencial carry entre los instrumentos con vencimiento 2019 y los inmediatos siguientes.

La renovación total de Letes que tuvo lugar esta semana (USD 1,050 millones a 4,5% con vencimiento en Ago-19) pone de manifiesto que el mercado le sigue asignando un valor muy importante a la certidumbre que provee el cierre del programa financiero de 2019, y también que continúa castigando –a nuestro juicio, exageradamente– a los instrumentos con vencimiento más allá de Dic-19.

A los precios actuales, favorecemos adelantar el *roll over* de vencimientos ampliando posiciones en AO20, AA21 y AY24 vs Letes y AA19.

José M. Echagüe
Estratega

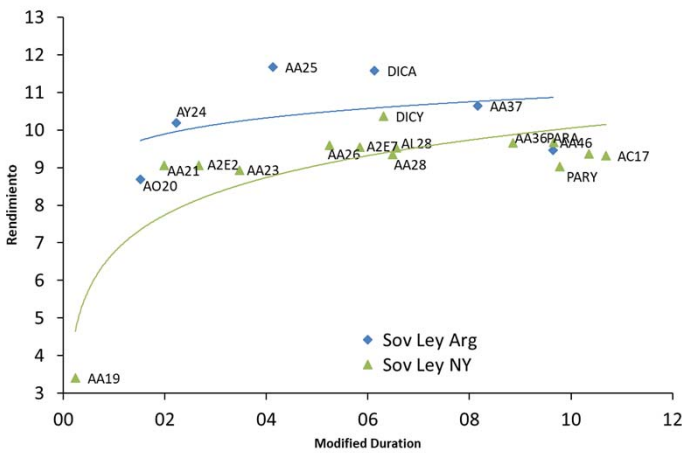
jechague@consultatioinvestments.com

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de Ocampo 3302
WO Barrio Parque Bureaux Módulo
IV – 3er Piso C1425DFE

La curva de rendimientos en USD cotiza hoy “partida” por el resultado de las elecciones presidenciales. El riesgo político medido por el spread entre los bonos que vencen antes y después del recambio presidencial alcanzó 849 puntos básicos a fin de año, disminuyó hasta 561 a hoy como resultado de la mejora generalizada que tuvieron los bonos argentinos, pero todavía permanece en niveles altos a nuestro criterio.

Curva de rendimientos cotiza “partida” por riesgo electoral



“Riesgo político” operando en baja



Resumen estadísticas

Bono	Min	Max	Prom	Último
AA21	5.86	12.18	8.74	8.90
AA19	3.10	10.05	4.99	3.29
Spread	130 pb	849 pb	375 pb	561 pb
Fecha	06-jun-18	28-dic-18		

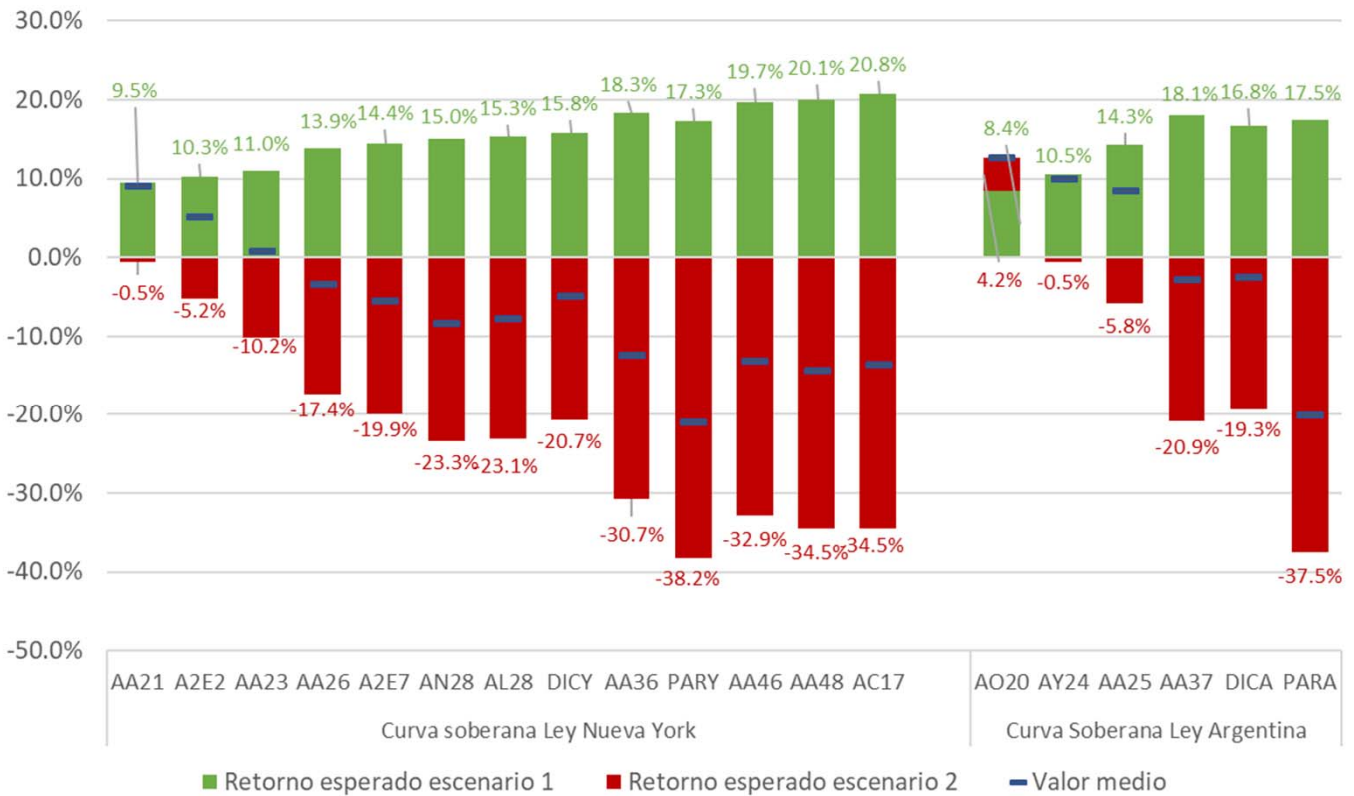
Fuente: Consultatio Investments

Creemos que este diferencial de rendimientos es todavía alto si se tiene en cuenta la mejora que experimentará la posición técnica de Argentina en los próximos 5 meses. Entre abril y junio próximo se concretarán vencimientos de deuda de mercado por bonos denominados en USD por un monto de USD 5,400 millones (AA19, USD 2,800m; AY24 USD 1,100m; y ArgDuo19 USD 1,500m) que en caso de renovarse aunque sea parcialmente, contribuirán a sostener los precios de la deuda. A este monto debe agregarse un estimado de USD 3,800 millones en concepto de intereses a pagar que también se concretarán en la primera mitad del año.

A partir de esta situación analizamos el atractivo y riesgos que tiene el extender duración en la curva de USD y hallamos que los bonos del tramo corto son los que todavía ofrecen más valor.

Evaluamos un ejercicio estilizado con dos escenarios de exit yields para Dic-19: uno positivo (Escenario 1) donde la prima de riesgo a fin de año converge a 600 puntos básicos (mejora marginal respecto de la situación actual) y una alternativa donde el resultado de las elecciones deriva en una prima de riesgo de 1200 puntos básicos (Escenario 2). En el gráfico siguiente se muestran los resultados por bono,

Retornos directo esperado en distintos escenarios electorales
Escenario 1: 600pb prima de riesgo Escenario 2: 1200pb



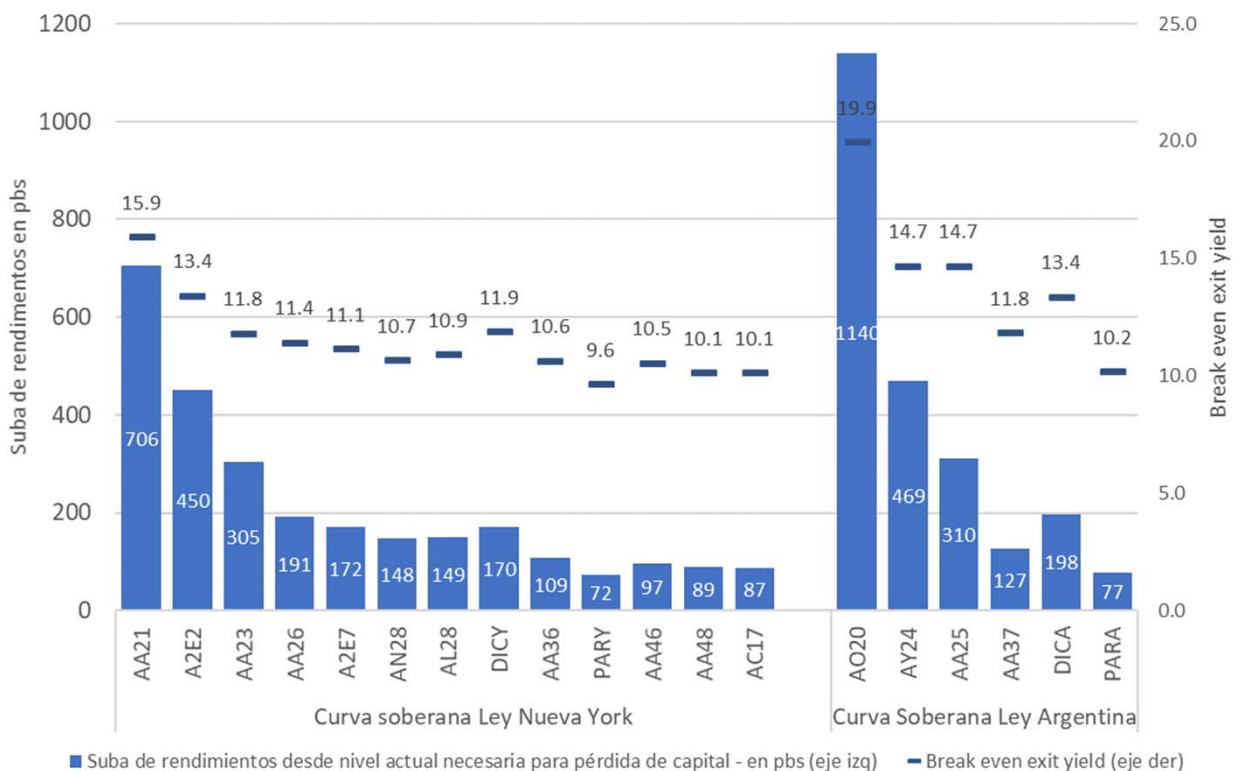
Fuente: Consultatio Investments

En función de este análisis, concluimos que el riesgo duración está mal remunerado en la curva argentina: el potencial de suba de los bonos medios y largos no alcanza para compensar las pérdidas que se materializan en un escenario malo.

En la misma línea, vemos que los bonos cortos (AO20, AA21 y AY24) ofrecen un carry muy superior al de Letes y/o AA19, con un potencial de baja en el escenario negativo que es acotado.

En el gráfico siguiente, mostramos cual debería ser la suba de rendimientos desde los niveles actuales que debería registrar cada bono para que, con un horizonte de dic-2019, se registren pérdidas de capital respecto de los niveles actuales. La ampliación de spreads necesaria en el tramo corto de la curva nos parece razonable para asumir este riesgo con un horizonte de 5 meses.

Análisis de riesgo: suba de tasas necesaria para pérdidas de capital



Fuente: Consultatio Investments

Curvas de rendimiento bonos soberanos en USD

Precio clean	Interés corrido	Precio dirty	Cupón	Mod Dur	Vida prom	Rendimiento	Spread en bps	Vencimiento
--------------	-----------------	--------------	-------	---------	-----------	-------------	---------------	-------------

Curva USD - Legislación Argentina

o/USTs

							2.55	
AO20	98.97	2.44	101.42	8.00	1.52	1.69	8.65	610 8-Oct-20
AY24	97.08	1.97	99.05	8.75	2.24	2.77	10.03	747 7-May-24
AA25	77.33	1.60	78.92	5.75	4.12	5.23	11.69	914 18-Apr-25
AA37	76.42	2.12	78.54	7.63	8.16	17.23	10.64	794 18-Apr-37
DICA	80.52	0.64	113.53	8.28	6.13	10.17	11.55	894 31-Dec-33
PARA	55.84	0.82	56.66	2.50	9.65	15.41	9.46	672 31-Dec-38

Curva USD - Legislación NY

o/USTs

AR 19	98.98	1.67	100.65	6.25	0.23	0.23	3.39	101 22-Apr-19
AR 21	94.08	1.83	95.92	6.88	1.98	2.23	8.92	636 22-Apr-21
AR 22	91.40	0.03	91.43	5.63	2.67	2.99	8.95	639 26-Jan-22
AR 23	86.11	0.22	86.33	4.63	3.47	3.95	8.79	624 11-Jan-23
AR 26	87.58	2.00	89.58	7.50	5.25	7.23	9.52	695 22-Apr-26
AR 27	85.68	0.04	85.72	6.88	5.84	7.99	9.46	686 26-Jan-27
DISCO NYL	87.65	0.64	123.53	8.28	6.33	10.17	10.19	757 31-Dec-33
AA28	79.71	0.28	79.99	5.88	6.51	8.95	9.20	658 11-Jan-28
AL 28	82.36	0.40	82.76	6.63	6.56	9.44	9.42	679 6-Jul-28
AR 36	79.04	0.44	79.47	7.13	8.89	17.44	9.57	684 6-Jul-36
AR 46	79.23	2.03	81.26	7.63	9.73	27.23	9.57	682 22-Apr-46
PAR NYL	58.99	0.82	59.81	2.50	9.82	15.41	8.91	616 31-Dec-38
AA48	75.85	0.32	76.18	6.88	10.43	28.95	9.25	649 11-Jan-48
AR 2117	76.47	0.59	77.06	7.13	10.75	98.42	9.25	647 28-Jun-17

BANCA PRIVADA

Alejandro Gorostiaga
agorostiaga@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2260

DEPARTAMENTO COMERCIAL

María José Adamoli
mjadamoli@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2229

INSTITUCIONALES

Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2296

PARTNERS COMERCIALES

Gisela Alonso
galonso@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2212

ESTRATEGIA

José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2247

APERTURA DE CUENTA

apertura@consultatioinvestments.com
+54 11 2206-2255

ENCONTRANOS EN: Avda. Ortiz de Ocampo 3302. WO Barrio Parque Bureaux Módulo IV. 3er Piso C1425DFE

Monitoreo de ideas de inversión

Fecha entrada	Trade	Entrada	Status	Fecha Salida	Precio actual	Rentas cobradas	Resultado Directo	Resultado Anualizado	Racional	Riesgos
Ideas de inversión abiertas										
25-ene-19	Compra AO20		Abierta		101.42	0.0	0.0%	0.0%	Diferencial de rendimientos vs Letes y AA19 - Mejora de posición técnica Argentina	Resultado electoral / Reversión contexto internacional
25-ene-19	Compra AY24		Abierta		99.1	0.0	0.0%	0.0%	Diferencial de rendimientos vs Letes y AA19 - Mejora de posición técnica Argentina	Resultado electoral / Reversión contexto internacional
4-ene-19	Compra A2M2	129.6	Abierta		139.73	0.0	7.8%	142.7%	Tasas reales en la curva de CER quedaron rezagadas respecto del resto de las curvas. Nivel actual de CER +14,07 es atractivo	Oferta de nuevos bonos por parte del gobierno
7-nov-18	Compra PBA 2025	95.1	Abierta		96.5	13.6	15.8%	74.0%	Rezago de la curva de provinciales en la normalización del mercado de pesos	Shock externo, depreciación del ARS/USD
13-nov-18	Vender Lecap cortas vs Lete + short futuro TC a ene-19	40.9	Abierta		37.73	0.0	7.8%	39.3%	Rendimiento de Lete (4%) + Futuro FX (54%) excede ampliamente rendimiento de Lecap corta (51.15%)	Volatilidad cambiaria / baja de tasas mas rápida en curva de Lecaps
31-oct-18	Inv Case Renta Nacional Clase B	4213	Abierta		4879	0.0	15.8%	67.8%	Recomposición de tasa real & normalización de mercado de pesos	Apreciación global del USD que presione a monedas emergentes
Ideas de inversión cerradas										
16-nov-18	Compra Lecap Abril-19	104.8	Cerrado	4-ene-19	113.7	0.0	8.6%	63.9%	Recomposición de tasa real & normalización de mercado de pesos	Apreciación global del USD que presione a monedas emergentes
27-ago-18	Futuro Rofex Octubre	32.8	Cerrado	31-oct-18	36.72	0.0	12.0%	67.1%	Intervención por parte de BCRA dejó desarbitrados los costos de cobertura	Baja TCN

BANCA PRIVADA
Alejandro Gorostiaga
agorostiaga@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2260

DEPARTAMENTO COMERCIAL
María José Adamoli
mjadamoli@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2229

INSTITUCIONALES
Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2296

PARTNERS COMERCIALES
Gisela Alonso
galonso@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2212

ESTRATEGIA
José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2247

APERTURA DE CUENTA
apertura@consultatioinvestments.com
+54 11 2206-2255

ENCONTRANOS EN: Avda. Ortiz de Ocampo 3302. WO Barrio Parque Bureaux Módulo IV. 3er Piso C1425DFE

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. ("Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° 351 y Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n°47 , en ambos casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotapartes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.