

¿Qué nos está diciendo el mercado de bonos?

Resumen y conclusiones

- En una semana con datos mixtos en el plano internacional, los bonos argentinos siguieron sufriendo. Lo que ocurrió esta semana no es más que una extensión de lo que viene pasando hace ya un tiempo: Argentina va a contramano del mundo.
- Otro rasgo importante de la acción de precios de los últimos días es que empezamos a notar que el mercado le estaría asignando una probabilidad creciente a lo que denominamos un “canje a la uruguaya”. Según nuestra visión hay tres rasgos que definen la percepción de un canje de este estilo: (i) el nivel de la curva; (ii) la curva invertida; (iii) el premio por legislación.
- Los niveles actuales del AO20 y el AY24 implican que, si hoy tuviera lugar un “canje a la uruguaya”, entonces los rendimientos deberían comprimir entre 400 y 280 pbs, respectivamente, para que los inversores no obtengan ni ganancias ni pérdidas.
- Aún así, pensamos que el mercado podría estar adelantándose a esta posibilidad ya que las condiciones no están dadas para que ello ocurra antes de que asuma el nuevo gobierno.

José M. Echagüe
Estratega

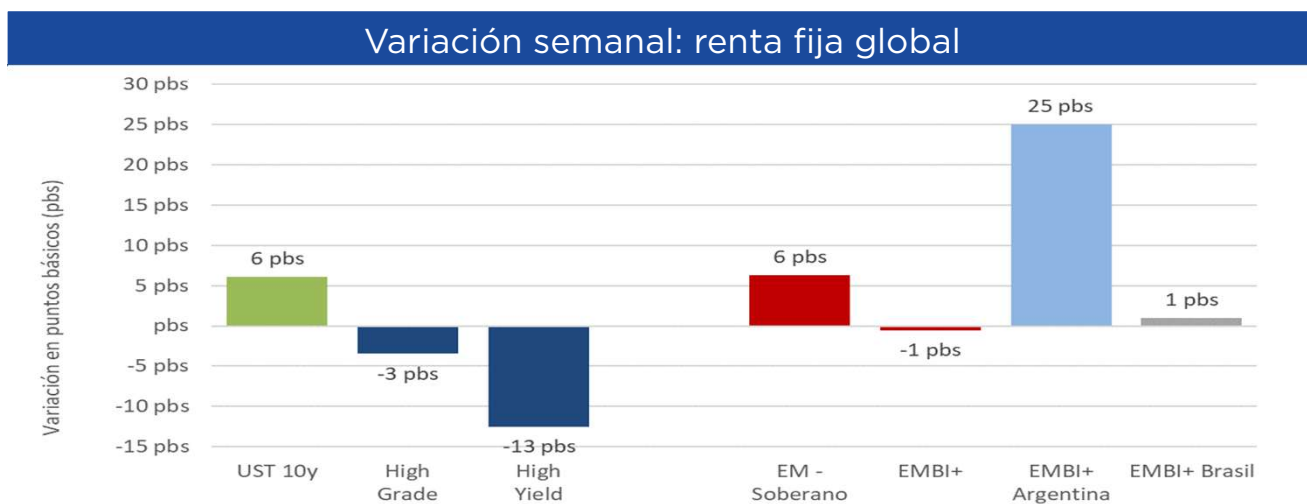
Francisco Mattig
Analista

+54 11 2206 2206

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

¿Qué nos está diciendo el mercado de bonos?

En una semana con datos mixtos en el plano internacional, los bonos argentinos siguieron sufriendo. Las minutas de la Fed no trajeron muchas sorpresas ya que confirmaron su visión paciente (no ven ningún cambio en la tasa para este año); ayer se conocieron datos de pedidos de subsidios por desempleo en EE.UU., que fueron mejor que lo que esperaba el consenso, lo que se leyó como un signo de fortaleza de la economía, al igual que los buenos resultados reportados por JP Morgan en el día de hoy, que llevaron al S&P a testear máximos desde octubre del año pasado. Por otro lado, las nuevas amenazas comerciales de Trump a la UE, la irresolución de la disputa con China, datos de inflación menores a lo esperado y las advertencias del FMI sobre el crecimiento global, hicieron de contrapeso. En este contexto, la tasa a 10 años del Tesoro americano subió solo 6 pbs, mientras que el EMBIG se mantuvo estable. La deuda argentina, sin embargo, siguió sufriendo. Más allá de cierta recuperación durante el miércoles y el jueves, sobre todo en la curva ley local (y con algo de ayuda de la ANSES, según trascendió), la realidad es que el martes el EMBI Argentina tocó máximos del año en 816 pts, nivel similar al que tenía el 31 de diciembre del año pasado.



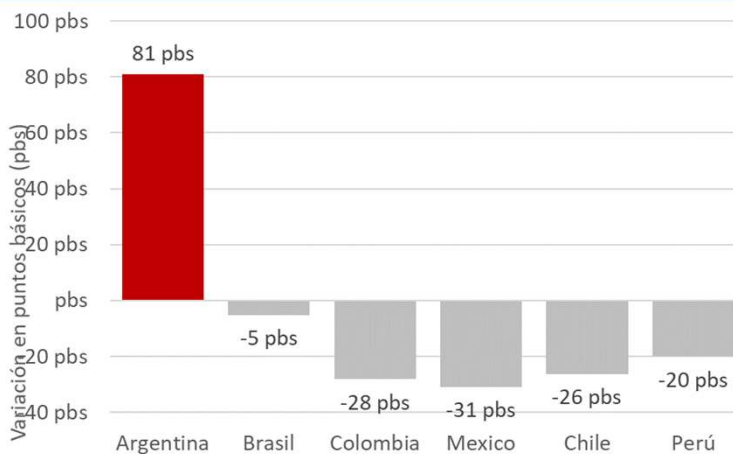
Fuente: Consultatio Investments y Bloomberg

Lo que ocurrió esta semana no es más que una extensión de lo que viene pasando hace ya un tiempo: Argentina va a contramano del mundo. Si miramos las cotizaciones de la deuda emergente, podemos inferir que, desde mediados de febrero, la caída de la deuda local no obedece a un shock externo, sino que se trata de un factor 100% idiosincrático. El contexto internacional más benigno, a partir de que la Fed confirmara su giro de 180° en su visión de la política monetaria, llevó a los CDS de 10 años de los países de la región a comprimir bastante en los últimos 30 días, reflejando una menor aversión al riesgo global que beneficia a la deuda emergente. Esa compresión, sin embargo, no se observó en los CDS de la deuda argentina, sino que, por el contrario, éstos se mostraron al alza.

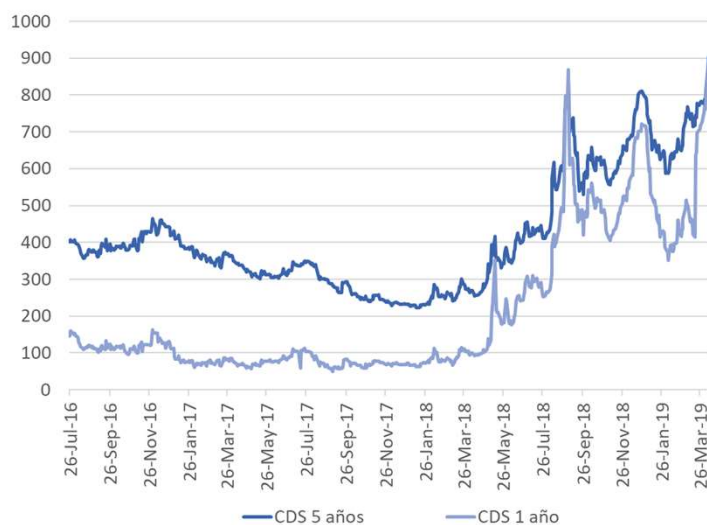
¿Qué nos está diciendo el mercado de bonos?

La dinámica de los CDS no solo indica que Argentina fue a contramano del mundo, sino que la deuda local cayó a su menor nivel en mucho tiempo. Las probabilidades implícitas de default en los CDS a 5 años llegaron a rozar el 50% en la semana, mientras que las de 10 años rondaron la zona del 80%, en máximos de la era Macri y niveles muy similares o incluso marginalmente superiores a los vistos durante julio del año pasado, en medio de la crisis cambiaria.

No sos vos, soy yo: CDS 10y var. últ. 30 d



CDS Argentinos en máximos

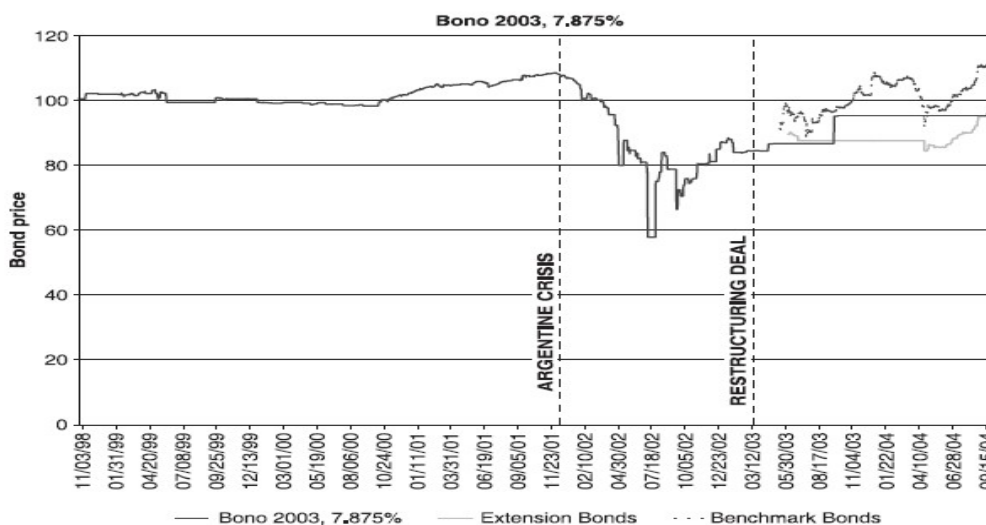


Fuente: Consultatio Investments y Bloomberg

Otro rasgo importante de la acción de precios de los últimos días es que empezamos a notar que el mercado le estaría asignando una probabilidad creciente a lo que denominamos un “canje a la uruguaya”. ¿Qué es lo que queremos decir con esto? Según nuestra visión, el mercado habría comenzado a pensar como una posibilidad un canje de deuda parecido al que Uruguay hizo en mayo de 2003. Si bien Argentina tiene una vasta experiencia en términos de defaults y canjes, la realidad es que nunca se llevó a cabo nada demasiado parecido al canje uruguayo. Lo que ensayó Uruguay en el 2003 fue una experiencia que consistió en ofrecer nuevos instrumentos con una quita en términos de valor presente (respecto de los instrumentos que se canjeaban), que se logró vía una extensión de los plazos de los mismos (en general, de 5 años) y tasas de interés similares. El objetivo del canje uruguayo no fue la reducción del stock de deuda como tal, sino alcanzar una mejora en el perfil de los servicios de deuda de la manera más amigable con el inversor posible. De hecho, el canje uruguayo no incluyó un default y fue voluntario, además de realizarse con el apoyo explícito del FMI. Respecto al tratamiento de los holdouts, las autoridades uruguayas indicaron que, aunque continuarían cumpliendo con todos los servicios de deuda en la medida de lo posible, los nuevos instrumentos tenían preferencia respecto de los viejos.

¿Qué nos está diciendo el mercado de bonos?

Hay un punto que es importante remarcar de la experiencia uruguaya: la mejora en el perfil crediticio derivada del canje se tradujo en una menor prima de riesgo que compensó rápidamente la pérdida por la quita implícita en los nuevos instrumentos. Por un lado la quita, en términos de valor presente, fue sustancialmente inferior a la de otros canjes importantes en la historia (de entre 5% y 20%, dependiendo del instrumento y la forma de cálculo). Pero además, como dijimos, las pérdidas que sufrieron los inversores por dicha quita fueron muy cortas ya que los valores de los nuevos instrumentos retornaron a los niveles previos al canje muy rápidamente.



Fuente: Sturzenegger y Zettelmeyer (2006)

¿Por qué creemos que la deuda argentina está descontando un “canje a la uruguaya”? Según nuestra visión hay tres rasgos que definen la percepción de un canje de este estilo: (i) el nivel de la curva; (ii) la curva invertida; (iii) el premio por legislación. Por un lado, el nivel de la curva está en récords. Como remarcamos al inicio del informe, el CDS a 5 años llegó a cotizar a niveles máximos en la era Macri, mientras que el de 1 año estuvo muy cerca. Si bien el CDS a 10 años no llegó a superar niveles similares a los que llegó en la crisis del año pasado y, en la misma línea, el EMBI tampoco alcanzó esos niveles, podríamos concluir que, en términos generales, el nivel de la curva está en máximos. Por otro lado, la curva se invirtió fuertemente respecto de la del 31 de enero del 2019. Por ejemplo, un tenedor de PARA prácticamente no sintió los movimientos del mercado desde aquel entonces, siendo que el rendimiento se amplió muy poco, mientras que en la parte corta la ampliación de rendimientos fue mucho mayor: el AO20 pasó de rendir 8% a 15% en poco más de dos meses. ¿Qué quiere decir esto? Que los bonos más cortos están considerados como más riesgosos que los de largo plazo. Finalmente, también observamos un premio muy grande por legislación local vs. ley Nueva York, que alcanza 200 pbs en el tramo más corto.

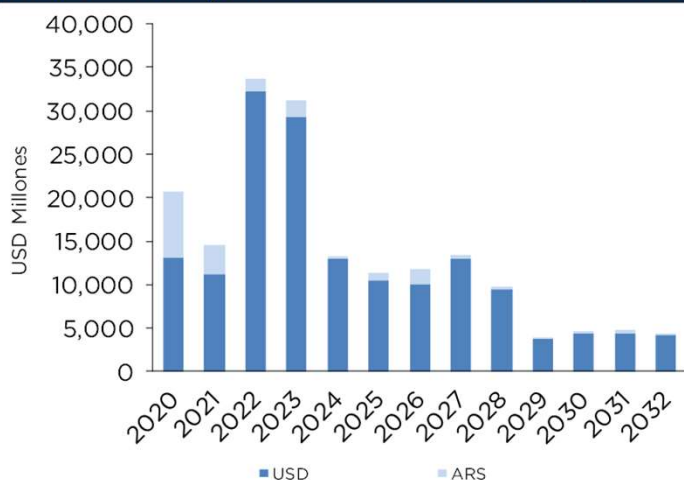
¿Qué nos está diciendo el mercado de bonos?

Estos tres rasgos definen lo que, para nosotros, es la creciente incorporación de la posibilidad de un “canje a la uruguaya”. Es decir, la percepción de que el Gobierno haga una oferta de canje voluntario (no un default) en donde se ofrezcan instrumentos más largos con similar tasa de interés.

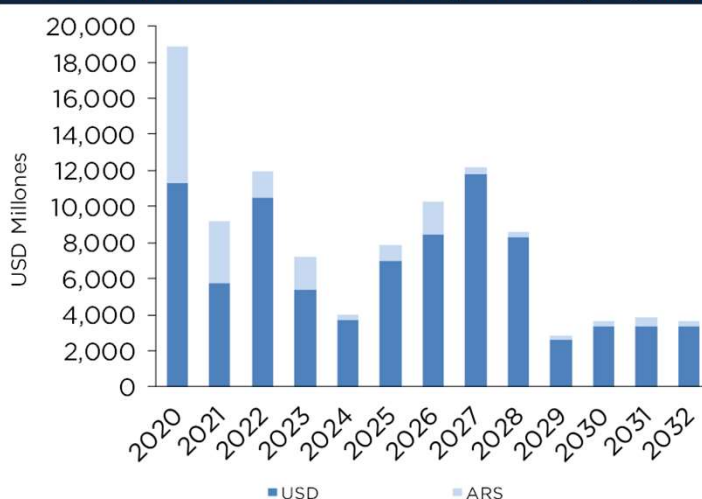
Desde el punto de vista del programa financiero del Gobierno, además, tampoco es muy descabellado pensar en la necesidad de aliviar el perfil de vencimientos. En 2020 el Gobierno enfrentará vencimientos por alrededor de USD 15.000 M (excluyendo letras), mientras que en el 2021 por un nivel similar. Pero en 2022 los vencimientos se acrecientan significativamente por los desembolsos comprometidos con el FMI.

Perfil de vencimientos del Tesoro

Vencimientos de capital - deuda con S. Privado e IFIS (excl. Letes)



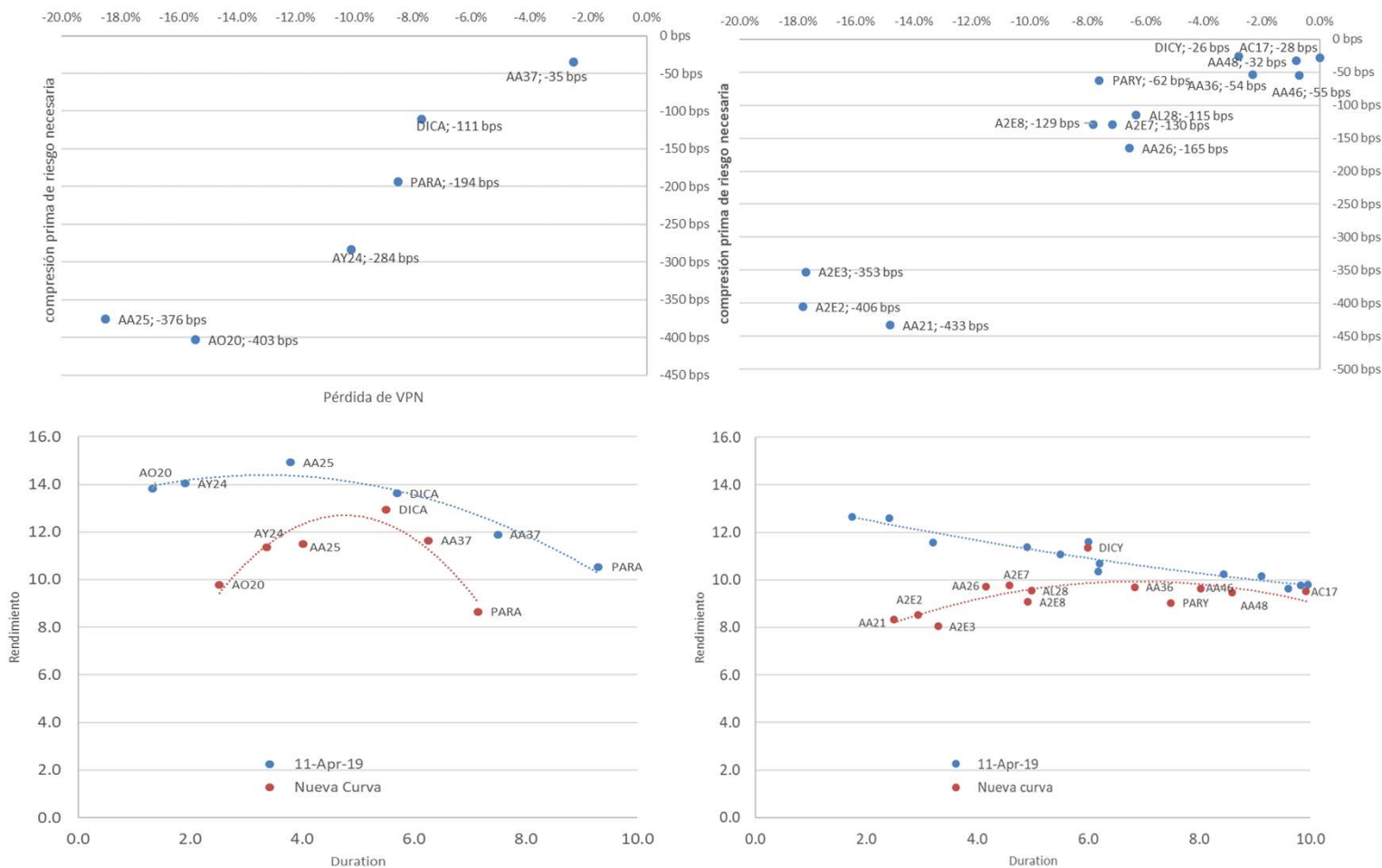
Vtos de capital - deuda con S. Privado (excl. Letes y Org. Int.)



Fuente: Consultatio Investments en base a Hacienda

Nuestra visión nos lleva a realizar un ejercicio en busca de develar cuán descontado está el canje en los precios. Para responder este interrogante lo que hicimos fue suponer un “canje a la uruguaya” que implicaría una extensión de plazo de 4 años en todos los bonos argentinos y estimar cuál sería la quita para cada uno de ellos y cuál sería la compresión de rendimientos requerida luego del canje para que el resultado fuese neutral para el inversor. Una aclaración importante que debemos hacer es que la quita la calculamos como la diferencia en el valor presente de los nuevos y los antiguos bonos, ambos calculados con el rendimiento actual de los instrumentos. Los resultados se resumen en los gráficos que presentamos en la página siguiente.

¿Qué nos está diciendo el mercado de bonos?



Nota: ejercicio realizado con precios al cierre del jueves 11 de abril

Las principales conclusiones son las siguientes:

(i) Lógicamente, la parte corta de ambas curvas requiere una compresión mayor de rendimiento que la parte larga para compensar la quita del canje, puesto que ésta es mayor para los instrumentos con menor duration.

(ii) Los niveles actuales del AO20 y el AY24 implican que, si hoy tuviera lugar un “canje a la uruguaya” como el que supusimos nosotros, entonces los rendimientos deberían comprimir entre 400 y 280 pbs, respectivamente, para que los inversores no obtengan ni ganancias ni pérdidas. Esto es equivalente a que el AO20 rinda en torno a 10% y el AY24 cerca de 11,5% luego del hipotético canje.

¿Qué nos está diciendo el mercado de bonos?

(iii) **En la parte corta de la curva ley local, la compresión de rendimiento post-canje requerida para estar neutral en términos de retorno es menor que la que se requiere en la parte corta de la curva ley Nueva York.** Por ejemplo, frente a los 400 y 280 pbs requeridos de compresión en el AO20 y el AY24, el AA21 requeriría una compresión de rendimientos de 430 pbs.

(iv) **En la parte larga de la curva ley local, la compresión de rendimiento requerida para quedar neutral es mayor.** Como podemos ver, el DICA requiere una compresión de 110 pbs vs. el DICY de solo 25 pbs, mientras que el PARY de 60 pbs vs. el PARA de 195 pbs.

En relación con el segundo punto, nos gustaría agregar alguna reflexión adicional. Dado el significativo premio por legislación en la parte corta de la curva, parecería que el mercado está pensando en un escenario de canje diferenciado, el cual no tiene justificación desde nuestra perspectiva. Nuestro principal argumento es que los vencimientos en los próximos cuatro años están más o menos distribuidos por legislación: USD 16.000 y 12.200 M en ley local y extranjera, respectivamente.

Para cerrar, queremos hacer una consideración sobre el *timing* del potencial canje. El “canje a la uruguayana” tal como lo planteamos en este informe tiene sentido para el Gobierno, para el FMI y para el mercado. Desde un punto de vista de gestión financiera del Gobierno tiene sentido porque, como vimos, mejoraría el perfil de vencimientos de la deuda y, de esa manera, contribuiría a asegurar su sustentabilidad; desde el punto de vista del FMI el canje también tiene sentido, por lo que creemos que lo apoyaría e incluso podría apalancar su decisión de estirar los plazos de devolución del stand-by a partir de un determinado nivel de adhesión al canje, lo cual sería clave para reducir los vencimientos a partir de 2022. Por último, para el mercado también, ya que contribuiría a bajar la prima de riesgo. **Aun así, pensamos que el mercado podría estar adelantándose a esta posibilidad ya que las condiciones no están dadas para que ello ocurra antes de que asuma el nuevo gobierno.**

BANCA PRIVADA

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

ATENCIÓN MINORISTA

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

Disclaimer

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "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 descritos, 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 Investment S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° [351], Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n° [18] y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° [47], todos ellos de la CNV. Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. es un Agente de Administración de Productos de Inversión Colectiva registrado bajo la matrícula n° 13 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.