Mucho ruido y pocas nueces

CONSULTATIO WEEKLY REPORT

Viernes
24

Resumen y conclusiones

- Fue una semana muy cargada en términos de novedades para la deuda pública. Lo más destacable de esta semana es la profundización de un fenómeno que venimos resaltando hace casi un mes: el diferencial de claridad en la estrategia del Gobierno para con la deuda en dólares vs. la de pesos. En el primer caso, a pesar de todas las novedades que hubo en la semana, sigue habiendo muchas más incógnitas que certezas: mucho ruido y pocas nueces.
- Las dudas en torno al nivel de quita, el trato para la ley local, la manera de activar las CACs y la suerte de los bonos del canje 2005 siguen vigentes. El proyecto de ley enviado al Congreso no es mas que un paraguas legal para los encargados de renegociar la deuda.
- A estos niveles, seguimos prefiriendo bonos de la parte media/corta de la curva ley internacional, así como también el DICY. De todos modos, el potencial de suba de los bonos en dólares no amerita tener una exposición muy significativa de esta clase de activos en los portafolios (ver publicación separada de "Carteras Recomendadas").
- A diferencia de lo que ocurrió con la deuda en dólares, los eventos de esta semana confirmaron la estrategia del Gobierno para con la deuda en moneda local: Guzmán dijo que "no ven problemas" para seguir pagando porque está habiendo renovaciones. Por esto, a pesar del rally de los bonos en pesos, seguimos viendo valor en esta clase de activos.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Analista

Federico Bruno
Analista

Erik Schachter
Analista

+54 11 2206 2206

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

Mucho ruido y pocas nueces

Fue una semana muy cargada en términos de novedades para la deuda pública. Entre los principales hitos, se destacan: (i) el canje de Lecaps; (ii) las declaraciones de Stiglitz; (iii) la conferencia del ministro Guzmán; (iv) el proyecto de Ley sobre la renegociación de la deuda; (v) anuncios sobre emisión de nuevos bonos en pesos; (vi) la extensión de la fecha límite de solicitud de PBA a acreedores. Si bien el flujo de noticias fue muy caudaloso, las conclusiones que se pueden sacar del mismo son todavía muy pocas y dependen mucho más de nuestra interpretación que de definiciones explícitas del Gobierno. Lo que pasó esta semana fue mucho ruido y pocas nueces.

Lo más destacable de esta semana es la profundización de un fenómeno que venimos resaltando hace casi un mes: el diferencial de claridad en la estrategia del Gobierno para con la deuda en dólares vs. la de pesos. En el primer caso, a pesar de todas las novedades que hubo en la semana, percibimos que sigue habiendo muchas más incógnitas que certezas: mucho ruido y pocas nueces. En el segundo caso, también hubo novedades, aunque éstas confirmaron explícitamente nuestro escenario base: el Gobierno no tiene pensado restructurar la deuda en pesos. En este caso, hay una proporción mucho más equilibrada entre el ruido y las nueces. En las próximas secciones, tratamos separadamente cada uno de estos temas.

El mercado sigue pagando el diferencial de claridad del Gobierno en cada caso: los bonos en pesos continuaron su rally, mientras que la deuda en dólares cayó. Dentro de los bonos en pesos, se destacaron el TC20 y el TC21, que subieron 10% en pesos en la semana, seguidos por el DICP (+7%) y el TJ20 (+7%).

Tal como venimos diciendo en los reportes semanales anteriores, el tipo de cambio libre (contado con liqui) se despertó: al cierre del jueves acumulaba una suba de 3% en la semana, hasta $83,5. La menor demanda de dinero típica del mes de febrero le está comenzando a poner presión al tipo de cambio, en un contexto en el cual la estrategia del Gobierno para con la deuda en pesos parece ser no restructurarla. Por esto mismo, los retornos en dólares de los bonos en pesos fueron algo menores que los indicados.

Respecto de los bonos en dólares, al cierre del jueves, mostraban caídas importantes de 5,5% en promedio. Los bonos ley internacional cayeron 5% más que la ley local. Los bonos cortos ley internacional (AA21, A2E2 y A2E3) se mostraron un poco más resilientes, con caídas de 3,5% en promedio.

Mucho ruido y pocas nueces

Deuda en USD: mucho ruido y pocas nueces

El reloj sigue corriendo y nada de lo mucho que ocurrió esta semana sirvió para clarificar significativamente las dudas que teníamos respecto del canje de deuda en dólares. La fecha límite planteada por el propio Gobierno (fines de marzo) parecería ser cada vez más desafiante y eso podría estar poniendo nerviosos a los inversores.

El proyecto de ley enviado al Congreso no es más que un mero paraguas legal para los encargados de renegociar el canje de deuda: autoriza al Ejecutivo a realizar el canje, prorroga la jurisdicción a favor de tribunales extranjeros (los bonos del canje se emitirán con ley internacional), enmarca la negociación en la Ley de Administración Financiera y establece las comisiones que se abonarán a los asesores. Sin embargo, el proyecto no tiene especificaciones sobre la propuesta que se tiene pensado hacer a los acreedores. Por lo tanto, todavía hay muchas preguntas por responder. A continuación, intentamos responder las cuatro preguntas más importantes en base a nuestra interpretación de los hechos.

1) ¿En qué nivel de quita se está pensando? ¿cómo se llega a esa quita?

Si bien ni el proyecto de ley ni la conferencia de Guzmán hicieron referencia a las condiciones de la propuesta, la novedad de la semana al respecto pasó por las palabras de Stiglitz en Davos, quien dijo que "no puedo concebir ningún modelo razonable que no diga que tiene que haber recortes significativos; sería una fantasía pensar lo contrario". Si bien sospechamos que las palabras del mentor de Guzmán podrían tratarse de una "ayuda" a su discípulo para no llegar a una propuesta con bonos valiendo en niveles circa USD 50, la realidad es que la probabilidad de una quita más agresiva subió en el margen.

Hubo versiones sobre una propuesta de quita de 50% sobre los cupones y extensión de 5 años, la cual castigaría de sobre manera a los bonos más largos (ver tabla en próxima página) y, por lo tanto, resulta difícil pensar en que se conseguirá el consentimiento. Una manera de solucionar eso sería ofrecer otra opción para los bonos más largos que no incluya quita de cupón sino de capital y una extensión mayor de plazos de manera tal de hacer homogénea la oferta a estos precios. En cualquier caso, **el potencial de suba de los bonos en dólares (+20% en dólares, aproximadamente) no amerita una exposición demasiado significativa en esta clase de activos, teniendo en cuenta el potencial de las acciones, los bonos en pesos y el carry en bonos provinciales y corporativos.**

Mucho ruido y pocas nueces

Dos escenarios de restructuración a opción de tenedores:
Quita de cupón vs. quita de capital y mayor extensión

Bono	Px Hoy	@ 50% Cupón + Ext. 5 años		@ 15% Capital + Ext. 10 años		Mejor Retorno
		Precio	Retorno	Precio	Retorno	
AA21	0.54	0.67	25%	0.63	17%	25%
A2E2	0.51	0.62	22%	0.55	8%	22%
A2E3	0.46	0.56	21%	0.47	3%	21%
AA26	0.49	0.53	7%	0.63	28%	28%
A2E7	0.49	0.50	1%	0.59	20%	20%
A2E8	0.44	0.44	0%	0.50	14%	14%
AL28	0.45	0.46	1%	0.56	24%	24%
AL36	0.45	0.36	-19%	0.57	27%	27%
AA46	0.47	0.32	-32%	0.59	26%	26%
AE48	0.44	0.29	-35%	0.50	13%	13%

Nota: se asume "exit yield" de 10% y capitalización de cupones durante 4 años.

2) ¿Habrá un tratamiento diferencial por legislación?

Durante la conferencia de prensa, Guzmán confirmó las palabras de Kicillof la semana previa: el plan de Nación es negociar pagando intereses, pero no capital. Esto nos puede dar una idea de que la posibilidad del "canje en dos etapas" sigue vigente ya que la ley internacional prácticamente no tiene vencimientos de capital y la ley local tiene vencimientos importantes. Además, el proyecto de ley enviado al Congreso habla de deuda externa. De esta manera, los vencimientos de capital del AY24 (7-may) y AO20 (8-oct) tienen altas chances de no pagarse este año.

A estos precios de mercado, entendemos que no vale la pena asumir riesgo legislación y seguimos prefiriendo la ley internacional.

3) ¿Cómo se encararán las cláusulas de acción colectiva?

No hubo novedades con relación a esto. Para aquellos que no están al tanto, las opciones son: (i) intentar modificar las condiciones para cada bono en particular (se requiere consentimiento de 75% de acreedores de cada serie o el 66,66% del total más el 50% de cada serie); (ii) ofrecer un menú con condiciones uniformes a distintos grupos de bonos (se requiere consentimiento del 75% del total, independientemente de lo que ocurra en cada serie).

Mucho ruido y pocas nueces

Como podemos ver en la tabla de abajo, los retornos potenciales de cada bono varían muchísimo dependiendo de qué camino se elija. Asumiendo una restructuración de 30% de quita de cupón, sin quita de capital y extensión de 5 años (con capitalización de cupones por 4 años), la primera opción castiga más a los bonos más largos; mientras que apostar por la segunda opción en tres grupos de bonos "largos", "medios" y "cortos", los retornos en cada parte de la curva son más homogéneos (ver condiciones en la tabla).

La ventaja de la segunda opción, que llamamos "Single Limb", es que se puede evitar que un grupo de acreedores de una serie en particular bloquee el proceso de restructuración total. Esto nos lleva a pensar que la segunda opción es la que tiene mayor probabilidad. **De todos modos, si se asume que hay al menos una mínima probabilidad de que se haga serie por serie, entonces la parte corta/media sigue siendo la más atractiva a estos niveles.**

Escenarios de restructuración según CACs

Bono	Serie por Serie	Single Limb			Prom*. Ponderado
		Bono 1	Bono 2	Bono 3	
AA21	36%	16%	n/a	n/a	30%
A2E2	33%	24%	n/a	n/a	30%
A2E3	31%	37%	n/a	n/a	33%
AA26	27%	n/a	14%	n/a	23%
A2E7	20%	n/a	15%	n/a	18%
A2E8	18%	n/a	27%	n/a	21%
AL28	22%	n/a	25%	n/a	23%
AL36	7%	n/a	n/a	22%	12%
AA46	-3%	n/a	n/a	17%	3%
AE48	-7%	n/a	n/a	24%	2%

* Promedio de retorno ponderado por probabilidad subjetiva, asumiendo 70% de probabilidad de "Single Limb".

"Serie por serie": 30% de quita de cupón, periodo de gracia de 4 años con capitalización de intereses, extensión de 5 años y sin quita de capital.

"Single Limb" – Bono 1: Plazo 10 años, cupón 3% con período de gracia de 4 años (capitalizando intereses) y "exit yield" de 8%.

"Single Limb" – Bono 2: Plazo 15 años, cupón 3,5% con período de gracia de 4 años (capitalizando intereses) y "exit yield" de 8,5%.

"Single Limb" – Bono 3: Plazo 20 años, cupón 4,0% con período de gracia de 4 años (capitalizando intereses) y "exit yield" de 9%.

Mucho ruido y pocas nueces

4) ¿Qué pasará con los bonos del canje 2005?

También es una gran incógnita la situación de los bonos emitidos en el canje de 2005 (PARY y DICY). Estos títulos tienen cláusulas de acción colectiva mucho más exigentes que la de los Globales. Por ejemplo, la opción de "Single Limb" que destacábamos anteriormente, no está disponible. Además, si se quiere restructurar con condiciones distintas para cada bono, se requiere un 85% del total (en vez del 66,6%) y un 66,6% de cada serie (en vez del 50%). Esto, sumado a versiones de que determinados fondos se estarían agrupando en estos bonos para intentar bloquear una restructuración, llevan a pensar a que podrían no ser canjeados nuevamente. Si ese llegara a ser el caso, por ejemplo, el potencial de suba del DICY es muy grande: con una "exit yield" de 9%, el precio sería USD 95 (+65% desde los niveles actuales).

Por esto mismo, pensamos que el DICY es una opción atractiva dentro de los bonos soberanos en dólares.

Finalmente, lo que ocurrió esta semana con PBA denota algunos errores operativos cuya extrapolación a la negociación de Nación podría generar algunos miedos. La Provincia no consiguió el miércoles reunir el consentimiento del 75% de los tenedores de BP21 y anunció que extiende la fecha límite hasta el 31 de enero a las 13:00 (la propuesta sigue siendo la misma). Si bien la provincia emitió un comunicado en el que informa que tuvo apoyo de un "número significativo" de acreedores, lo cierto es que el tiempo que tuvieron éstos últimos para analizar la propuesta fue muy poco. Se trata de un error no forzado, dado que esta situación se podía prever incluso antes de que asuma Kicillof. En conferencia de prensa, Guzmán volvió a decir que asistir a Buenos Aires violaría los principios de la sustentabilidad de la deuda, en tanto que aclaró que los bonos de Nación no tienen cláusula de "cross-default" con los de Provincia. El 26 de enero vence el pago de capital del BP21 y, a partir de ahí, cuenta con 10 días (hasta el 5 de febrero) antes de entrar técnicamente en default. Si Buenos Aires no consigue el consentimiento, se enfrentará a una situación compleja: si finalmente paga (nuestro escenario base), le resultará muy difícil volver a pedir un consentimiento nuevamente porque la amenaza de default no resultará creíble (tiene vencimientos de capital en mayo por USD 70 M); si no paga y entra en default, la situación generará muchísimo ruido y podría complicar la negociación de Nación.

Mucho ruido y pocas nueces

Deuda en pesos: ruido y nueces, en dosis similares

A diferencia de lo que ocurrió con la deuda en dólares, los eventos de esta semana confirmaron la estrategia del Gobierno para con la deuda en moneda local: se buscará evitar la restructuración vía nuevas emisiones para refinanciar vencimientos y, lo que haga falta, se emitirá. Guzmán en conferencia dijo que "no ven problemas" para seguir pagando porque está habiendo renovaciones.

El canje de las Lecaps tuvo un éxito discutible, pero lo cierto es que, en un día que fue feriado en EE.UU., se logró "patear" un 40% de los vencimientos con el sector privado. Además, el Gobierno anunció una nueva emisión para renovar el vencimiento del AF20 el 13-feb: la importancia de este vencimiento radica en que es el primer vencimiento de capital de un bono en pesos este año y su suerte marcará fuertemente el destino del A2M2, TC20 y TJ20 (marzo, abril y junio, respectivamente).

Otra cuestión importante para destacar es que el proyecto de ley no modifica el artículo 65, que estipula que la renegociación de la deuda pública debe mejorar al menos dos de los siguientes términos: monto, plazos y cupones. Dado que los bonos en pesos ya tienen cupones bajos (A2M2 2,0%; TC20 2,25%; TC21 2,0%) y que la quita de capital se hace vía depreciación del tipo de cambio, si el Gobierno quisiera restructurar los bonos en pesos debería haber propuesto un cambio en el artículo 65. Esto nos refuerza la idea de que el plan del Gobierno es pagar la deuda en pesos.

En este sentido, a pesar del rally de esta semana, seguimos viendo valor en los bonos en pesos. Nuestra apuesta preferida es el AF20, que vence en poco más de dos semanas y ofrece un rendimiento de casi 20% directo en pesos.

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

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

ATENCIÓN MINORISTA
Juan Pablo Petre
jpetre@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2261

Agustina Battaglini
abattaglini@consultatioinvestments.com
+54 11 2206 2281

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

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

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

Nota de responsabilidad

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 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 Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula Nº 18 Disposición Nº 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula Nº 351 Resolución Nº 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula Nº 47 Disposición Nº 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

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 d e 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 deasumir, 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.