

# Trade idea: aplanando la curva ... ¿por qué seguimos viendo valor en bonos largos?

**La semana pasada, el Gobierno y los acreedores siguieron acercando posiciones.** La segunda oferta del Gobierno pasó de USD 32 a 39, mientras que la última contraoferta conjunta del Comité Ad Hoc y Exchange bajó de USD 52 a 51 (todas al 12% promedio ponderado). Así el gap bajó de USD 22 el 15-may (USD 35 al 21-abr, si tomamos la primera propuesta divulgada por "error") hasta USD 14. Ver gráficos 1 a 4 de página 2.

**Si bien todavía hay una diferencia, la dinámica de la negociación es buena y somos optimistas.** La velocidad del "ida y vuelta" de propuestas entre el Gobierno y los acreedores alejan el riesgo que denominamos "standstill en mil etapas" (que el intercambio dure varios meses y que el deterioro de la macro aleje cada vez más a las partes). De hecho, según [esta](#) nota de Clarín de hoy, el Gobierno estaría preparando una tercera oferta (¿la tercera es la vencida?). El Gobierno puede ceder en aceptar mantener *Indenture* 2005 de bonos Exchange, bajar período de gracia a 6 meses, aceptar el cupón contingente y un tratamiento igual o peor para ley AR. Acreedores pueden aceptar pago de intereses devengados en un bono (como propuso el Gob).

**A pesar del fuerte rally de los bonos en USD en mayo (+35%), todavía vemos valor en los bonos ley NY.** Las paridades actuales están marginalmente debajo de la segunda oferta del Gobierno, pero todavía pueden subir 35% si se da la última contraoferta conjunta (@12% de *exit yield*). Dada la compleja situación macro que describimos en nuestro último semanal ([¿Hay riesgo de hiper?](#)), el tiempo corre en favor de los acreedores y un canje exitoso seguramente esté más cerca de los USD 50 de los acreedores que de los USD 40 del Gobierno (al 12%). Ver gráfico 5 en pág 2.

**A esta altura, la decisión es mucho más política que de sostenibilidad.** De todos modos, la contraoferta conjunta del Comité Ad Hoc y Exchange, divulgada el viernes a la tarde parecería cumplir con el requisito de necesidades de financiamiento en moneda extranjera anual menor a 3% del PBI que Guzmán tiene en la cabeza (aunque hay que asumir renovaciones a 10 años al 6% y trayectoria de PBI en línea con la que asumen los acreedores en el Cupón Contingente). Ver gráfico 6 en página 2.

**Nuestra recomendación de comprar bonos largos del viernes 22-may (ver [aquí](#)) pagó con creces, ya que subieron 10% en promedio (vs +5% el promedio simple de toda la curva, gráfico 7 pág. 3). A pesar del rally, seguimos prefiriendo bonos largos, aunque ahora nuestros preferidos son el AA46 y el AL36 (vs. AC17 y AE48 el 22-may).** Si bien el AA21 muestra un mayor potencial de suba según la última contraoferta (tabla 1 en pág. 3), pensamos que la oferta final podría resultar algo peor en el margen para los cortos. Además, creemos que hay un caso para pensar en una curva invertida (consistente con probabilidades marginales de default *flat* y con cómo ha operado históricamente Argentina), en cuyo caso los largos se verán más beneficiados.

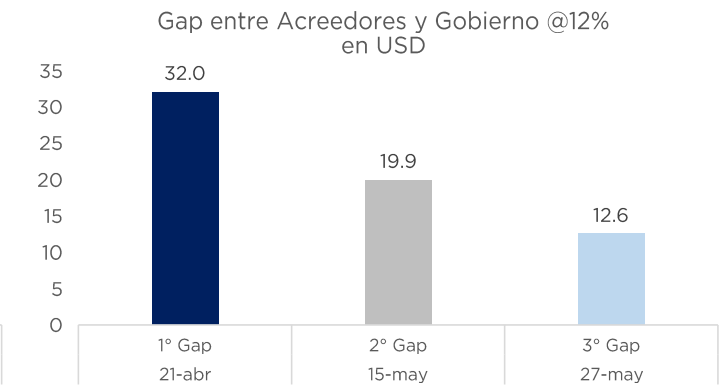
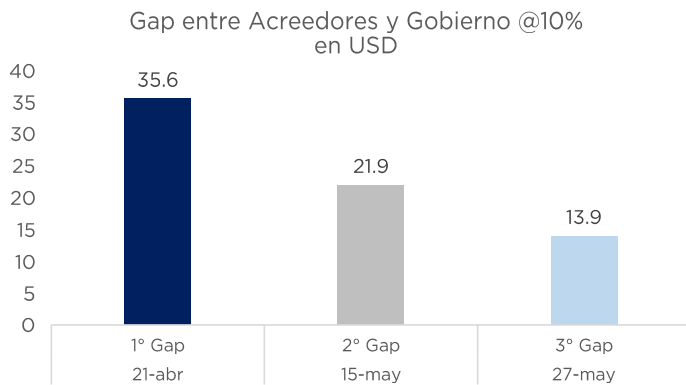
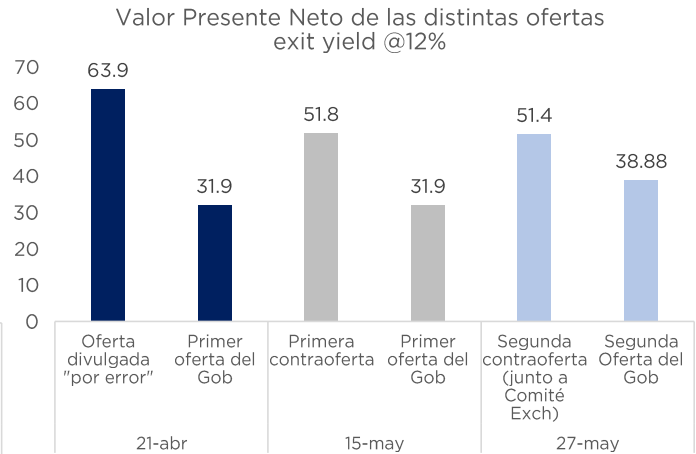
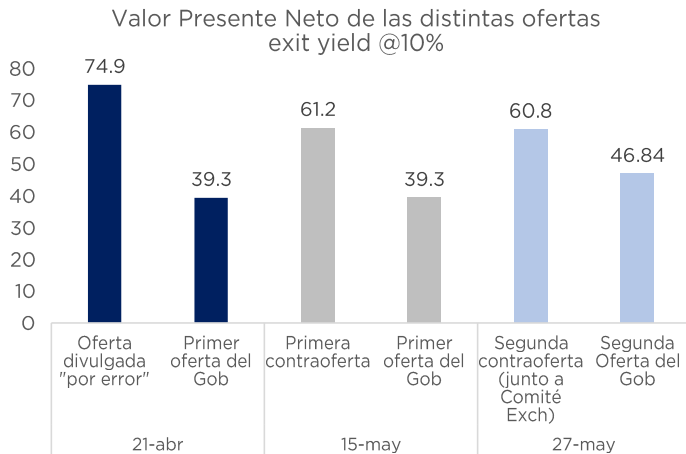
José M. Echagüe  
Estratega

Francisco Mattig  
Analista

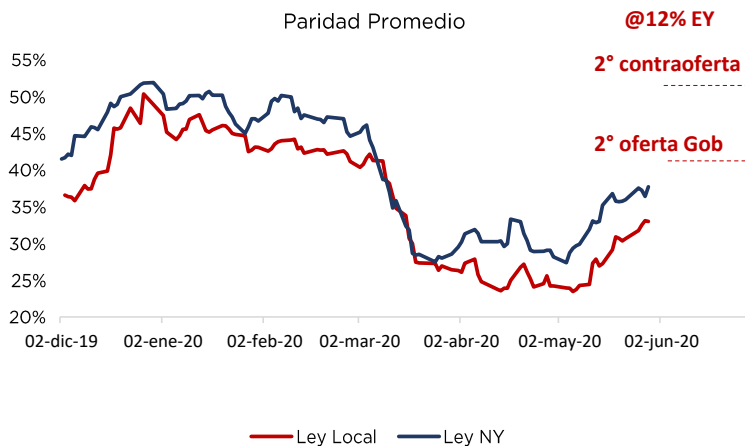
Federico Bruno  
Analista

Erik Schachter  
Analista

**Gráficos 1 a 4: el gap entre acreedores y el Gobierno se achicó bastante**



**Gráficos 5: los bonos tuvieron un rally importante en mayo, pero todavía hay valor**



**Gráficos 6: si bien la decisión es política, la última contraoferta cumple con un aspecto de "sostenibilidad"**

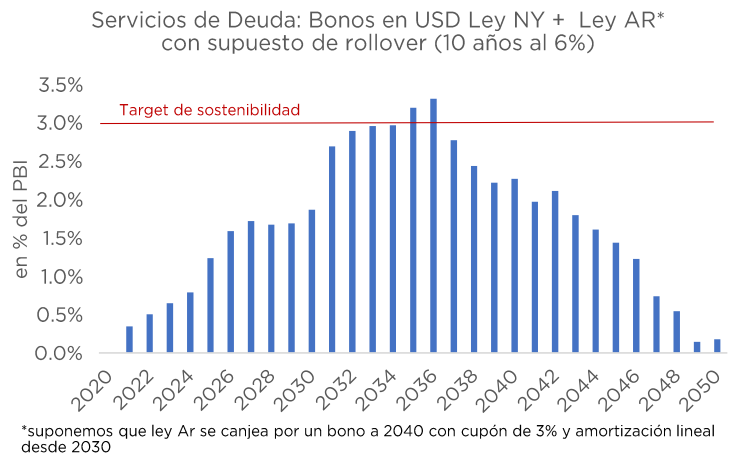


Tabla 1: potencial de suba según última contraoferta conjunta

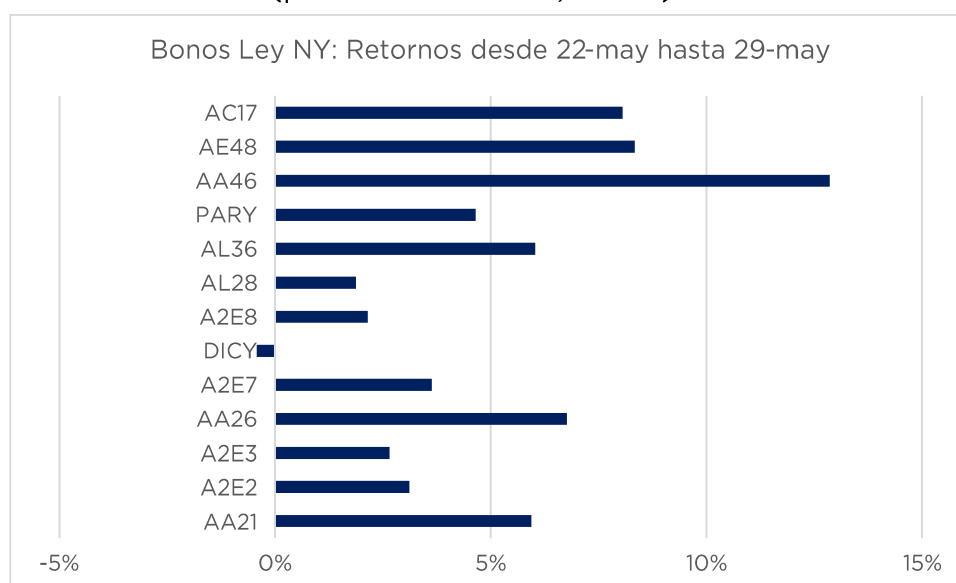
Bono**	Valores al 29-may-20			Retorno s/ Exit Yield			
	Adj. Clean	PDI	All in price	8%	10%	12%	14%
AA21	37.2	4.2	41.35	81.1%	62.3%	45.8%	31.3%
A2E2	38.0	2.0	40.00	81.3%	59.2%	40.2%	23.9%
A2E3	38.2	1.8	40.00	80.2%	55.1%	34.0%	16.2%
AA26	33.4	4.6	38.00	93.8%	59.4%	32.6%	11.7%
A2E7	35.6	2.4	38.00	88.0%	53.4%	26.8%	6.0%
AL28	34.2	2.3	36.50	95.5%	59.6%	31.7%	9.9%
A2E8	33.3	2.7	36.00	99.3%	62.9%	34.7%	12.6%
AL36	32.1	2.9	35.00	105.6%	68.2%	39.1%	16.4%
AA46	32.5	4.7	37.15	98.5%	63.0%	35.8%	14.7%
AE48	33.5	2.7	36.15	98.5%	61.9%	34.0%	12.4%
AC17	33.2	3.0	36.15	99.3%	62.8%	34.8%	13.2%
DICY***	38.3	3.5	41.84	86.0%	56.4%	32.6%	13.3%
PARY	38.3	0.4	38.75	62.2%	31.1%	7.4%	-10.9%

\* Int. Corr. Incluye interes impago en el caso de AA21, AA26 y AA46. Asume que se pagan en cash.

\*\* AA21 se canjea por New 2027; A2E2 por canasta 53/47% de New 2027/2030; A2E3 se canjea por Nuevo 2030/2036; AA26 por Nuevo 2033, A2E7 por 57%/43% por Nuevo 2033/36, AL28/A2E8/36 se canjean por New 2036; AA46/48/17 por New 2047; DICY por New 2039 y PARY por New 2043

\*\*\* Asumimos precio de USD 2 para el instrumento de cupón contingente

Gráfico 7: seguimos viendo valor en los bonos largos (preferimos AA46, AL36)



## 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 Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 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.

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.