

Bonos ley NY: reiteramos recomendación de compra

En tiempo de descuento para la oferta del Gobierno (fecha límite es mañana), nuestra visión respecto de la deuda en dólares bajo legislación internacional sigue siendo la que expresamos en nuestro informe semanal del viernes pasado (ver [acá](#)): **creemos que, si bien el panorama se volvió más binario, nos resulta muy difícil encontrar razones que justifiquen una fuerte suba en la probabilidad de no acuerdo; por eso, reiteramos nuestra recomendación de compra de bonos ley NY de parte media (AA26, A2E7 y AL28)**. La dinámica de precios del día de hoy (caídas de entre USD 50 y 75 cvs) refuerza todavía mas nuestra tesis.

A nuestro entender, las novedades del fin de semana respecto de una posición mucho más intransigente de parte del Gobierno representan una amenaza no creíble y, por otro lado, de confirmarse la nueva oferta de los acreedores por USD 1,5 menos, estarían dadas las condiciones para un acuerdo.

El día de ayer, una nota de Infobae (ver [acá](#)) anunciaba que el Presidente Fernandez suspendió la extensión de la oferta (planeada por Guzmán) y que solo iniciará otra ronda de dialogo con los acreedores privados si aceptan la oferta y si el sistema financiero internacional avala los cambios legales destinadas a facilitar un acuerdo. La nota también deja en claro que el Gobierno está estudiando la posibilidad de un *Standstill* y de un nuevo programa con el FMI. A nuestro entender, esta versión representa una amenaza no creíble de arte del Gobierno, a continuación explicamos por qué:

- **Un *Standstill* no soluciona nada:** la macro post pandemia seguirá teniendo muchos problemas (elevada inflación, una “pesada herencia” fiscal, menos grados de libertad en la política monetaria, un PBI en USD mucho más chico y hasta desafíos políticos), con lo cual aplazar las negociaciones no implica necesariamente una mayor capacidad de pago. Si las demandas de los acreedores son mayores en el futuro (dado que “dieron tiempo para la recuperación”), entonces las partes se alejarán respecto de la mínima diferencia actual (ver nuestro [informe del 15-may](#) donde tratamos este tema). Incluso bajo la lógica del Gobierno, que puede estar pensando en una recuperación material de la economía a partir del año que viene, resulta mucho más conveniente negociar ahora que más adelante, ya que siempre es mejor negociar desde una posición más débil.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Estratega de Renta Fija

Erik Schachter
Analista

Federico Bruno
Analista

- **No solucionar el problema, mantiene la incertidumbre macro y pone un freno a la recuperación:** si Argentina no cierra un acuerdo por la deuda, los desequilibrios macro pre existentes (y que nada tienen que ver con la deuda) se pueden magnificar (caída de la demanda de dinero, aumento de la brecha, mayor pérdida de RRII, mayor inflación). Todo esto, claramente le pondrá un freno a la recuperación de la actividad y, claramente, eso no está en línea con los objetivos del Gobierno.
- **Es más económico cerrar un acuerdo que dilatarlo:** dado que los cupones de los nuevos bonos son mucho menores que los cupones de los bonos actuales (0,125% anual el primer año y 1% el bono *accrued* vs. más de 6% de los bonos actuales), hacer un canje para los bonos ley internacional ahorraría casi USD 350 M por mes en términos de intereses. La diferencia en el perfil de vencimientos entre la oferta del Gobierno y la de los acreedores equivale a 5 meses de devengamiento de intereses. En el improbable caso de un *Standstill*, el plazo máximo bajo el cual este tendría (algo de) sentido es 5 meses.
- **Es difícil que el FMI avale un programa sin arreglo con acreedores privados:** dentro de las principales funciones del FMI, según el artículo I de su constitución, es la de promover la cooperación monetaria internacional, asistir en el desarrollo de un sistema multilateral de pagos y facilitar la expansión y crecimiento balanceado del comercio internacional. Nada de esto parece ser consistente con un país que se mantiene aislado financieramente de los mercados. Más allá de eso, Argentina tiene una deuda de USD 43.500 M con el organismo y no está para nada claro que el país vaya a generar un ahorro fiscal de dicha magnitud en los próximos diez años como para hacer frente a las obligaciones, con lo cual el FMI necesita (más allá de sus propios objetivos constitutivos) que el país recupere el acceso a los mercados para poder refinanciar su deuda con deuda de mercado.

Por otro lado, hoy por la mañana, una noticia de *Ámbito* sugirió que los acreedores estarían dispuestos a bajar sus pretensiones en USD 1,5 de VPN (desde USD 56,4 a USD 54,6), es decir, al punto medio de la distancia con el Gobierno. Si esto se confirma, la diferencia en el perfil de vencimientos sería de tan solo USD 800 M, y cualquier *Standstill* que dure más de 2 meses sería subóptimo. En la página siguiente presentamos una tabla con el potencial de suba en ese caso (no tenemos los detalles, pero asumimos que es el punto medio para cada bono).

Solo resta que el Gobierno converja a la misma conversación que quieren dar los acreedores: con una mejora muy marginal en las condiciones financieras, y con una mejora en los términos legales (eliminar reasignación a inversores grandes), se podría cerrar un acuerdo con una aceptación bastante importante. Tener en cuenta que, según información que trascendió en los medios, el Gobierno habría conseguido un 35% de aceptación. Si tenemos en cuenta que los acreedores agrupados representan casi el 55% de los tenedores, con un esfuerzo marginal Guzmán podría cerrar un canje con 90% de aceptación. En ese caso, el escenario de una *exit yield* de 10% luce mucho más razonable. Como referencia a este último punto, ver el gráfico 1 de la próxima página.

Tabla 1: Potencial de suba en oferta que se ubique en punto medio entre Gobierno y última contraoferta conjunta de acreedores

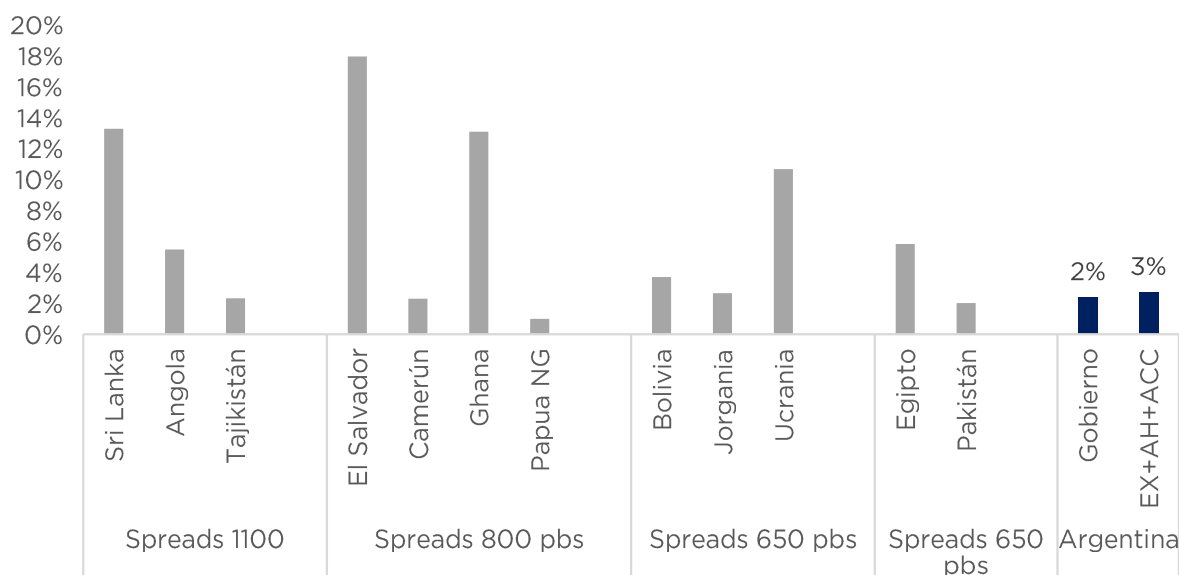
Bono**	Valores al 3-ago-20			Retorno s/ Exit Yield*			
	Adj. Clean	PDI	All in price	8%	10%	12%	14%
AA21	38.3	6.1	44.40	45.2%	27.6%	12.3%	-0.8%
A2E2	40.2	3.5	43.70	43.5%	26.0%	11.0%	-2.0%
A2E3	40.5	3.1	43.60	43.1%	25.7%	10.7%	-2.3%
AA26	35.8	6.6	42.40	57.2%	30.0%	8.2%	-9.3%
A2E7	37.3	4.3	41.60	56.3%	29.1%	7.3%	-10.3%
A2E8	37.7	3.9	41.60	55.7%	28.5%	6.8%	-10.7%
AL28	37.1	4.5	41.60	56.7%	29.4%	7.5%	-10.0%
AL36	36.4	4.8	41.20	58.8%	31.1%	9.0%	-8.8%
AA46	35.3	6.7	42.00	54.8%	27.8%	6.8%	-9.8%
AE48	36.3	4.5	40.80	55.7%	28.3%	7.0%	-9.6%
AC17	35.9	5.0	40.90	56.0%	28.6%	7.3%	-9.4%
DICY	45.0	5.7	50.70	44.4%	21.5%	3.0%	-12.1%
PARY	39.7	1.7	41.40	52.7%	25.4%	4.1%	-12.7%

* Para fijar valor técnico al momento de canje se asume fecha de corte al 15-may-20.

Nota: Incluyen accrued bond por el cupón corrido e impago al settlement date (4-sep-20). Del AA21 al A2E3 van al New 2030; del AA26 al AA36 van al New 2035; del AA46 al AC17 al New 2046; DICY al New 2038 y PARY al New 2041. Los bonos medios podrían tener un upside adicional respecto de la tabla si tienen un allocation en 2030 (estimamos hasta un 25% de su tenencia); lo mismo para los bonos largos (allocation en 2035).

Gráfico 1: ... con las señales correctas, Argentina podría aspirar a un spread de 900 pbs (*exit yield* de 10%) sin ningún problema...

Servicios de bonos internacionales hasta 2025 como % del PBI
Amort. + Int.; en base a PBI 2020e



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.