

Bonos Ley Local vs Ley NY: ¿Dónde esperar la oferta de canje?

Tras la publicación del decreto de 346/2020 que dispuso el diferimiento de los pagos de capital e intereses de la deuda en dólares ley local, los bonos afectados sufrieron un fuerte ajuste a la baja en sus valuaciones. Sin embargo, nuestro análisis sugiere que los actuales precios de mercado aun descuentan un escenario más constructivo que el que nosotros esperamos. Por eso, **pensamos que los bonos ley local siguen sin ser atractivos a estos niveles y creemos que tiene más sentido esperar la oferta de canje en bonos ley internacional, en especial el AA21, AA26 y AA46, que cuentan con cupones altos y próximos en el tiempo.**

Nuestro análisis sugiere que, a estos niveles, los bonos ley local tienen un potencial de caída de entre 8% y 22%, dependiendo el bono y el timing que se le asigne al canje. Nuestros supuestos son: (i) que las condiciones que se ofrece a los tenedores de bonos ley internacional son similares a los bonos ley local, cumpliendo así con el “trato igualitario” que Guzmán viene sosteniendo en cada intervención pública; (ii) luego del diferimiento, el spread por legislación, que antes lo pensábamos en 200pbs ahora es 200pbs mayor. Cabe resaltar que, luego del alivio de corto plazo en el perfil de vencimientos como resultado del diferimiento de pagos de ley local (ver números detallados en [ésta](#) nota que publicamos), el Gobierno podría mantenerse corriente y estirar los tiempos de la negociación con acreedores externos hasta fin de año (si logra renovar vencimientos con organismos, en especial el del Club de Paris por USD 1.900 M en mayo). **Por esto mismo, la espera de la oferta puede ser larga y cara bajo bonos ley argentina.**

Por último, hay que tener en cuenta que hay una probabilidad no nula (aunque creemos que menor) de que la oferta a los tenedores locales sea marginalmente peor que la que se realiza a tenedores de bonos internacionales. **Si este llegara a ser el caso, la recomendación de esperar la oferta de canje en bonos como el AA21, AA26 y AA46 cobra todavía más fuerza.**

Dos modelos para pensar la ley local en tiempos de diferimiento

El primer ejercicio que realizamos consiste en buscar cuál es el precio de la deuda ley local que iguala el retorno que surgiría de comprar hoy deuda ley internacional, ir cobrando cupones en las fechas que corresponda y entrar a valor técnico a una oferta de canje que consiste en una extensión de plazos de 10 años y un cupón de 3%. Por el contrario, la opción de comprar hoy ley local implicaría no cobrar ningún cupón hasta la fecha de canje, aunque el cupón se sigue devengando y se entra a la misma oferta

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Analista

Federico Bruno
Analista

Erik Schachter
Analista

a valor técnico, pero evaluándose a un exit yield de 16% (vs. 12% para la ley internacional).

Los resultados de este ejercicio se pueden ver en la tabla de abajo. Como se puede ver, cuanto más se dilata la oferta del canje, menos atractiva luce la ley local (mayor potencial de baja). El AO20, AY24 y el DICA, los bonos más líquidos, parecen haber ajustado bastante, aunque todavía pueden seguir cayendo entre un 3% y un 7%. Recordar que este ejercicio (al igual que el próximo) sugieren que se les ofrece mismas condiciones de canje a las distintas legislaciones, si esto no se cumple, el potencial de baja podría ser mayor.

Ejercicio 1: Análisis de igualación de retornos de ley local a ley internacional post diferimiento de pagos

Bono	Precio hoy	¿Cuánto debe valer el bono para igualar retorno con ley NY según fecha de canje?			Variación vs precio de hoy			Bono ley NY comparable
		15-ago	15-oct	15-dic	15-ago	15-oct	15-dic	
AO20	25.61	24.80	24.80	23.70	-3%	-3%	-7%	AA21
AY24	22.50	22.25	22.25	21.30	-1%	-1%	-5%	AA21
AA25	23.58	20.90	20.70	18.60	-11%	-12%	-21%	AA26
AA37	23.66	18.25	18.00	18.00	-23%	-24%	-24%	AA36
DICA	23.29	23.29	22.50	22.50	0%	-3%	-3%	DICY
PARA	24.53	21.60	20.30	20.20	-12%	-17%	-18%	PARY
Promedio					-8%	-10%	-13%	

Nota: Se asume igualdad de condiciones de canje (extensión de plazos de 10 años y cupón de 3%) para ley local e int'l. Pero "exit" yield de ley local es 16% vs. 12% ley internacional. De acuerdo a decreto de diferimiento de pagos de ley local, dichos títulos no cobran cupones ni amortizaciones antes del canje, a diferencia de los bonos ley internacional. Ambos entran al canje a valor técnico.

En la tabla de la derecha se muestra cuál es el spread de paridades (paridad ley NY – paridad ley AR) por encima del cual haría sentido comprar ley local, según este ejercicio. Como se puede ver, hoy, en promedio las paridades de bonos ley NY son 9pp. mayores a las de ley local, aunque recién haría sentido comprar bonos locales únicamente si el spread es mayor a 11p. o incluso mayor a 12,4pp. si el canje se realiza recién en diciembre.

Ejercicio 1: Spread de legislación breakeven

Bono	Spread	Spread breakeven s/ fecha canje		
	Paridad hoy	15-ago	15-oct	15-dic
AO20	9.5%	10.2%	10.2%	11.3%
AY24	8.1%	8.3%	8.3%	9.4%
AA25	8.7%	11.3%	11.5%	13.6%
AA37	5.9%	11.2%	11.4%	11.4%
DICA	16.8%	16.8%	17.6%	17.6%
PARA	6.5%	9.4%	10.7%	10.8%
Promedio	9.2%	11.2%	11.6%	12.4%

El segundo ejercicio difiere bastante del primero ya que consiste en tomar como referencia y base para el análisis las paridades de los bonos ley local al viernes pasado (3-abr), último día previo al diferimiento, que se anunció el lunes a la mañana. Lo que se hace es ajustar dichas paridades por el diferimiento, lo que da lugar a dos efectos distintos: (i) una caída en la paridad única y exclusivamente como consecuencia de no cobrar los próximos cupones antes del canje; (ii) un efecto negativo en el precio del bono como consecuencia de una ampliación del spread por legislación (suponemos +200 pbs). En la tabla de la próxima página se puede apreciar cómo, si suponemos que el canje se realiza entre junio y septiembre, la paridad promedio de los bonos ley local debería haber ajustado desde un 26,5% a 18,6%, y lo hizo mucho menos. Por eso, el potencial de baja en los precios es de 22% en promedio.

El efecto de diferimiento de cupones explica 3,1pp del ajuste de la paridad, mientras que el efecto de ampliación de "exit yield" para bonos ley local explica 4,8pp. En términos de bonos puntuales, al AO20 es el menos afectado, pero el AY24 es el más golpeado, básicamente porque el efecto diferimiento de cupones pesa mucho por la amortización que debía cobrarse en mayo y se reperfiló.

Ejercicio 2: Análisis Diferimiento Ley Local en base a paridades al 3-abr

Bono	Paridad al 3-abr	Efecto diferim. de cupones	Efecto mayor exit yield	Paridad al 3-abr aj. X diferim.*	Precio Target	Precio al 7-abr	Retorno implícito	Decisión
AO20	31.1%	-2.1pp	-4.7pp	24.3%	25.3	25.6	-1%	Mantener
AY24	30.9%	-10.6pp	-7.1pp	13.2%	11.4	22.5	-49%	Vender
AA25	24.0%	-1.5pp	-4.3pp	18.2%	18.7	23.6	-21%	Vender
AA37	23.9%	-2.0pp	-4.5pp	17.4%	18.0	23.7	-24%	Vender
DICA	24.4%	-2.2pp	-4.6pp	17.6%	18.0	23.3	-23%	Vender
PARA	24.5%	0.0pp	-3.7pp	20.8%	20.8	24.5	-15%	Vender
Promedio	26.5%	-3.1pp	-4.8pp	18.6%	18.7	23.9	-22%	Vender

* El ajuste consiste en deducir de la paridad al 3-abr: (i) la pérdida en VPN de los cupones a cobrar antes de fin de año asumiendo que ahora se incorporan en el capital de un bono a 10 años con cupón del 4% (se usa una tasa de descuento del 16%); y (ii) la pérdida de capital implícita por asumir un "exit yield" de 200pbs mayor que antes. Se asume que el canje se realiza entre junio y septiembre.

Monitor de renta fija

	Precio clean	Interés corrido	Precio dirty	Paridad Capital	Paridad c int	VR	Cupón	Prox Cupón	Mod Dur	Vida prom	YTM	Spread en bps	Vencimiento	Monto en circulación	
Curva USD - Legislación Argentina											7.5%	7.14	o/ USTs	o/NY Law	26,285
												18289	2460		
AO20	25.48	0.13	25.61	25.5%	25.6%	1.00	8.00	8/10/2020	0.12	0.48	633.29	63312	8/10/2020	2,948	
AY24	19.32	3.18	22.50	23.2%	26.0%	0.83	8.75	7/5/2020	0.11	2.04	301.29	30111	7/5/2024	5,949	
AA25	20.77	2.81	23.58	20.8%	22.9%	1.00	5.75	18/4/2020	1.95	4.02	61.72	6146	18/4/2025	5,555	
AA37	19.93	3.73	23.66	19.9%	22.8%	1.00	7.63	18/4/2020	2.43	16.02	38.80	3851	18/4/2037	5,562	
DICA	19.97	3.32	23.29	20.0%	22.8%	1.40	8.28	30/6/2020	2.78	8.96	43.26	4294	31/12/2033	5,042	
PARA	24.40	0.14	24.53	24.4%	24.5%	1.00	3.75	30/9/2020	6.34	14.20	20.77	2018	31/12/2038	1,230	
Curva USD - Legislación NY											6.5%	15.19	o/ USTs		43,439
												4529			
AA21	31.92	3.27	35.18	31.9%	34.1%	1.00	6.88	22/4/2020	0.50	1.03	165.67	16547	22/4/2021	4,497	
A2E2	32.09	1.20	33.30	32.1%	32.9%	1.00	5.63	26/7/2020	1.13	1.79	86.98	8675	26/1/2022	3,250	
AA23	31.73	1.18	32.91	31.7%	32.5%	1.00	4.63	11/7/2020	1.87	2.74	56.20	5594	11/1/2023	1,750	
AA26	29.21	3.56	32.77	29.2%	31.6%	1.00	7.50	22/4/2020	2.87	6.03	38.40	3808	22/4/2026	6,497	
A2E7	29.48	1.47	30.95	29.5%	30.5%	1.00	6.88	26/7/2020	3.46	6.79	34.14	3378	26/1/2027	3,750	
DICY	38.48	2.37	56.32	38.5%	39.5%	1.40	8.28	30/6/2020	3.87	8.96	27.87	2748	31/12/2033	3,046	
A2E8	28.78	1.50	30.28	28.8%	29.8%	1.00	5.88	11/7/2020	3.98	7.74	29.99	2959	11/1/2028	4,250	
AL28	29.14	1.79	30.92	29.1%	30.4%	1.00	6.63	6/7/2020	3.84	8.23	30.58	3019	6/7/2028	1,000	
AA36	27.38	1.92	29.30	27.4%	28.7%	1.00	7.13	6/7/2020	3.85	16.23	27.14	2675	6/7/2036	1,750	
AA46	27.37	3.62	30.99	27.4%	29.9%	1.00	7.63	22/4/2020	3.23	26.03	27.93	2758	22/4/2046	2,750	
PARY	30.92	0.14	31.05	30.9%	31.0%	1.00	3.75	30/9/2020	7.13	14.20	17.33	1669	31/12/2038	5,297	
AE48	27.27	1.76	29.03	27.3%	28.5%	1.00	6.88	11/7/2020	3.82	27.74	25.25	2486	11/1/2048	3,000	
AC17	27.34	2.08	29.41	27.3%	28.8%	1.00	7.13	28/6/2020	3.63	97.21	26.01	2564	28/6/2117	2,603	

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.