

Llegó el “canje en dos etapas”

Según los medios de comunicación, el Gobierno publicará hoy por la mañana un decreto donde se dispone el diferimiento de los pagos de los servicios de intereses y amortizaciones de capital de la deuda en dólares bajo ley local (ver [ésta](#) nota de La Nación). A continuación, enunciaremos las principales consecuencias de inversión y realizamos un par de comentarios generales para tratar de entender la medida.

Consecuencias de inversión

Entendemos que el mercado reaccione con miedo respecto de un potencial trato desigual para la curva ley local. De hecho, esperamos que las paridades de los bonos AO20 y AY24 sufran en la apertura de mañana.

Pero esto es una buena noticia para los bonos ley internacional ya que el Gobierno “guarda” sus “muy limitadas” reservas para mantenerse corriente en la deuda internacional. Recomendamos bonos como el AA21, AA26 y AA46, que cobran en los próximos 197 días, dos cupones por más de un 20% de su precio dirty.

Dado que la decisión de reperfilarse el pago de bonos ley local no implica per se un cambio en la estrategia de “trato igualitario entre leyes” planteada reiteradas veces por Guzmán, en paridades debajo de 18% somos compradores de AO20 y AY24 (precios debajo de USD 18 y 15).

Comentarios generales

1 – El artículo 1 dispone el diferimiento de los pagos de los servicios de intereses y amortizaciones de capital de la deuda en dólares bajo ley local hasta el 31-dic-20, o hasta una fecha anterior considerando la ejecución de un eventual acuerdo de canje.

2 – En otros términos, se **“patean” los vencimientos de bonos ley local hasta que se acuerde restructuración de ley internacional. No es otra cosa que el “canje en dos etapas” que publicamos** en el weekly del 6-sep-19 y, posteriormente, el 11-oct-19 (ver [acá](#) y [acá](#)).

3 – **El monto total de vencimientos de bonos ley local en dólares hasta fin de año es de USD 10.028 M**, de los cuales estimamos que USD 7.164 M corresponden a amortizaciones y USD 2.864 M son intereses. **Para el sector privado, el total de vencimientos que se postergaron fue de USD 4.953 M** (poco más de USD 1.500 M de AY24 y USD 2.650 M de AO20, USD 649 M de cupones de DICA y PARA). Ver tablas de vencimientos en hoja 3.

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Analista

Federico Bruno
Analista

Erik Schachter
Analista

4 – La decisión la esperábamos (de hecho en el weekly del viernes dijimos que no se pagaba el AY24). **Es una decisión hasta cierto punto razonable, aunque creemos que llega tarde:** hubiese sido mejor sentarse a principios de año habiendo pateado todo y así mostrarse con tiempo para negociar sin que apremien los vencimientos.

5 – **Las reservas líquidas del BCRA las estimamos en torno a USD 4.000 M (ver tabla en próxima página), por lo que, aunque hubiese querido, al Gobierno le hubiese resultado muy costoso pagar vencimientos ley local.** De hecho, como notamos en el weekly del viernes pasado, creemos que el Gobierno piensa en una oferta agresiva y eso podría retrasar unos meses la negociación de deuda (ya perjudicada por el mal contexto internacional). Ver cuadro de Reservas Internacionales en próxima hoja.

6 – **Los vencimientos de intereses de bonos ley internacional hasta fin de año suman USD 3.029 M, más un vencimiento de capital por USD 401 M** de un Global 20 en francos suizos en octubre. Como pueden notar, prácticamente coincide lo que resta pagar de ley internacional con reservas internacionales líquidas (una definición bastante ácida igual).

7 – **Además, tener en cuenta que también hay vencimientos con organismos oficiales y multilaterales por USD 3.128 entre capital e intereses** (intereses con FMI son USD 1.201 M). Acá el vencimiento más importante es el del Club de París por USD 1.923 M en mayo, del cual hablamos en el último weekly. Para recordarlo rápido: se puede refinanciar, pero a una tasa de 9%, que Guzmán en febrero en Roma dijo que era una tasa que no estaba en línea con la sostenibilidad de la deuda. Creemos que el ministro terminará aceptando esa tasa, porque una renegociación más económica requeriría un acuerdo con el FMI y eso no parece que se vaya a dar ni en el corto ni en el mediano plazo (aunque las posiciones del Gobierno y el FMI se estén acercando de a poco).

8 – El decreto excluye instrumentos que constituyen deuda intra sector público como Letras Intransferibles en poder del BCRA, Letras en Garantía en poder de provincias, etc. También excluye a los Bonos entregados a petroleras como compensación por subsidios del Plan Gas.

9 - **¿Esto significa que el Gobierno abandonó la estrategia de trato igualitario tan repetida por Guzmán? No necesariamente.** El reperfilamiento compulsivo lo único que hace es mejorar la posición de negociación frente a los acreedores de bonos internacionales ya que el Gobierno tiene ahora “menos apuro” para cerrar un acuerdo porque descomprimió vencimientos. Parece que la ventana de tiempo que le pidieron los acreedores externos al ministro la financiarán los tenedores locales (ver nuestro último weekly para referencia a nota periodística).

10 – **Entendemos que el mercado reaccione con miedo respecto de un potencial trato desigual para la curva ley local.** De hecho, esperamos que las paridades de los bonos AO20 y AY24 sufran en la apertura de mañana. Cabe recordar que las paridades de AO20 y AY24 estaban en niveles de 30% al final de la semana pasada (en línea con el promedio de paridades de ley internacional, y en mismos niveles que títulos puntuales como el A2E3 y A2E7). En nuestro último weekly y en los sucesivos calls semanales que dimos, reiteramos nuestra preferencia por ley internacional.

11 – Incluso, podría darse un escenario en el cual los títulos ley internacional reaccionen positivamente (también dependerá del mood de los mercados globales). **La buena noticia, después de todo, es que el Gobierno acaba de confirmar implícitamente que seguirá corriente en la deuda ley internacional. En este panorama, reiteramos nuestra preferencia por los títulos AA21, AA26 y AA46,** que tienen cupones altos (6,8%; 7,5% y 7,6%) y próximos en el tiempo. Estos títulos pagarán, en los próximos 197 días, cupones por entre un 20% y un 24% de su precio.

12 – En línea con el punto 9, dado que posiblemente el tratamiento igualitario entre leyes vaya a darse, si los títulos ley local esta semana caen hacia niveles de default, será un momento para analizar si no vale la pena pasarse a legislación local. Si tenemos en cuenta que el AO20 y AY24 cotizaban a 30% de paridad el viernes, si le quitamos 8,5% de los cupones que no se cobrarán hasta fin de año, más un 3,5% de margen ad-hoc, entonces concluimos que **con paridades debajo de 18% (precios debajo de USD 18 y 15) somos compradores de AO20 y AY24.**

Perfil de vencimientos de capital

	abr-20	may-20	jun-20	jul-20	ago-20	sep-20	oct-20	nov-20	dic-20	2020
Total Vencimientos	6,504	9,599	3,626	1,354	9,916	1,312	4,043	3,627	2,380	42,361
Prestamos	149	2,095	189	268	161	264	150	183	191	3,651
Prestamos con OOI	114	146	169	106	140	238	112	146	165	1,338
Otros Prestamos en USD	34	1,947	19	161	20	25	38	36	24	2,304
Prestamos en ARS	1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Adelantos transitorios	533	923	707	243	0	198	0	0	0	2,604
Bonos en manos de S Priv	774	1,126	1,930	0	0	0	2,849	1,784	0	8,463
En USD Ley Extranjera	0	0	0	0	0	0	401	0	0	401
En USD Ley Local	0	1,126	0	0	0	0	2,448	0	0	3,574
En ARS Ley Local	774	0	1,930	0	0	0	0	1,784	0	4,488
Bonos en manos de S Pub	4,080	4,502	185	72	61	62	572	849	921	11,304
En USD Ley Extranjera	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
En USD Ley Local	53	2,373	53	53	53	53	553	53	297	3,537
En ARS Ley Local	4,027	2,129	132	20	9	9	20	796	625	7,766
Letras Intransferibles	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Letras en manos de S Priv	857	953	315	667	5,180	152	472	219	312	9,127
En USD	0	0	0	0	4,712	0	0	0	0	4,712
En ARS	857	953	315	667	468	152	472	219	312	4,415
Letras en manos de S Pub	112	0	300	104	4,513	636	0	592	956	7,213
En USD	0	0	0	0	4,446	0	0	0	0	4,446
En ARS	112	0	300	104	67	636	0	592	956	2,767

Perfil de vencimientos de intereses

	abr-20	may-20	jun-20	jul-20	ago-20	sep-20	oct-20	nov-20	dic-20	2020
Total Vencimientos	1,411	1,464	2,241	1,032	1,086	1,152	1,367	1,207	1,879	11,698
Prestamos	57	671	102	98	448	125	55	504	96	2,155
Prestamos con OOI	50	490	56	42	441	112	48	497	53	1,790
Otros Prestamos en USD	4	178	43	52	4	7	3	4	40	336
Prestamos en ARS	3	3	3	3	3	6	3	3	3	30
Adelantos transitorios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos en manos de S Priv	1,226	357	1,182	723	453	784	1,232	444	849	6,285
En USD Ley Extranjera	503	0	576	584	0	221	517	51	576	3,029
En USD Ley Local	246	246	196	0	3	24	246	197	196	1,355
En ARS Ley Local	477	111	410	139	449	538	469	196	77	1,901
Bonos en manos de S Pub	87	436	862	46	146	228	39	260	839	2,766
En USD Ley Extranjera	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
En USD Ley Local	20	129	641	0	0	0	20	35	641	1,486
En ARS Ley Local	67	308	221	46	146	228	19	225	198	1,280
Letras Intransferibles	41	0	95	165	39	15	41	0	95	492
Letras en manos de S Priv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
En USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
En ARS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Letras en manos de S Pub	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
En USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
En ARS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Cálculo de Reservas del BCRA

Concepto	5-Apr-20	Dato Balance al 23-ene-20
(a) Reservas Brutas (Tw del BCRA)	43,651	45,387
(b) Encajes (lag 3d)	10,279	9,955
(c) Swap + Otros pasivos	21,684	20,427
(d) Depósitos en USD del Gobierno	1,100	231
(e) Obligaciones con OOI	2,662	3,169
(f)=(a)-(b)-(c)-(d)-(e) Reservas Netas	7,926	11,606
(g) Oro	2,703	3,110
(h) DEG	2,295	2,348
(i)=(f)+(d)-(g)-(h) Reservas Líquidas	4,028	6,379

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	Denominación mínima
Curva USD - Legislación Argentina							7.5%			7.16		o/ USTs	o/NY Law	26,285	
												14189	1129		
AO20	28.37	3.98	32.35	28.4%	31.1%	1.00	8.00	8/4/2020	0.11	0.50	527.71	52760	8/10/2020	2,948	1,000
AY24	23.65	3.04	26.69	28.4%	30.9%	0.83	8.75	7/5/2020	0.25	2.06	178.38	17827	7/5/2024	5,949	1
AA25	21.97	2.70	24.67	22.0%	24.0%	1.00	5.75	18/4/2020	2.02	4.04	58.91	5868	18/4/2025	5,555	1
AA37	21.14	3.58	24.72	21.1%	23.9%	1.00	7.63	18/4/2020	2.82	16.04	36.68	3642	18/4/2037	5,562	1
DICA	31.85	3.13	34.97	31.8%	34.2%	1.40	8.28	30/6/2020	3.66	8.98	30.40	3010	31/12/2033	5,042	1
PARA	24.49	0.07	24.56	24.5%	24.5%	1.00	3.75	30/9/2020	6.35	14.22	20.74	2028	31/12/2038	1,230	1
Curva USD - Legislación NY							6.5%			15.20		o/ USTs		43,439	
												4639			
AA21	30.81	3.15	33.96	30.8%	32.9%	1.00	6.88	22/4/2020	0.50	1.04	168.72	16855	22/4/2021	4,497	150,000
A2E2	30.47	1.11	31.58	30.5%	31.2%	1.00	5.63	26/7/2020	1.13	1.80	90.60	9041	26/1/2022	3,250	1,000
AA23	30.27	1.10	31.38	30.3%	31.0%	1.00	4.63	11/7/2020	1.86	2.76	58.31	5809	11/1/2023	1,750	1,000
AA26	29.01	3.44	32.45	29.0%	31.4%	1.00	7.50	22/4/2020	2.87	6.04	38.54	3828	22/4/2026	6,497	150,000
A2E7	29.03	1.36	30.39	29.0%	30.0%	1.00	6.88	26/7/2020	3.45	6.80	34.52	3423	26/1/2027	3,750	1,000
DICY	36.59	2.23	53.54	36.6%	37.6%	1.40	8.28	30/6/2020	3.75	8.98	29.17	2886	31/12/2033	3,046	1
A2E8	28.45	1.40	29.85	28.4%	29.4%	1.00	5.88	11/7/2020	3.98	7.76	30.23	2992	11/1/2028	4,250	1,000
AL28	28.58	1.67	30.26	28.6%	29.8%	1.00	6.63	6/7/2020	3.80	8.25	31.03	3072	6/7/2028	1,000	150,000
AA36	26.84	1.80	28.64	26.8%	28.1%	1.00	7.13	6/7/2020	3.81	16.25	27.63	2732	6/7/2036	1,750	150,000
AA46	26.69	3.49	30.18	26.7%	29.2%	1.00	7.63	22/4/2020	3.16	26.04	28.62	2835	22/4/2046	2,750	150,000
PARY	30.33	0.07	30.40	30.3%	30.4%	1.00	3.75	30/9/2020	7.08	14.22	17.59	1709	31/12/2038	5,297	1
AE48	27.02	1.64	28.66	27.0%	28.2%	1.00	6.88	11/7/2020	3.78	27.76	25.49	2518	11/1/2048	3,000	1,000
AC17	26.98	1.96	28.94	27.0%	28.4%	1.00	7.13	28/6/2020	3.56	97.23	26.36	2606	28/6/2117	2,603	1,000

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.