

15 de abril de 2015

La salida de default

Luego de una larga espera el país vuelve a normalizar la situación de su deuda en dólares. La Cámara de Apelaciones avaló el fallo de Griesa y allanó el camino para salir al mercado internacional a conseguir divisas y poder pagarles a más del 90% de los holdouts que acordaron hasta el momento. Por otro lado, los tenedores de deuda restructurada podrán cobrar nuevamente los cupones no desembolsados desde junio de 2014 (ley NY) o fines de 2015 (ley Arg depositados en el exterior). El país sale de esta manera de una situación exótica que complicaba los pagos y el financiamiento externo, tanto para el sector público como para el sector privado.

La respuesta del mercado

Si bien el mercado venía descontando la noticia como bien reflejaban las subas en las paridades, al llegar el aval de la Cámara de Apelaciones los bonos tuvieron una excusa más para seguir escalando. El AY24 arrancó la semana por debajo de U\$109 y cerró la rueda de ayer en U\$112.

La tentación de tomar ganancias siempre está, más si tengo bonos en cartera desde hace algún tiempo. A modo de ejemplo, el Discount ley local -DICA- costaba U\$123 en enero de 2014. Desde entonces la cotización subió un 25% más otros U\$23,22 que cobre de intereses, gané U\$55 dólares cada U\$123 que invertí, un 44% en poco más de 2 años, ¿nada mal no?

Como venimos mencionando, creo que todavía veremos algo de margen de suba en las paridades con el correr del año y en 2017 si la macro logra acomodarse, aunque en menor magnitud en relación al último tiempo. La deuda argentina en términos relativos continua siendo atractiva, creo que hay que seguir teniendo títulos argentinos en cartera y esperar para tomar ganancias,

simplemente porque los cupones valen la pena y no hay muchas cosas más interesantes en renta fija en el mundo actual. Dejamos planteado el tema para un próximo *Resumen*.

Hay un factor importante a tener en cuenta. Si la emisión se produce sin sobresaltos, sube la nota de nuestra deuda y salimos de la nomenclatura de económica de frontera, aparecerá una nueva demanda de fondos institucionales que hoy no pueden participar del mercado de deuda local. Esto pondrá presión al alza, dado que nuestro país deberá ganar terreno en las carteras de bonos emergentes, en los cuales hoy tiene una ponderación promedio menor al 2%. Sin embargo, del otro lado del mostrador estamos viendo una nueva oferta, en principio de U\$15.000 millones, la mayor en los últimos años para una economía emergente. Con lo cual, esta nueva oferta contrapesará la nueva demanda en el corto plazo.

La nueva emisión

Hay muy poca información pública y oficial sobre la emisión de la próxima semana. Hasta el momento sabemos que:

- La colocación será íntegramente en el exterior manejada por 7 bancos internacionales.
- Se emitirán 3 bonos al 2021, 2026 y 2046. Tendrán intereses semestrales pero no conocemos el cronograma de devolución del capital, si serán bullet (todo a vencimiento) o con amortización parcial. Los rumores me dicen que serán bullet.
- Tampoco sabemos los montos a emitir en cada tramo.
- Como era de esperar, se emitirán con ley de Nueva York.
- Tendrán cláusulas de acción colectiva para disminuir el riesgo de futuros holdouts. Estas cláusulas permiten que se pueda reestructurar la totalidad de la emisión lograda una determinada

mayoría (75% en este caso) de tenedores pertenecientes a una emisión concreta.

- Tampoco conocemos los cupones. Los rendimientos dependerán de los cortes de la emisión.

extranjeros tendrán un plus extra en la emisión.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia

Estos son los rendimientos de esta mañana de los bonos en la plaza extranjera. Para calcularlos, hay que hacer un supuesto muy importante sobre los cupones no pagados hasta el momento. Como tampoco hay información oficial, los “rumores” (y los precios parecen avalar esto) dicen que finalmente los títulos legislación Nueva York no pagarán record date (el que los tenía en el momento de corte de cupón). Esto quiere decir que cobrarán los cupones quienes los tengan al momento de pago. Siguiendo este razonamiento -aclaro de nuevo basándome en sólo rumores y nada oficial- para calcular la TIR hay que restarles al precio de compra los cupones defaulteados. Esta es la curva de rendimientos:

	TIR	Duration	Ley
AA17	4,6%	0,9	Arg
GJ17	5,9%	1,0	NY
AN18	6,0%	2,2	Arg
AO20	6,4%	2,9	Arg
AY24	7,0%	4,1	Arg
DICA	7,5%	7,8	Arg
DICY	8,0%	7,9	NY
PARA	6,5%	12,6	Arg
PARY	7,8%	12,7	NY

Siguiendo la curva, Argentina podría emitir al 6.5-7% al 2021, 7-7.5% al 2026 y 7.5-8% al 2046. Ahora bien, considerando el tamaño de la emisión y por sobre todo el poco poder de negociación del Gobierno, seguramente la emisión saldrá unos puntitos por encima de la tasa actual que negocia el mercado. Nuestro país tiene una sentencia en firme que cumplir y el reloj en contra para pagar. Como mínimo debe conseguir U\$10.000 para afrontar la sentencia, salvo que decida pagar el resto con reservas. Con lo cual, seguramente los Bancos