¿Buenos Aires o Nueva York? ¿Plaza de Mayo o Central Park?

En este último tiempo, se pudo observar la incertidumbre reinante en el mercado de capitales argentinos, esto se traduce a la variación constante y abrupta en el precio de los activos. Un mercado sumamente afectado, es el de renta fija.

Los bonos argentinos, no encuentran definiciones en lo que respecta a sus próximos pagos y eso hace que sus precios se encuentren casi en precios de default, aún no se sabe si estos van a pagar en tiempo y forma lo pactado en sus prospectos de emisión. De pagar todo según lo estipulado, estamos frente al negocio del siglo, pero de no ser así hay que evaluar bien los escenarios posibles y sus probabilidades de ocurrencia.

La legislación de los títulos suele ser un dato menor al principio cuando todos creen que lo que se está comprando pagará en el futuro, pero cuando esto último se pone en duda, el lugar donde se generaría el posible litigio toma cierta relevancia.

Legislación de un Bono: es uno de los puntos del prospecto de emisión, establece en caso de haber un litigio, donde deben ir a reclamar los inversores. Las jurisdicciones donde generalmente se litigan estos temas son la local (capital del país que emite el bono) y la de Nueva York en Estados Unidos.

Ley New York

- **Convenio de Fideicomiso:** permite proteger los flujos de pago de los bonos nuevos de eventuales embargos. se separó al Estado Nacional –en su calidad de originante de dichos fondos- del administrador de estos, quedando como administrador el Bank of New York.

- **Pari Passu:** Implica igualdad y ausencia de preferencias entre los acreedores en el mercado de capitales.

- **Negative Pledge:** acuerdo con el acreedor mediante el cual el deudor no podrá otorgar mejores garantías a favor de otro acreedor sin la aprobación del primero o sin extender el beneficio de dicha garantía a éste.

- **Cross Default:** Cualquier incumplimiento del deudor torna a las demás obligaciones inmediatamente exigibles, aún antes de su vencimiento, y cualquier otro acreedor se encuentra facultado para iniciar acciones de cobro.

- **Cláusula de Acción Colectiva (CAC):** Estas cláusulas son aplicables a los bonos emitidos para el canje regidos por leyes extranjeras. En virtud de estas pueden modificarse las cuestiones reservadas (fechas de pago de capital o interés, reducciones de capital, cambio de la moneda, cambio de ley aplicable y otras condiciones del bono) de acuerdo a las siguientes mayorías:
  - de una serie individual de Títulos Nuevos, con el consentimiento de los tenedores del 75% del monto del capital total en circulación de esa serie.
  - de varias series de Títulos Nuevos, con el consentimiento de los tenedores del 85% del monto del capital total en circulación de todas las series afectadas y del 66 2/3 del monto de capital total en circulación de cada serie afectada.

- **Cláusulas adicionales del AC17**
  - Incremento en la tasa de Interés: para los bonos no registrados (idénticos a los registrados pero que se depositan en DTC/Euroclear/Clearstream) en caso de no cumplirse con las obligaciones, comenzado el primer día inmediato seguido a un Evento de Incumplimiento, la tasa anual fijada se incrementara en 0,25% por 90 días posteriores y un 0,25% adicional por otros 90 días más con un límite de 0,75% hasta que se subsanen los Eventos de Incumplimiento.
  - Renuncia a inmunidad: la República Argentina renuncia a la inmunidad de juicio, de jurisdicción de Tribunal Específico, de compensación, de embargos y de ejecución de sentencia, entre otros. Dicha renuncia no se extenderá respecto de reservas del BCRA, bienes de dominio público en territorio argentino, bienes que presten servicio público esencial, bienes relacionados con la ejecución de presupuesto, bienes diplomáticos, bienes culturales, bienes militares, impuestos, gravámenes, tasas, y/o regalías.

Los bonos analizados son los que tienen mayor liquidez en el mercado ya que también es un factor para tener en cuenta para posicionarse en renta fija. Puede existir un instrumento que a simple vista parezca una gran opción, pero si le falta liquidez puede ser difícil entrar en ese bono y también salir de el ante cualquier eventualidad.

Bonos Ley New York

Bono	Valor Residual	Fecha ultimo cupon	Tasa	Fecha de Vto	Tiempo a Vto	Paridad	TIR	Duration Modificada
DICYD	140,21	30/6/2019	8,28%	30/12/33	14,14	51,51%	23,90%	4,1
AC17D	100	30/6/2019	7,13%	28/06/17	97,68	43,13%	19,00%	5,1
PARYD	100	30/9/2019	3,75%	31/12/38	19,14	42,75%	14,40%	8

Bonos Ley Local

Bono	Valor Residual	Fecha ultimo cupon	Tasa	Fecha de Vto	Tiempo a Vto	Paridad	TIR	Duration Modificada
AO20D	100	8/10/2019	8,00%	08/10/20	0,90	37,46%	238,50%	0,4
AY24D	83,34	7/11/2019	8,75%	07/05/24	4,48	41,57%	78,60%	1
AA25D	100	18/10/2019	5,75%	18/04/25	5,43	35,35%	40,20%	2,8
DICAD	140,21	30/6/2019	8,28%	30/12/33	14,14	42,56%	27,50%	3,8
AA37D	100	18/10/2019	7,63%	18/04/37	17,44	37,83%	22,80%	5
PARAD	100	30/09/19	3,75%	31/12/38	19,14	36,43%	15,50%	7,7

Otro factor para tener en cuenta a la hora de elegir un bono es su “duration” ya que es una medida utilizada para visualizar el riesgo de estos instrumentos. Los bonos con altas “durations” son más volátiles frente a la baja en las tasas, es decir que, si las tasas bajan como esta sucediendo a nivel mundial, su precio va a subir mas que uno con una “duration” baja y el caso contrario si las tasas suben.
Con respecto al rendimiento, obviamente es un factor fundamental, pero debido a la incertidumbre reinante en nuestro país, por el momento dejo de ser una medida representativa ya que los precios de los bonos incorporaron la posible reestructuración.

Como se puede ver en el cuadro siguiente, los bonos con legislación extranjera son los que tienen “priceadas” reestructuraciones más amigables, ya que son los que tienen menos quita de capital descontada y lo mismo con el plazo de postergación.

Por otro lado, se ve que los bonos de corto y mediano plazo, que en este momento son los que tienen una mayor TIR serían los más afectados por la posible reestructuración.
Para calcular las reestructuraciones que tienen descontados los precios de los bonos en estos momentos, se utilizó el supuesto de que, en el caso de reestructurar, se les daría a los bonos argentinos un rendimiento acorde al riesgo que corre un inversor que compra títulos de países emergentes y los intervalos se realizaron según la “duración” actual de los bonos.

	Precio	Nueva TIR	Nueva Dur Mod	Quita	Postergacion	Periodo de Gracia
PARYD	42,95	12,00%	8,92	8%	1	0
PARAD	36,6	12,00%	9,35	17%	3	0
DICYD	74,5	12,00%	6,74	34%	4	0
AC17D	44,3	10,00%	9,77	41%	4	0
DICAD	61,55	12,00%	6,49	46%	3	0
AA37D	38,05	10,00%	9,74	49%	3	1
AO20D	37,77	8,00%	4,68	49%	4	4
AA25D	35,5	10,00%	5,97	52%	3	1
AY24D	34,7	8,00%	4,25	60%	3	0

Intervalos	
Duration	TIR
0 a 2	8%
2 a 5	10%
5 en adelante	12%

Finalmente, siguiendo el precio de los bonos y las relaciones entre ellos, puede en algún momento observarse una situación beneficiosa para tenedores de bonos con ley local que deseen seguir manteniendo títulos soberanos, pero cambiando de legislación.
Para realizar este cambio de títulos hay que tener en cuenta la relación de precios entre ambos bonos, para poder calcular cuántos nominales se perderían o ganarían en el caso de realizar la operación, por otro lado, e igualmente importante, se debería analizar teniendo en cuenta la postura frente al riesgo y los retornos, los intereses que paga el nuevo bono, su "duration" además de los escenarios de reestructuración que cada inversor visualice.

Relación precios

Ley Local / Ley NY	PARY D	DICY D	AC17 D	Mejor relación
PARA D	0,86	0,49	0,80	0,86
DICA D	1,40	0,79	1,31	1,40
AO20 D	0,86	0,48	0,80	0,86
AY24 D	0,81	0,46	0,75	0,81
AA25 D	0,83	0,47	0,78	0,83
AA37 D	0,88	0,50	0,82	0,88

Por ejemplo, si solo tenemos en cuenta en que escenario un inversor perdería menos nominales al pasarse de legislación, se observa que el bono a elegir teniendo cualquiera de los bonos analizados de legislación argentina es el PARY.
Mas concretamente, con estas relaciones de precios, un inversor que tenga 100.000 nominales de AY24 y se pasa a PARY, tendría 81.000 nominales del bono con legislación NY.

Joaquin Candia - Analista
jcandia@rava.com

Ariel Guzmán - Analista
aguzman@rava.com

Soledad López - Responsable de Desarrollo
slopez@rava.com

La información contenida en el presente informe ha sido preparada por Rava Bursátil S.A.. El mismo es proporcionado sólo con propósitos informativos, a pesar de que se efectuó con el debido cuidado para no brindar información falsa ni engañosa al momento de su difusión. Asimismo, este informe no constituye oferta, sugerencia, ni recomendación para vender o comprar acciones o títulos valores. Su objeto es ilustrar y servir de elemento comparativo a los inversores sobre la evolución de los mercados. Rava Bursátil S.A. no se responsabiliza ni por la exactitud o integridad de los mismos, ni por los eventuales daños patrimoniales que provoquen decisiones basadas en dichos informes.