

6 de junio 2023

Super Canje

Breve Análisis y Conclusiones

Tenemos una visión que puede dividirse en tres etapas:

1. Descripción
2. ¿Qué tan exitoso puede esperarse que sea?
3. ¿Es atractivo para los privados?
4. ¿Cómo quedan los vencimientos hasta el recambio luego del canje?
5. Conclusión

1. Descripción

En total el super canje incluye vencimientos por \$9,5 BB incluyendo siete instrumentos que pueden ser utilizados para ingresar al mismo: lecer junio X16J3 y julio X18L3, lede julio S31L3, el bono DL T2V3, el bono CER T2X3 y los bonos duales de julio TDL23 y septiembre TDS23.

Los títulos a emitir son: un bono ajustado por CER a diciembre 2024, tres bonos duales ajustados por CER-DL; uno a agosto de 2024, otro a noviembre de 2024 y, por último, uno a enero de 2025.

No todos los instrumentos son idénticamente canjeables, en el cuadro siguiente se puede observar por qué título(s) se puede(n) canjear cada uno de los siete instrumentos que ingresan al canje:

Títulos Canjeables	Opciones según título a canjear			
	Boncer Dic 24	Dual Ago 24	Dual Nov 24	Dual Ene 25
Lecer X16J3	X			
Dual TDL23	X	X	X	
Lecer X18L3	X			
Bono DL T2V3	X	X		
Lede S31L3	X			
Bono T2X3	X			
Dual TDS23	X	X		X

2. ¿Qué tan exitoso puede esperarse que sea?

El gobierno tiene garantizado un piso muy alto de participación en el canje dado que se estima que un 70% de los títulos a canjear está en mano del sector público. Si a esto le sumamos algunos agentes privados que canjearán alguna parte de sus tenencias, podemos anticipar que el grado de adhesión probablemente ronde el 75%-80%.

Los títulos ofrecidos son indexados en su totalidad por CER o por TC oficial (DL). **No se puede saber de antemano si genera ganancias o pérdidas con respecto a los valores en el mercado secundario dado que se licitarán precios para cada uno de los títulos elegidos, pero entendemos que ningún agente se prestará a alargar duration sin obtener a cambio un premio.**

3. ¿Es atractivo para los privados?

La participación en el canje de los **FCIs** (que tienen alrededor de 7% de la deuda a canjear) será presumiblemente muy baja, dado que existe una clara preferencia por títulos en pesos de muy corta duration. Actualmente alrededor de 70% de las tenencias de títulos que pagan en pesos en sus carteras, tienen una duración de no más de 90 días.

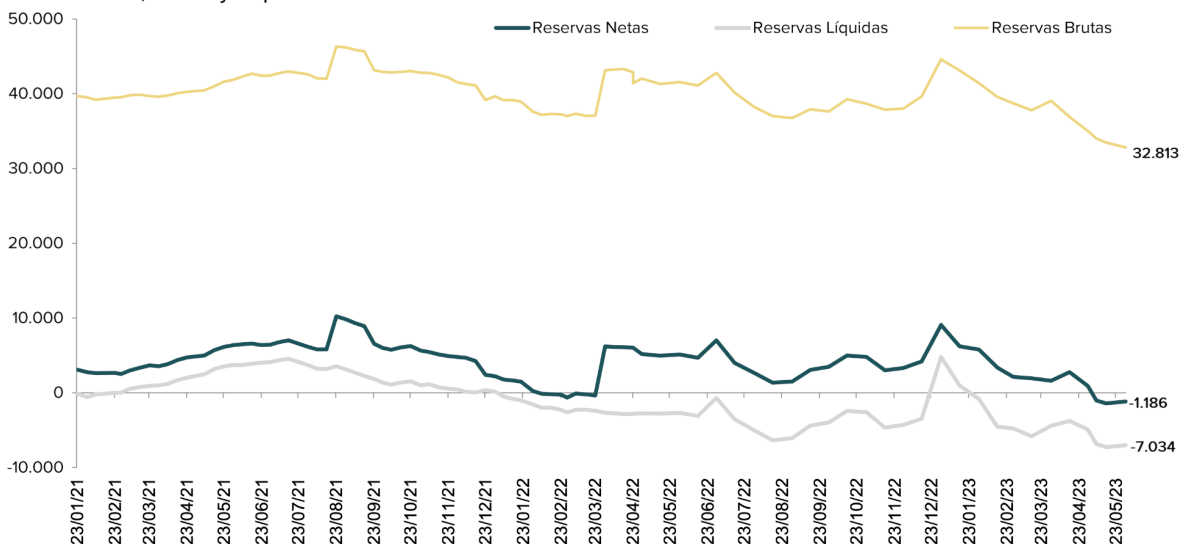
Los **Bancos** tienen un 8% de la deuda canjeable. Pueden estar cambiando la percepción de riesgo relativo entre la deuda del Tesoro y el BCRA incorporando la posibilidad que, frente a una evento que pudiera implicar una reestructuración de la deuda, la autoridad monetaria no dudaría en salir al rescate de dichos bonos (vía emisión y pagando el costo inflacionario que sea necesario).

Las **Compañías de Seguros** y afines, tienen un 6%. Dado que la regulación de la SSN establece mínimos de tenencia de títulos públicos creemos que podrían verse obligadas a ofrecer una parte significativa de sus títulos.

Para los inversores privados: nos adentramos en un periodo de alta incertidumbre producto de las definiciones políticas sumada a la creciente debilidad del sector cambiario y monetario:

- pérdidas reservas
- dudas respecto a los adelantos de desembolsos del FMI, BRICs, etc.
- emisión endógena por intereses de los pasivos remunerados y emisión directa vía AT y recompra de bonos que deteriora el balance del BCRA)

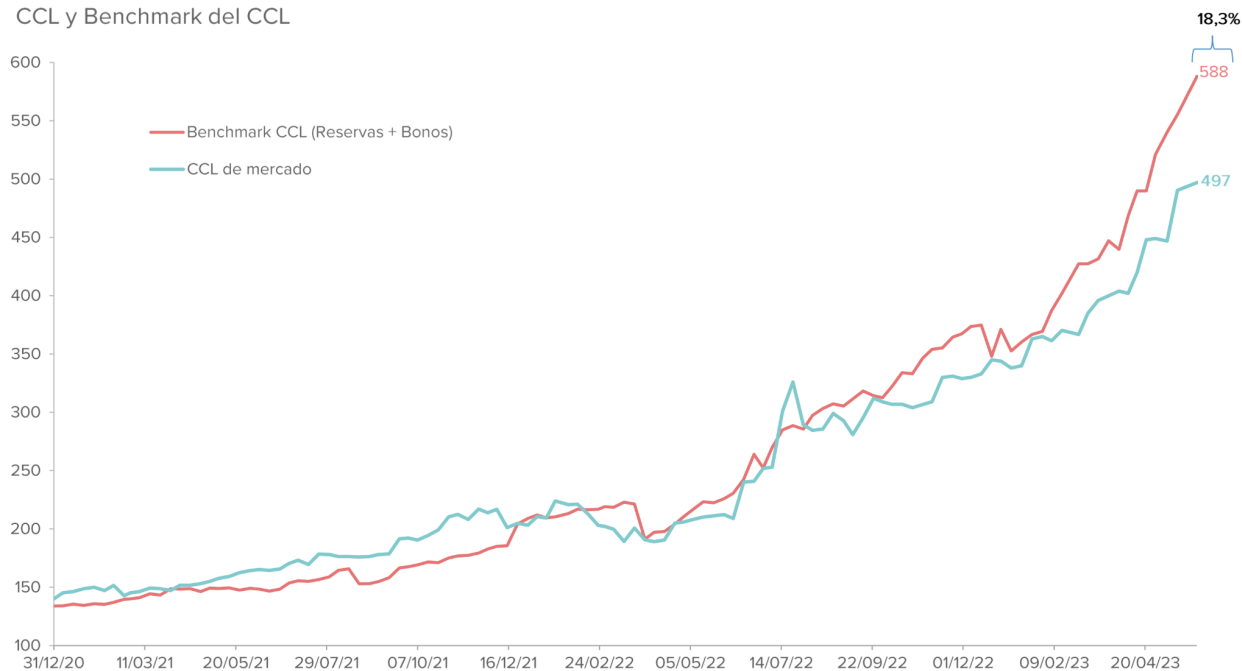
Reservas Brutas, Netas y Líquidas



Fuente: IEB en base a BCRA

Todo esto se evidencia en un desvío del CCL con respecto a nuestro “benchmark” inusualmente alto (cercano al 18%), más allá que una proporción del desvío se explica por: a) la constante intervención de la autoridad monetaria para contener los FXs financieros y b) el alto nivel de “encepamiento” de la economía.

CCL y Benchmark del CCL



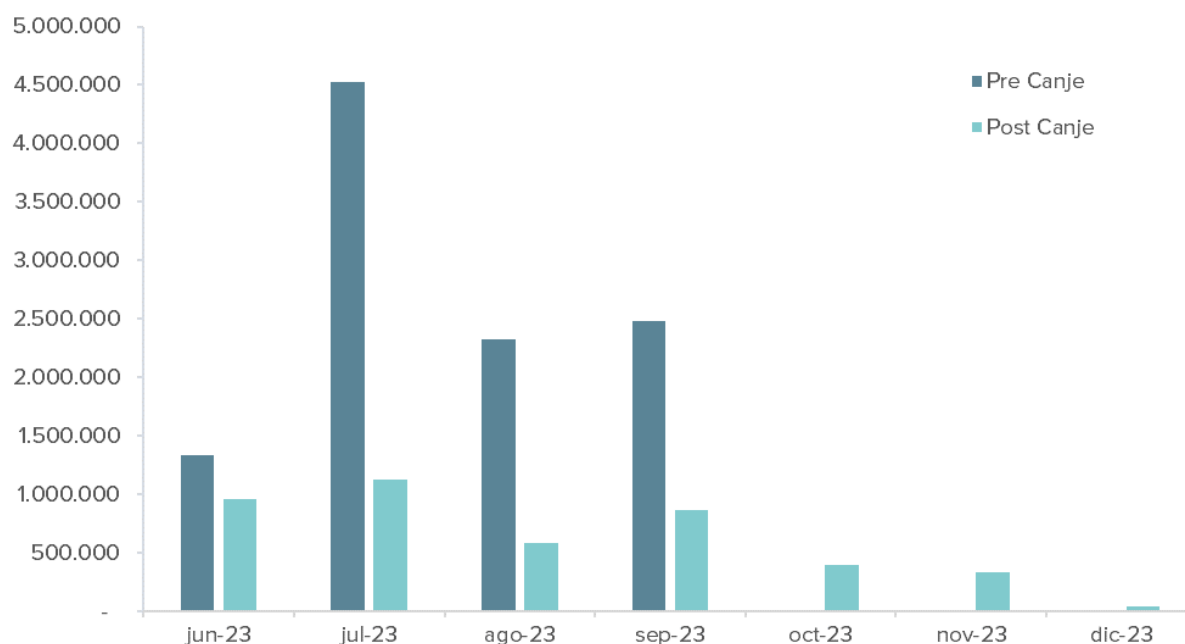
Fuente: IEB en base a BCRA

Dicho esto, si en el corto plazo no hay noticias positivas que impacten en la situación de las reservas, hay un escenario en el que los agentes comiencen a ponderar la probabilidad de volver a presenciar una disparada del CCL que borraría los posibles rendimientos al hacer tasa con instrumentos en pesos. **Por lo que no vemos atractivo el ingreso al canje para los inversores individuales dado que existen mayores incentivos a dolarizar parte de la cartera para atravesar los próximos meses de alta incertidumbre hasta el recambio presidencial o, eventualmente, seguir roleando la deuda en pesos a corto ya que el gobierno necesitará continuar financiando el déficit y, muy probablemente aproveche la reducción en el monto de vencimientos para ofrecer instrumentos de menor plazo que puedan ser atractivos para inversores privados.**

3. ¿Cómo quedan los vencimientos hasta el recambio luego del canje?

Como se puede apreciar en los siguientes gráficos, es notable como se despeja el perfil de vencimientos del gobierno hasta el recambio. No obstante, creemos prudente remarcar que la necesidad de financiar el déficit seguirá siendo un desafío por lo que creemos que es muy probable que el MECON vuelva a licitar títulos con duration más corta que puedan resultar interesantes para posicionarse mientras los FXs financieros se mantengan en calma.

Vencimientos Tesoro Nacional - Pre y Post Canje (\$ MM)



Fuente: IEB en base a Mecon

4. Conclusión

Para el actual gobierno creemos que es una buena noticia, despeja fuertemente los vencimientos que restan del año y pasándolos al próximo gobierno. Vemos que es un paso más en la sucesión de medidas que se toman dentro del plan “llegar”.

Para el inversor privado, y por las razones expuestas anteriormente, creemos que lo más prudente es quedarse corto y estar atentos a la evolución de los FXs financieros. Y eventualmente aprovechar los períodos de calma para rollear a instrumentos de corta duration. No olvidemos que el gobierno necesitará financiamiento y lo que está realizando ahora es un canje de deuda que no le aportaría en principio financiamiento genuino e incluso le despeja el panorama de vencimientos para en el futuro colocar instrumentos a menor plazo que puedan ser atractivos para los inversores privados.

Finalmente para el gobierno entrante por un lado se incrementa el desafío a resolver puesto que sube significativamente el porcentaje de deuda indexada que deberá, en algún momento, resolverse si se quiere atacar la dinámica inflacionaria. Por otro lado, el canje de alguna manera le da un poco de aire al gobierno entrante en cuanto a los vencimientos; ya que estos comienzan a operar de agosto de 2024 en adelante.

INVERTIR EN BOLSA

Av. del Libertador 498. Piso 10 - Torre IEB (1414) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500 <https://invertirenbolso.com.ar>

RESEARCH

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista

ldecoud@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista Jr.

gproruk@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista Jr.

fherrera@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. 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 de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.