Informe de bonos: semana del 9 al 13 de marzo de 2020

15 de marzo, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 9 al 13 de marzo?

El lunes 9 de marzo, los mercados globales, ya escorados por las preocupaciones sobre el posible impacto del coronavirus en la performance de las economías y empresas, recibieron un golpe que terminó por decretar una semana bajista antes de que las operaciones se inicien normalmente el lunes. Esto fue la ruptura de las negociaciones el pasado viernes entre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y Rusia, en su diálogo para tratar de recortar la demanda y contener así el descalabro en los precios del crudo a causa del coronavirus, lo que llevó el precio del petróleo a nuevos mínimos. De esta manera, los mercados vivieron ese lunes una jornada negra, con profundas caídas, en una sesión que en sus inicios se encaminaba a ser la más salvaje desde el referéndum por el Brexit.

Naturalmente, y en sintonía con la aversión al riesgo global por el avance del coronavirus en países desarrollados y las turbulencias observadas en el mercado del petróleo, el S&P Merval cayó en la primer rueda de la semana un -13,57%. La principal baja fue YPF, cuyos papeles en el mercado local cedieron un -23,86%. Además, debido a unas perspectivas más desafiantes en torno al precio del petróleo, el Bank of America redujo las estimaciones de ganancias y precio objetivo de Petrobras, Ecopetrol, Tenaris e YPF. Para el banco de inversión, el precio objetivo del ADR de YPF se ubica ahora en 1 dólar.

Al viernes, las cifras de la semana fueron las siguientes: por un lado, el principal índice de renta variable americano, el S&P 500, muestra una caída del -19,94% desde su último máximo, el 19/02, hasta el pasado viernes. Por el otro, el iShares J.P. Morgan EM High Yield Bond ETF (EMHY) cayó un -14,33% desde el 17/01 al 13/03. Ambas bajas, se dieron en el marco de políticas monetarias expansivas, como recortes de tasas y compras de activos, de algunos de los principales bancos centrales del mundo. Sin embargo, en un contexto de tasas bajas en el mundo

y donde la debilidad de la demanda agregada se acompaña de un shock de oferta, la política monetaria muy probablemente tendrá poco espacio para actuar. Esto mismo, es comentado por el premio Nobel de Economía Paul Krugman en una de sus columnas del New York Times de dos semanas atrás: mientras que “el coronavirus se parece cada vez más a un serio golpe a la economía”, el economista recalcó que la Fed y los demás bancos centrales no tienen tanto espacio para responder.

Sin embargo, Krugman no solo se limitó a comentar en sus columnas la posible ineficacia de la Fed, sino que además analizó la actual situación de mercado. En otra de sus recientes columnas lanzó la siguiente sentencia: “El mejor indicador del colapso de la confianza es lo que está sucediendo con las tasas de interés, que se han desplomado casi tanto y tan rápido como lo hicieron durante la crisis financiera de 2008”. También agregó que los mercados predicen implícitamente no sólo una recesión, sino varios años de debilidad económica.

Finalmente, compartimos algunas lecturas de Moody’s volcadas en su informe “High-Yield Default Risk Metrics Still Trail Worst Stretch of Great Recession” del 12 de marzo:

1. Las fuertes caídas en los mercados accionarios se asocian a reducciones del consumo de hogares y empresas, y de su calidad crediticia.
2. En la medida en que cae el valor de mercado de los activos de las empresas, cae el “colateral” de la deuda corporativa.
3. La dinámica actual de mercado anticipa una contracción disruptiva en los “core profits” de las empresas, lo que podría gatillar un recorte en las inversiones en activos fijos de las compañías (Capex).
4. La métrica conocida como EDF o “Expected Default Frequency”, calculada de por Moody’s, mide la probabilidad de que una firma entre en default en un determinado período de tiempo (típicamente un año). La misma, muestra una marcada correlación con los mercados de renta variable, y ha aumentado para Estados Unidos y Canadá se ubica en torno a 8,25% y muestra un incremento del 4% en los últimos tres meses. Además, cifras entre en 11% y 12% han estado asociadas a recesiones en EEUU. Sin embargo, Moody’s espera un crecimiento del 1,3% para el gigante del norte en su escenario base.

5. Desde 1994, los recortes de emergencia en tasas de la Fed no han sido favorables para el mercado de acciones. La experiencia histórica dice, sin embargo, que luego el movimiento que le sigue al recorte de emergencia en la próxima reunión de política monetaria prevista es distinto. Sin embargo, no parecen haber razones para que la Fed decida no volver a recortar tasas.

Resumen semanal

Como todas las semanas, repasamos como le fue al conjunto de bonos mirando las carteras del IAMC y el cierre del mercado cambiario. Recordemos que el IAMC mide la variación de una cartera de bonos conformada a su vez por 4 subcarteras. Estas son de bonos cortos y largos, en pesos y en dólares. Todas las variaciones son sobre los valores en pesos de los bonos. Esta fue la variación en la semana:

Semana finalizada el	Bonos en pesos		Bonos en dólares		Índice Bonos General	Tipo de cambio (A3500)	Riesgo País
	Cortos	Largos	Cortos	Largos			
13/3/2020	-3,35%	-0,44%	-8,94%	-9,40%	-7,53%	0,67%	3.103

Si bien en enero se observó una clara tendencia al alza, en donde el riesgo país cerró en 2.490 puntos con un avance mensual del +18,1%, en febrero esta tendencia cambió y el spread recortó hacia niveles en torno a los 2.263. Lamentablemente, el contexto global e incertidumbre local apuntan que marzo sea un nuevo mes alcista: las primeras dos semanas muestran un avance del EMBI del +37,12% y un nivel de 3.103 (por encima de los 2.500 observados luego de las PASO en medio del reperfilamiento y nuevo cepo). Por otro lado, la dinámica tanto semanal como mensual del Índice de Bonos General del IAMC acompaña los datos antes mencionados: -7,53% y -4,16% en pesos, -8,15% y -5,21% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$62,90 (+0,67% semanal) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en los bonos cerró en 88,218 y avanzó viernes a viernes un +8,31% (aunque considerando una comisión del 1%, el tipo de cambio para comprar dólares por bolsa puede llegar a 89,10). De esta manera, dado que el tipo de cambio vendedor de Banco Nación se ubicó en 64,5 pesos sin impuesto solidario y 83,85 con

impuesto, el MEP vuelve a perder competitiva en cuanto a precio. Sin embargo, continúa manteniéndose como alternativa ideal en alguno de los siguientes casos: compras por parte de personas físicas por encima del límite permitido, venta por parte de personas físicas y compra/venta por parte de personas jurídicas. No obstante, es bueno recordar que el “parking” de 5 días sigue vigente: siempre que se sale de especie D o C hacia pesos debe mantenerse el bono comprado en cartera por el lapso antes mencionado. Lo que no se encuentra alcanzado por esta regulación es la compra de moneda extranjera: saliendo de pesos hacia D o C no hay ningún tipo de restricción.

Análisis y Estrategias: Bonos en dólares

En cuanto a la performance semanal, el Subíndice de Bonos Cortos en USD cayó -9,55% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por -10,00%. En este contexto, la tasa libre de riesgo americana cerró el viernes en niveles de 0,983%, más cercano a 0,917% del viernes 06 de marzo, que del mínimo de 0,502% del lunes 08. Sin embargo, el alivio para la renta fija local en dólares llegó recién el viernes, con los bonos en dólares ley extranjera ganando entre 2,3% y 6,1% según El Cronista, muy probablemente traccionados por un mejor humor en las bolsas globales y compras de oportunidad.

Sobre la dinámica a esperar en las próximas semanas, en el informe Cierre Mercados 06-03-20 de Portfolio Personal Inversiones comentaron: “...el driver principal del mercado local sigue siendo todo lo relacionado con la deuda, en sintonía con los pasos a seguir que fue fijando el cronograma oficial. Ya llegamos a la etapa final, donde según la agenda, la oferta oficial debería presentarse la semana próxima (si bien no se descarta una extensión en los plazos). La sensibilidad del mercado, en este marco, dificulta la posibilidad de trazar una línea de tendencia para las próximas ruedas en donde los precios se irán moviendo según los posibles acuerdos que vayan apareciendo sobre la mesa”.

Si bien se esperaban novedades para esta semana, parece lógico bajo cierto punto de vista que las gestiones se demoren en el marco actual de pánico en los mercados mundiales. Sin embargo, en el último informe de Renta Fija Semanal de Allaria Ledesma comentaron: “Esta semana el

Ministerio de Economía publicó una actualización del formulario (18-K) ante la comisión nacional de valores de EUA (SEC), requisito necesario para publicar la oferta. Esto sugiere, que se acerca el momento de conocer la oferta, que según el cronograma oficial debía publicarse esta semana”.

Lo que no es claro, es el posible impacto (si es que lo hay) sobre la idea de propuesta inicial de Guzmán de reestructuración de deuda soberana. En un mundo donde los rendimientos exigidos a los emergentes aumentan, el exit yield también sube y el valor presente de los nuevos bonos cae. En este contexto, para que la propuesta sea aceptada rápidamente, es necesario restar grados de agresividad sobre el proyecto original que estaba en mente del funcionario antes del brote de coronavirus. No obstante, existe una “bala de plata” para el ministro que le permitiría mantener una posible propuesta agresiva o incluso sumarle grados de agresividad si el crecimiento económico global se ve penalizado: Argentina depende del comercio global y una recesión global impactaría de manera desfavorable tanto a nivel recaudación por impuestos al comercio exterior como a nivel disponibilidad de divisas del saldo comercial que el BCRA compraría para acopiar Reservas Internacionales.

Bonos en USD: Ley Local y Extranjera

Bono	DM	TIR	Paridad
AO20D	0,11	-	33,75
AY24D	0,44	146,59%	36,52
A2E2D	1,22	81,84%	38,64
AA25D	2,31	50,94%	31,26
A2E7D	3,83	30,79%	36,53
AA37D	3,65	28,89%	31,51
AA46D	0,00	0,00%	-
AC17D	4,47	22,46%	34,38

Fuente: informe Diario IAMC

Bonos en USD: Reestructuración 2005

Bono	DM	TIR	Paridad
DICAD	3,40	33,18%	35,46
PARAD	6,93	17,38%	44,42
DICYD	3,90	26,87%	43,45
PARYD	7,39	15,59%	37,65

Por otro lado, semanas atrás se difundió en los medios de comunicación locales una propuesta de reestructuración presentada por el equipo de Global Research del Bank of America, perteneciente a la entidad que resultó elegida como agente colocador de los nuevos títulos que surgirán del proceso de reestructuración en marcha. La misma consiste en la colocación de nuevos bonos Par y Discount, en una operación con algunas características similares a la llevada adelante en 2005. En esta ocasión, los nuevos bonos tendrían una tasa de interés del 4%, capitalizarían intereses los dos primeros años, para luego pagar y capitalizar de manera parcial en los años tres y cuatro y comenzar a pagar intereses a partir del año 5. Concretamente, los Par no tendrían quita sobre

valor nominal, empezarían a amortizar en 2033 y vencerían en 2042. Por otro lado, los Discount tendrían una quita del 20%, comenzarían a amortizar en 2027 y vencerían en 2036. Tomando tres posibles exit yields, 7%, 10% y 12%, los nuevos Par y Discount tendrían los siguientes valores: 67 y 59, 46 y 45, 37 y 37.

Si bien esta propuesta tiene sus ventajas, como el hecho de que se encuentra en cierta medida alineada con las expectativas de mercado, que produce cierto alivio inmediato con respecto al actual cronograma de pagos y simplifica la estructura de la deuda reduciendo la cantidad de especies en el mercado, el hecho de que el BofA haya sido elegido colocador no significa un guiño hacia esta alternativa. Sobre esto, estudiemos la evidencia histórica comentada Mara Laudonia en su libro “Los Buitres de la Deuda”, que narra el proceso de los canjes de 2005 y 2010. Luego de muchas idas y vueltas, en 2005 resultaron elegidos los bancos colocadores Barclay’s, UBS y Merrill Lynch. Sin embargo, en medio del proceso de reestructuración, sucedió un hecho que según la autora logró descolocar a Guillermo Nielsen: “El departamento de investigaciones del UBS, el Wealth Management Research, había emitido un informe internacional recomendando a los inversores no ingresar al canje de la deuda... El encabezado del informe del UBS resultó aún más lapidario: ‘La oferta no alcanzó la habilidad del país para pagar, y es más bien un reflejo de la voluntad del gobierno para pagar’”. Rápidamente, Nielsen increpo a sus contrapartes y recibió una singular respuesta: “muralla china”.

¿Qué significa “muralla china”? “El término [...] suele utilizarse en la jerga de los bancos de inversión, donde la unidad de investigación no puede estar conectada con la de colocaciones de deuda, de lo contrario la conducta está penada por ley debido al conflicto de intereses evidente que suele aparecer en estos casos: el banco puede utilizar información privilegiada e influir entre inversores con los informes, a beneficio de su unidad de negocios de las colocaciones de deuda”. En consecuencia, cualquier propuesta debe ser tenida en cuenta para tomar decisiones de inversión solamente en base a su consistencia teórica, y no en base si ha sido producida por una entidad más o menos cercana a la operación de reestructuración

Análisis y Estrategias: Títulos públicos en pesos

Con respecto a los títulos en moneda blanda, los mismos tuvieron también una dinámica negativa en la última semana, con el Subíndice de Bonos Cortos en pesos del IAMC cayendo un -3,35% y el de bonos largos un -0,44%.

Tras la favorable estrategia para finalmente cubrir el vencimiento del A2M2, de la mano de la publicación del Decreto 193/202 a través del cual el gobierno tiene más discrecionalidad para tentar a los bonistas, pudiendo ofrecer canjes según el valor técnico de los bonos (valor residual más intereses corridos), el gobierno pudo ofrecer un canje razonable a los tenedores del Bogato 2020. Además, la táctica contempló el uso de una bala de plata: una colocación de Botes a bancos, los cuales pueden integrar estos títulos como encajes. Así, con un mix de Botes, canje y quizás algo de emisión monetaria, el gobierno pudo cerrar un capítulo “feliz” en el marco de la normalización de la curva en pesos.

Luego, la semana pasada volvió a repetir la estrategia: ofreció un canje de AF20 por un nuevo bono que ajusta según CER con vencimiento 2022 y de las Lecap S30S9, Lecer X30S9, Lelink V03O9 y Lecap S1109 por una canasta de letras nuevas. En cuanto a la importancia de estos vencimientos, en el Pre Market de AdCap del 13/03 comentaron: “Entre las 4 series de Letras y el AF20 remanente se llega a USD 3 mil millones, con lo cual un canje exitoso podría implicar un gran alivio financiero para el Gobierno”. Con los resultados en mano, se observa que el gobierno recibió y adjudicó ofertas por un VN en torno a los USD 2.100 millones (calculados según el tipo de cambio oficial), por lo que la performance fue más que decente.

Finalmente, el pasado jueves el gobierno publicó por la tarde el aviso de pago del cupón del TJ20. Este bono paga según la tasa de Leliq promedio y se estima que se pagarán aproximadamente ARS 18,3 mil millones pertenecientes al anteúltimo cupón de este bono que vence el 26 de junio de este año. Según reza la información disponible en Bolsar, la tasa de interés aplicable se ubicará en torno a 50,58% anual y el cupón de renta en ARS 0,1285130 cada un nominal en cartera.

Bonos en Pesos + CER

Bono	DM	TIR	Paridad
TC21	1,11	38,27%	82,59
TX21	1,22	26,54%	75,46
TC23	2,52	20,99%	67,40
PR13	1,70	24,62%	70,78
TD21	0,88	62,19%	81,76
DICP	5,59	14,15%	63,48
PARP	9,98	11,08%	38,50

Fuente: informe Diario IANAC

Bonos en Pesos a Tasa Variable

Bono	DM	TIR	Paridad
PBY22	1,15	94,17%	59,55
BDC22	1,15	57,30%	85,27
BDC24	1,77	50,16%	83,17
AA22	1,16	67,80%	74,25
TB21	0,26	110,54%	82,59
PBA25	1,35	83,31%	56,51

Lecops

Bono	TIR
S1109	445,1%
S3109	519,4%
S15N9	320,5%
S28F0	229,2%
S11M0*	317,2%
S30A0	182,2%
S29Y0	182,2%
S31L0	171,5%

¡Buena semana!

(*) El autor es Licenciado en Ciencias Empresariales por la Universidad Austral de la ciudad de Rosario y candidato a Magíster en Economía Aplicada por la Universidad Torcuato Di Tella de la ciudad de Buenos Aires. Anteriormente se desempeñó como Consultor en tareas de Valuación de Empresas y de Activos Intangibles, M&A y Re estructuraciones, y actualmente como Analista de Renta Fija y Variable en TSA Bursátil.