

Informe de bonos: semana del 16 al 20 de marzo de 2020

23 de marzo, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 16 al 20 de marzo?

Con la “resaca” de una segunda semana de marzo complicada, el lunes 16 comenzó el tercer septenario correspondiente al tercer mes del 2020. Sin embargo, este día podría decirse comenzó el domingo 15, con un nuevo recorte de emergencia en las tasas de Fed. Lamentablemente, en el informe de bonos anterior, habíamos comentado un informe de Moody's y el dato que desde 1994 ninguna rebaja de emergencia logró impulsar favorablemente los mercados de acciones. Nuevamente la historia volvería a cumplirse.

No obstante, por la mañana los inversores locales también prestaban atención a otras cuestiones. Por un lado, en el plano internacional, la directora gerente del FMI, Kristalina Georgieva, instó a los gobiernos a tomar medidas adicionales de estímulo fiscal y a mantenerse en comunicación estrecha para impedir que el coronavirus provoque un daño económico de largo plazo. Por el otro, en el plano local, el gobierno publicó la resolución 130/2020 en el Boletín Oficial anunciando que la reestructuración de la deuda externa se hará en tramos e informó que está realizando los procedimientos legales necesarios para llevar a cabo este proceso en EEUU. En adición, a nivel sub soberano, la provincia de La Rioja contrató asesores financieros para reestructurar sus bonos 2025, mientras que los medios de comunicación comenzaron a hablar de una posible reestructuración en Salta.

Finalmente, por la tarde se conocieron cifras calamitosas. Sobre las mismas, el diario español Expansión comentó: “La caída del Dow Jones equivale a 3.000 puntos, el segundo mayor desplome de su historia. La artillería pesada que desplegó la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos recordó tanto a los inversores a la aguda crisis de 2008 que la jornada bursátil se inició con la sentencia dictada”. Y por si esto no fuera suficiente, desde la misma fuente comentaron: “Cualquier inversor firmaría por que los desplomes se detuvieran ahí. Goldman Sachs predice que,

en el peor escenario, el S&P podría caer otro 20% adicional antes de tocar suelo e iniciar la recuperación. Según el banco de inversión, el índice podría bajar hasta los 2.000 puntos a mediados del ejercicio, lo que le devolvería a Wall Street a comienzos de 2016”.

Ya por la mañana del martes, las principales novedades en el plano internacional fueron las declaraciones de Trump sobre que la crisis podría extenderse hasta agosto y los comentarios sobre que Bolsonaro anunciará un paquete de medidas para ayudar a las aerolíneas brasileñas Gol y Azul a mitigar el impacto del coronavirus. A nivel local, se conoció que el gobierno presentó ante la SEC la documentación para comenzar la reestructuración de deuda bajo ley extranjera con Cláusulas de Acción Colectiva (CACs). Sin embargo, la principal novedad era de mayor calibre: el Ministerio de Economía llamó a un “megacanje” voluntario de 13 títulos en pesos para el jueves 19. Podían entregarse Lecaps, Lebads, nuevas Letras a descuento y TJ20 a valor técnico por bonos que ajustan por CER con vencimiento 2021 (reapertura del TX21), 2022 (reapertura), 2023 (nuevo) y 2024 (nuevo). Naturalmente, en el marco del coronavirus, el gobierno comenzó a buscar espacios para hacer políticas fiscales expansivas de tipo “paliativo”.

Luego, antes del arranque de la tercera rueda de la semana, la principal novedad en el plano local fue la decisión del gobierno de volcar recursos por 2% del PBI para reducir impacto económico del coronavirus. Se trata de un “megapaquete” integrado por: créditos al sector productivo, obras públicas, seguros de desempleo, bonos a beneficiario de AUH y jubilaciones, entre otras medidas. A nivel internacional, se conoció que Goldman Sachs sostiene que la economía de EEUU experimentará la peor contracción trimestral desde la crisis financiera del 2009, en el marco de un mercado global que reanudó las bajas tras una breve pausa el martes. En esta jornada, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires buscó colocar dos letras cortas en pesos, a descuento y a tasa Badlar más margen, a 63 y 91 días respectivamente. En el marco de la operación, se buscó emitir títulos por un valor nominal máximo de hasta 500 millones de pesos. Si bien el gobierno de la Ciudad recibió ofertas por encima del monto buscado, adjudicó una cantidad levemente inferior (ARS 493 millones), aunque concentrado en el instrumento más corto, a una tasa de corte del 34,93% y enfrentando una licitación desierta en el instrumento más largo.

Ya en la mañana del jueves, el diario chino de Hong Kong South China Morning Post informó que, por primera vez desde el inicio del brote, no se registraron nuevos casos diarios de coronavirus en China. Mientras tanto, en Europa, se conoció el Índice Ifo de confianza empresarial de Alemania para marzo, y si bien el consenso de mercado esperaba una caída leve, la crisis creada por el coronavirus ubicó al indicador en el mínimo desde agosto de 2009. Finalmente, en EEUU se registró un mayor número de peticiones de subsidio por desempleo y el Índice manufacturero de la Fed de Filadelfia correspondiente a marzo mostró una fuerte caída. A nivel local, el Gobierno enfrentaba un examen importante con su “megacanje” de instrumentos en pesos, a fin de liberar recursos y avanzar con políticas fiscales expansivas para mitigar los impactos del coronavirus sobre la economía local.

En último lugar, el viernes por la mañana las principales claves venían del mercado local. Primeramente, el Tesoro se anotó gran victoria en el “megacanje”: logró postergar vencimientos por más de 340 mil millones de pesos. De esta manera, logró descomprimir temporalmente la situación y puede continuar construyendo una nueva curva de rendimientos en pesos mediante los nuevos bonos lanzados, ganando grados de libertad en política fiscal. Además, los inversores locales estarían atentos a la teleconferencia de las 16hs del ministro Guzmán, en donde informaría sobre el desarrollo macroeconómico del país y los principios de sostenibilidad de la deuda. Mientras tanto, a nivel global, el diario chino South China Morning Post informó que Hong Kong registró 48 nuevos casos de coronavirus este viernes y elevó el conteo a 256. Principalmente se tratan de casos importados y se advierte que las medidas de prevención se relejaron anticipadamente. Por otro lado, el banco de inversión Piper Sandler mejoró a “Overweight” con un target de USD 90 al laboratorio Gilead Sciences (NASDAQ:GILD; Cedear:GILD). Esto sucedió en la previa de la decisión de la FDA sobre el uso de “Remdesivir”, medicamento pensado para combatir el ébola y efectivo contra otros tipos de coronavirus, para tratar el COVID-19.

Finalmente, compartimos nuevamente algunas lecturas de Moody's, volcadas en su informe “Equity Market Volatility Resembles 2008's Final Quarter” del 19 de marzo:

1. Políticas fiscales expansivas en EEUU pueden presionar levemente al alza el rendimiento de los bonos del tesoro. Sin embargo, la Fed contrarrestará este movimiento vía compra de títulos (“quantitative easing”).
2. Algunos hablan de que los gastos se podrían disparar como en situaciones de guerra. Sin embargo, pasar de un déficit de -4,8% del PIB en 2019 al -22,2% promedio de la II Guerra Mundial parece poco probable. También lo es el hecho de que la deuda pase de aproximadamente un 80% del PIB a un 120% como lo hizo en esos años.
3. La métrica conocida como EDF o “Expected Default Frequency”, calculada 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 y ya se ubica en torno a 10,0%.
4. El COVID-19 presenta una pesada amenaza para la economía americana. Si bien en los modelos de alta frecuencia de Moody’s el PBI del primer trimestre apuntaban a un crecimiento de +1,8% anualizado, si se mantiene el status quo hacia el final de este trimestre, se espera una caída del -2,2% anualizado.

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	FX Implícito (AY24)	Riesgo País
	Cortos	Largos	Cortos	Largos			
20/3/2020	-7,48%	-13,33%	-21,23%	-20,03%	-17,23%	3,61%	4.064

En lo que respecta al riesgo país, el 20 de marzo el spread alcanzó un nuevo máximo, no visto inclusive durante la crisis de 2008, en donde el EMBI se ubicó en el área de entre los 700 y 800

puntos básicos. De esta manera, vemos un avance de 961 bps en la tercer semana de marzo, de 1.801 puntos en lo que va de marzo y de 1.876 desde que comenzó la gestión del nuevo gobierno en Argentina. Por otro lado, la dinámica tanto semanal como mensual del Índice de Bonos General del IAMC acompaña los datos antes mencionados: -17,23% y -20,67% en pesos, -18,21% y -22,48% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$63,77 (+1,38% semanal) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 91,40 y avanzó viernes a viernes un +3,61% (aunque considerando una comisión del 1%, el tipo de cambio para comprar dólares por bolsa puede llegar a 92,32). De esta manera, dado que el tipo de cambio vendedor de Banco Nación se ubicó en 65,0 pesos sin impuesto solidario y 84,50 con impuesto, el MEP continua siendo una alternativa menos 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.

Finalmente, consideramos una variable adicional: el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral. Este, no es más que un indicador de la competitividad de los productos argentinos en el mundo, y está relacionado directamente con la performance del sector exportador e importador. Según la última medición oficial del mismo, este se encuentra en 112,2, por debajo del 112,8 del “dólar electoral” o valor artificial del tipo de cambio que Alberto Fernández le reclamaba a Macri en torno a las PASO. Por otro lado, si medimos el Tipo de Cambio Real Bilateral contra Brasil, la competitividad actual de los productos locales en el país vecino es inferior a la el país tenía previo a la llamada “Primera Crisis Cambiaria” de mediados de año en el marco de la Crisis de Balanza de Pagos de 2018. En este sentido, advertimos sobre la posibilidad de una depreciación del tipo de cambio nominal para llevar al ITCRM hacia un nivel superior, aunque siempre teniendo en cuenta que este movimiento de política monetaria complica el frente fiscal por la carga de deuda

en moneda extranjera, y puede obligar al gobierno a tratar la reestructuración de la misma de manera agresiva.

Análisis y Estrategias: Bonos en dólares

En cuanto a la performance semanal, el Subíndice de Bonos Cortos en USD cayó -22,17% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por -20,98%. Sobre esto, en el Informe de Renta Fija Semanal de Allaria Ledesma del 20 de marzo se comentó: "...es interesante ver que esta semana cayeron de precio todos los bonos del mundo, con independencia de la calificación de deuda, y esto incluye a los bonos del Tesoro americano. Al menos esta semana, pareciera que el mundo tomó al efectivo, como reserva de valor". Como dato adicional, de la comparación del cierre del 13/03 con el del 20/03, el iShares Emerging Markets High Yield Bond ETF (EMHY) cayó un -14,74%.

En cuanto a los avances de la reestructuración de la deuda, como mencionamos más arriba, el viernes el ministro Guzmán realizó una teleconferencia para informar a los inversores/ciudadanos sobre el desarrollo macroeconómico del país y los principios de sostenibilidad de la deuda. Nuevamente, el economista no dio indicios sobre la oferta que espera realizar a los bonistas. Además, presentó un borrador que incluía proyecciones macroeconómicas efectuadas antes del brote de coronavirus. Hacia adelante, se espera que el país intercambie opiniones sobre el análisis presentado durante la próxima semana. Finalmente, Reuters difundió que los bonistas presentaron un escrito anónimo al gobierno reclamando por la falta de respuestas y escasa proactividad en la gestión.

En términos de estrategia, considerando que los bonos están prácticamente a "precios de default" y que el mercado parece estar esperando una propuesta agresiva, desde SBS Research comentaron en su Informe Semanal del 20 de marzo: "... las valuaciones quedaron en niveles de enorme estrés dejando opciones atractivas, incluso teniendo en cuenta el nuevo deterioro en los fundamentos de Argentina. Entre los bonos en dólares esperamos que la oferta inicial del gobierno sea agresiva pero igualmente vemos valor en AA21 y AO20".

Bonos en USD: Ley Local y Extranjera

Bono	DM	TIR	Paridad
AY24D	0,17	315,15%	27,68
A2E2D	1,01	125,85%	27,25
AA25D	1,97	66,92%	23,90
A2E7D	3,26	40,52%	27,19
AA37D	2,49	39,92%	23,71
AA46D	5,19	19,36%	43,58
AC17D	3,25	30,73%	26,06

Fuente: informe Diario IAMC

Bonos en USD: Reestructuración 2005

Bono	DM	TIR	Paridad
DICAD	2,61	45,73%	25,88
PARAD	5,63	22,82%	24,55
DICYD	3,33	33,83%	34,97
PARYD	6,48	19,07%	30,20

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 -7,48% y el de Bonos Largos un -13,33%.

Por un lado, cabe hacer un breve comentario sobre el “megacanje” de títulos en pesos. El mismo incluyó papeles emitidos por el gobierno de Alberto Fernández, algunos ingresados al mercado apenas días atrás de la operación que tuvo lugar el jueves. La estrategia en concreto, fue tomar títulos cortos, y llevar sus vencimientos hacia el corto y mediano plazo. Sin ánimos de reiterar, esta estrategia le da grados de libertad al Banco Central, dado que distribuye en el tiempo posibles expansiones de la base monetaria para el pago de títulos, mientras que le permite al sector público tomar recursos fiscales a trabajar sobre la crisis de coronavirus.

Si bien el contexto es distinto (a nivel internacional), en el “Informe de bonos: semana del 23 al 27 de diciembre” hablamos de esta posibilidad. Concretamente, tomamos lo escrito por el economista Miguel Kiguel en el portal Foco Económico el 8 de diciembre: “Los instrumentos en pesos que vencen a partir del 2020 (como los bonos duales, el Bopomo, etc.) seguramente se podrán reestructurar a largo plazo con un bono indexado (CER por ejemplo) con una tasa baja. Seguramente también se podrán emitir bonos a la medida de las compañías de seguro o de otros inversores institucionales que faciliten la transacción y le den un carácter voluntario”. Finalmente, esto fue lo que se vio: descompresión de vencimientos de Letras de corto plazo y parte del TJ20, con fuerte participación de dos inversores institucionales muy importantes: Templeton en las Lecaps y PIMCO en el Bopomo.

Si bien ya surgen algunas alarmas en el frente cambiario, algunos títulos en pesos mantienen su atractivo. Por un lado, remarcamos que desde SBS Research comentaron en su Informe Semanal del 20 de marzo que "... el tipo de cambio implícito se encuentra en un nivel atractivo para seguir aumentando la dolarización de las carteras", en un marco en que las monedas de algunos de los principales socios comerciales de Argentina mostraron una fuerte depreciación y el peso se mantuvo relativamente estable en términos comparativos.

Dicho esto, una oportunidad interesante sería el TC20, cuyo retorno directo se encuentra por encima del 40% (tomando su valor técnico como proxy al vencimiento), ponderando por un lado la fuerte participación del sector público en el título (solo el 20% de la emisión está en manos de privados), y por otro los mayores riesgos de reperfilamiento compulsivo debido al estrés adicional que genera el COVID-19.

Bonos en Pesos + CER			
Bono	DM	TIR	Paridad
TC21	1,03	52,52%	61,06
TX21	1,11	43,54%	63,65
TC23	2,50	21,19%	66,96
PR13	1,54	37,89%	59,86
TD21	0,86	63,93%	81,08
DICP	5,21	17,07%	54,63
PARP	9,89	11,31%	37,55

Fuente: informe Diario IAMC

Bonos en Pesos a Tasa Variable			
Bono	DM	TIR	Paridad
PBY22	1,05	112,66%	52,72
BDC22	1,10	63,90%	80,77
BDC24	1,56	62,32%	71,46
AA22	1,09	77,10%	69,17
TB21	0,84	94,49%	67,00
PBA25	1,29	86,79%	54,80

Lecaps	
Bono	TIR
S1109	1985,6%
S3109	5942,4%
S15N9	1061,5%
S28F0	466,0%
S30A0	-
S29Y0	285,6%
S3110	214,4%

¡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.