

Informe de bonos: semana del 23 al 27 de marzo de 2020

29 de marzo, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 23 al 27 de marzo?

Tras la irrupción del brote de COVID-19, y su impacto en los mercados y economías del mundo, el S&P 500 se vio totalmente imposibilitado de anotar más de una jornada alcista consecutiva. De esta manera, uno de los principales índices de renta variable estadounidenses tomaba una dinámica de fuertes caídas, sucedidas por rebotes moderados, en busca de un nivel en donde quizás se pueda comenzar a formar un nuevo piso de mercado. Sin embargo, esta semana la historia fue un poco distinta, dado que desde el anuncio del pasado martes de políticas fiscales expansivas y monetarias expansivas más profundas en EEUU, el S&P 500 pudo anotarse tres jornadas alcistas consecutivas. En teoría, los mínimos siempre vuelven a “testearse”: mientras que en el “Flash Crash” del '87 el mínimo fue aparentemente testeado en 3 oportunidades, durante la crisis de las subprime, se hizo un mínimo el 20-nov-2008, que luego fue “testeado” nuevamente, 10% abajo, el 09 de marzo de 2009.

Recapitulando entonces, la semana cerró con un sesgo positivo de la mano de un S&P 500 que avanzó un +10,26%, aunque con una caída en torno al -25% desde su último máximo del 19-feb-2020. En el espectro emergente, la renta fija y variable tuvieron un septenario positivo, con sus referencias el iShares J.P. Morgan EM High Yield Bond ETF (EMHY) y iShares MSCI Emerging Markets ETF (EEM), subiendo un +7,23% y +6,35%, respectivamente. Finalmente, vimos como el Índice Dólar o DXY también perdió fuerza viernes a viernes, cayendo un -4,39% aunque la tasa a 10 años de los Estados Unidos comprimió desde el nivel de 0,885% a 0,676%.

A nivel local, el S&P Merval cerró el 27-mar-2020 en 24.058,60 puntos, +0,83% por encima del cierre del 20-mar-2020, aún en un marco de leve alza del Riesgo País. Entre las noticias principales a nivel local, el lunes se conoció que debido a la cuarentena, la demanda local de combustibles cayó un -85,0%. Además, las ADRs de YPF se desplomaron un -66,75% y sus ratios

de valuación se encuentran en los mínimos de entre 2000 y 2001, en un contexto en donde analistas estiman que el petróleo Brent por debajo de los 30 dólares resulta significativamente inferior al precio necesario para que Vaca Muerta sea rentable. Entre otras noticias, el jueves se difundió que el gobierno estaría solicitando al FMI USD 2.500 millones para enfrentar los gastos provocados por la crisis del Covid-19, y el viernes que el gobierno decretó el cierre total de las fronteras hasta el 31 de marzo.

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			
27/3/2020	1,77%	-5,64%	-7,78%	-7,46%	-5,34%	-6,54%	4.166

En lo que respecta al riesgo país, el 27 de marzo el spread alcanzó los 4.166 puntos, tras tocar un nuevo máximo histórico de 4.519. De esta manera, vemos un avance de 102 bps en la cuarta semana de marzo, de 1.905 puntos en lo que va de marzo y de 1.978 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: -5,34% y -24,91% en pesos, -6,44% y -27,47% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$64,41 (+1,00% semanal) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 85,42 y retrocedió viernes a viernes un -6,45% (aunque considerando una comisión del 1%, el tipo de cambio para comprar dólares por bolsa puede llegar a 86,28). De esta manera, dado que el tipo de cambio vendedor de Banco Nación se ubicó en 65,5 pesos sin impuesto solidario y 85,15 con impuesto, el MEP continúa siendo una alternativa menos competitiva en

cuanto a precio. Sin embargo, se mantiene 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. Asimismo, en vistas de la pérdida de competitividad mencionada en el Informe de Bonos anterior, y la presión vendedora de divisas vía MEP por mayores necesidades de liquidez en un contexto en donde empresas deben hacer frente a pagos de sueldos y/o otros gastos recurriendo a sus tenencias en moneda extranjera, podríamos tener algunas jornadas interesantes para adquirir dólares.

Análisis y Estrategias: Bonos en dólares

En cuanto a la performance semanal, el Subíndice de Bonos Cortos en USD cayó -8,85% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por -8,54%. Sobre esto, en el último informe de Renta Fija Argentina de Research For Traders se comentó: “En cuanto a la deuda, la incertidumbre sobre la reestructuración de deuda que impulsa el Gobierno, que aún no presentó la oferta y el proceso se demora en parte por la atención en la pandemia del coronavirus, limita las mejoras de los precios que siguen operando en zona de default”. Asimismo, el pasado viernes 27, se publicó en la página web de Bolsar el Aviso de Pago de los intereses del PARY y PARA.

En cuanto a los avances de la reestructuración de la deuda, como mencionamos en el pasado Informe de Bonos, el viernes 20-mar-2020 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. Al final de la misma, el titular de la cartera esperaba que durante la semana pasada continuara el intercambio con bonistas, acción que según algunos medios periodísticos tuvo lugar, aunque parece que el foco está puesto en enfrentar los posibles efectos adversos del coronavirus.

Finalmente, tanto el Fondo Monetario Internacional como el Banco Mundial pidieron la suspensión del cobro de deudas a “países pobres” en virtud de la situación actual, concretamente de la deuda contraída contra organismos multilaterales de crédito. Sobre esto, *Ámbito Financiero* consultó al economista argentino Hector Torres, ex director ejecutivo del FMI, quien explicó: “Por una parte, sólo beneficia a los países con un ingreso per cápita menor a \$1,175. En segundo lugar, se trata sólo de postergar los pagos de la deuda pública contraída con el Club de París y otros acreedores bilaterales (notablemente China). Los países en desarrollo, además de postergar esos pagos, necesitan asistencia urgente y masiva para enfrentar una pandemia que, además de numerosos muertos, puede generar más pobreza, más inestabilidad política y más presiones migratorias”. Cabe resaltar, que este pedido de alivio salió del seno de la AIF, una entidad del BM que brinda financiamiento a países pobres, y si bien Argentina tiene una problemática de deuda, desde *Ámbito* comentaron: “Si bien Argentina no se encuentra alcanzada por el pedido reciente del FMI y el Banco Mundial, ya que no integra el listado de países que reciben préstamos del AIF, en los últimos tiempos también ha recibido guiños por parte del Fondo en el marco de la negociación de la deuda con acreedores privados”.

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 27 de marzo: “...el escenario volvió a deteriorarse para Argentina, con mayores presiones inflacionarias y un aumento del riesgo de default. Sobre esta base, sugerimos aprovechar la caída del tipo de cambio implícito para reducir la exposición a inversiones en pesos, especialmente teniendo en cuenta que la apreciación parece alentada por efectos transitorios vinculados a las necesidades de liquidez del sector corporativo. Complementando lo anterior, vemos valuaciones demasiado castigadas para los bonos en dólares (recomendamos Globales del tramo 2021-26)”.

Bonos en USD: Ley Local y Extranjera

Bono	DM	TIR	Paridad
AY24D	0,14	357,11%	27,28
A2E2D	1,02	120,44%	28,71
AA25D	1,88	71,61%	22,42
A2E7D	3,30	39,50%	28,16
AA37D	2,24	43,35%	22,23
AA46D	5,16	19,42%	43,53
AC17D	3,26	30,49%	26,33

Fuente: informe Diario IAMC

Bonos en USD: Reestructuración 2005

Bono	DM	TIR	Paridad
DICAD	2,42	49,35%	24,10
PARAD	6,36	21,43%	25,10
DICYD	3,35	33,38%	35,56
PARYD	6,80	19,47%	28,25

Análisis y Estrategias: Títulos públicos en pesos

Con respecto a los títulos en moneda blanda, los mismos tuvieron también una dinámica mixta en la última semana, con el Subíndice de Bonos Cortos en pesos del IAMC avanzado un +1,77% y el de Bonos Largos un -5,64%. Asimismo, la semana pasada se publicaron los avisos de pago correspondientes a los siguientes instrumentos: S30S9, X30S9, V03O9 y PARP/PAP0.

Si bien es importante en el contexto actual tener en cuenta algunos consejos como, priorizar la liquidez a través de cauciones y FCI Money Market, podemos trabajar algunas alternativas en pesos. En primer lugar, ya sea una persona física o jurídica, debe tener un cronograma de ingresos y gastos y distintos escenarios de prolongación de la cuarentena y cómo se afectan nuestros ahorros: tengamos en cuenta que, como escenario negativo, el “lockdown” de Wuhan en Hubei duró desde el 23-ene-2020 hasta el 04-abr-2020, 76 días, mientras que la cuarentena promedio de las distintas localidades de Hubei fue de 60 días. En consecuencia, en un plano muy conservador, tendríamos que tener el flujo de entradas y salidas de dinero realista que tendríamos en caso de la cuarentena se prolongara por 60 jornadas. Hecho esto, vemos si es necesario tocar nuestros ahorros o carteras para generar liquidez, o si por el contrario vamos a poder “fondear” debido a que nuestros gastos mermaran y nuestros ingresos quizás se mantengan. De esta manera, el dinero necesario para cubrir gastos se invierte en cauciones, FCI Money Market y Dólar Bolsa desde el momento del ingreso de los fondos hasta el momento en que se necesitan, y para los posibles sobrantes de fondos (si es que existen) podemos buscar alternativas de inversión: en acciones, Cedears y bonos, pero considerando márgenes de seguridad.

Dicho esto, las recomendaciones dentro de la renta fija en pesos volcada en el último informe de Renta Fija Argentina de Research For Traders es: “Por ahora, mantenemos la estrategia de

COMPRAR el Botapo (TJ20), el Bono Dual 2020 (AF20) y el Boncer 2020 (TC20). Asimismo, sostenemos en COMPRAR la Lecap con vencimiento en el corriente mes S3OS9 (30/03/2020) y en abril S11O9 (08/04/2020) junto a la S311O9 (28/04/2020)". De entre estas opciones, preferimos las Lecaps y el TC20 (con una importante participación del sector público, se estima en torno al 80%). Sin embargo, remarcamos que los reperfilamientos compulsivos son más probables que antes, debido al contexto actual.

Bonos en Pesos + CER

Bono	DM	TIR	Paridad
TC21	1,00	57,02%	59,07
TX21	1,06	52,00%	59,16
TC23	2,48	21,33%	66,70
PR13	1,52	37,92%	60,00
TD21	0,84	65,29%	80,64
DICP	5,04	18,35%	51,39
PARP	10,15	11,18%	37,24

Fuente: informe Diario IANIC

Bonos en Pesos a Tasa Variable

Bono	DM	TIR	Paridad
PBY22	1,02	115,61%	51,96
BDC22	1,09	63,10%	81,26
BDC24	1,76	62,02%	68,88
AA22	1,05	81,78%	66,98
TB21	0,83	93,69%	67,53
PBA25	1,28	86,41%	54,97

Lecaps

Bono	TIR
S11O9	668,2%
S31O9	3255,8%
S15N9	1574,6%
S28F0	751,8%
S30A0	601,9%
S29Y0	349,7%
S311O	184,9%

¡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.