

Informe de bonos: semana del 30 de marzo al 03 de abril de 2020

04 de abril, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 30 de marzo al 3 de abril?

En el informe de la semana pasada, comentábamos que tras la irrupción del brote de COVID-19, y su impacto en los mercados y economías del mundo, el S&P 500 se había visto totalmente imposibilitado de anotar más de una jornada alcista consecutiva. Sin embargo, esta dinámica negativa pudo verse truncada desde el anuncio del pasado martes 24 de políticas fiscales expansivas y monetarias expansivas más profundas en EEUU. Como contracara de esto, esta semana los datos macroeconómicos no acompañaron: tras el récord histórico de 3,3 millones de pedidos por subsidios por desempleo en EEUU la semana pasada, el jueves se logró un nuevo hito y se solicitaron 6,6 millones esta semana.

De esta manera, viernes a viernes, el S&P 500 cerró la semana -2,08% abajo luego de confirmarse que la epidemia de coronavirus causó un abrupto final del periodo de creación de empleo más prolongado de la historia de EEUU. Con el S&P 500 ya operando -25% por debajo de su máximo récord anotado en febrero, la extensión de la caída en el mercado laboral podría estar en gran medida ya descontada en la valuación de las acciones en el mercado secundario. Finalmente, el S&P 500 dejó una señal de “Death Cross” o “Cruce de la Muerte”, luego de que la media móvil de 50 ruedas cruzara a la baja la media móvil de 200 ruedas.

Desde los mercados emergentes, comienzan a surgir incipientes buenas noticias desde China. Se conoció el PMI manufacturero oficial correspondiente a marzo de ese país, y el mismo llegó a los 52 puntos, lo que indica una expansión. De esta manera, se superaron las expectativas contractivas del mercado. No obstante, si bien esta medición indica que la actividad económica se reinicia, se espera que en marzo los indicadores de producción industrial y las ventas minoristas, hayan registrado caídas entre el -11,6% y -6% interanual. Lamentablemente, a nivel mercado, el índice bursátil chino de Hong Kong conocido como HSI presentó un retroceso semanal del -1,06%.

En el espectro emergente, en un plano más general, la renta fija y variable tuvieron un septenario negativo, con sus referencias el iShares J.P. Morgan EM High Yield Bond ETF (EMHY) y iShares MSCI Emerging Markets ETF (EEM), cayendo un -2,60% y -0,66%, respectivamente. Finalmente, vimos como el Índice Dólar o DXY también ganó fuerza nuevamente, subiendo un +2,36% con la tasa a 10 años de los Estados Unidos comprimiendo desde el nivel de 0,676% a 0,599%.

A nivel local, el S&P Merval cerró el 3 de abril en 26.505,41 puntos, +10,17%, a contramano del espectro emergente y a través de una baja en Riesgo País. Entre las noticias principales a nivel local, el viernes se conoció que la producción de soja de la campaña 2019/20 caería en 5,6 millones de toneladas. Se debe a una merma de rendimientos, que se verifica a medida que avanza la cosecha. De concretarse esta previsión, la trilla de la campaña 2019/20 se ubicará -10,2% por debajo de lo cosechado en el ciclo 2018/19. Asimismo, de acuerdo a la consultora privada OJF, la inflación de marzo registró una suba de +3,6% mostrando una importante aceleración respecto a febrero (1,9%). En este caso, contribuyó el incremento del +10,7% en el rubro educación, explicado por los ajustes en las matrículas escolares y otros bienes asociados al inicio de las clases.

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			
03/04/2020	2,01%	-1,09%	16,90%	17,72%	11,28%	3,50%	3.708

En lo que respecta al riesgo país, el 03 de abril el spread alcanzó los 3.708 puntos, con una clara tendencia semanal bajista. De esta manera, vemos un retroceso de -458 bps desde el 27 de marzo al 03 de abril, pero de avance por 1.445 puntos desde principios de marzo y de 1.520

desde que comenzó la gestión del nuevo gobierno en Argentina. Por otro lado, la dinámica tanto semanal del Índice de Bonos General del IAMC acompaña los datos antes mencionados: +11,28% en pesos, y +10,42% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$64,91 (+0,78% semanal) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 88,42 y avanzó viernes a viernes un +3,50% (aunque considerando una comisión del 1%, el tipo de cambio para comprar dólares por bolsa puede llegar a 89,30). De esta manera, dado que el tipo de cambio vendedor de Banco Nación se ubicó en 66,0 pesos sin impuesto solidario y 85,80 con impuesto, el MEP continúa siendo una alternativa menos competitiva en cuanto a precio. Finalmente, observamos que desde el 28 de febrero hasta el 30 de marzo la base monetaria creció un 33,56%. Sin embargo, cabe resaltar un detalle sobre este tema recogido en BAE Negocios: “...la fuerte emisión monetaria de marzo todavía no llegó a la calle. Si los pasos para que los billetes lleguen a circular son dos, es decir primero que el BCRA le dé liquidez a los bancos y segundo que ellos ofrezcan préstamos, por ahora ocurrió sólo el primero. De los \$596.962 millones emitidos en los primeros 26 días de marzo, \$520.321 millones aún estaban en las cuentas corrientes que los bancos tienen en el BCRA”.

Análisis y Estrategias: Bonos en dólares

En cuanto a la performance semanal, el Subíndice de Bonos Cortos en USD avanzó +16,00% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por +16,81%. Sobre esto, en el último informe de Renta Fija Argentina de Research For Traders se comentó: “A nivel local, más allá que muchos inversores aprovecharon los bajos precios, impactó positivamente sobre los precios el hecho que el Gobierno viene pagando las rentas de bonos en dólares (a finales de marzo se abonaron los intereses de los bonos Par y la próxima semana se abonará la renta del AO20)”.

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. Luego, el 31 de marzo se conoció un documento disponible en la página del Ministerio de Economía, titulado “Lineamientos para la sostenibilidad de la deuda”. En el mismo, si bien se pone por escrito la sustancia de lo expuesto el viernes 20 de marzo, no se brindan claves adicionales sobre la oferta. No obstante, se establece que en la reestructuración se requerirá un período de gracia y una reducción de cupones sustanciales, y “menciona que de ser necesaria se considerará una quita nominal”. A pesar de esto, sostenemos que es poco probable un escenario sin quita de capital, además que resaltamos que si bien la quita de capital tiene “mala prensa”, el haircut es un concepto más amplio.

Este concepto, el cual abordamos con un mayor lujo de detalles en el “Informe de bonos: semana del 23 al 27 de septiembre” de Rosario Finanzas, puede ser definido de dos maneras: de la comparación del valor del nuevo bono que recibo en intercambio por mis viejos títulos versus el valor técnico de estos últimos; o, a través de la comparación del valor de los nuevos instrumentos recibidos por el inversor post re estructuración contra la valuación de los instrumentos originales en el caso que estos no hubiesen sido reestructurados/defaulteados.

En ese sentido, hagamos un ejercicio ilustrativo de valuación del AA25 al 05/04/2020. Asumimos que ese día, se toman nuestros títulos a Valor Técnico (102,7 según IAMC) y que este es el capital del nuevo título a recibir. El nuevo título, no pagaría intereses hasta el 05/10/2023 y su vencimiento final sería el 05/04/2040. Además, la nueva tasa de cupón sería del 3,75% (simil PARA) y se capitalizaría (de manera multiplicativa durante los 6 semestres que no se abonan los intereses. Luego, el capital que sería de 102,7 (valor de rescate del AA25 sin quita de capital) se pagaría en 20 cuotas iguales desde 2030 a 2040. Asumiendo una Exit Yield del 10%, el valor del nuevo bono a recibir sería de USD 50,26 cada USD 102,7 de deuda, lo que implica una paridad en torno a 50%. Con estos precios, procedemos a calcular la quita: versus valor teórico del AA25 si se mantuviese performing y cotizase con una TIR del 10%, la misma se ubicaría por encima del 40%, mientras que con respecto al valor técnico del AA25 sería superior al 50%. No obstante, si esta fuese la propuesta, el upside con respecto a los precios actuales de USD 28,7 sería del 75,21%.

¿Cuál es la moraleja entonces? Cuidado con el espejismo que genera la “buena prensa” de la no quita de capital. Para cerrar esto, traigo a colación una nota publicada en el diario La Nación el 22 de enero de 2005 y titulada “Los especialistas optan por el Discount”, en el marco de la reestructuración de 2005. Concretamente, en la misma se consigna: “A pesar de ser el que tendrá una quita mayor, el bono Discount sería la mejor alternativa del menú que ofrece el Gobierno para aquellos ahorristas que quieran vender sus nuevos títulos en el mediano plazo y así recuperar los fondos invertidos”. Asimismo, si bien el contexto y las perspectivas volcadas en la misma no se cumplieron, otras líneas interesantes son las siguientes: “... una cierta ilusión óptica con el bono Par, porque el bonista piensa que no pierde y le gusta pensar que mantiene el 100% del capital que invirtió” y “La única razón para elegir el Par es si se piensa que habrá una nueva crisis de la deuda. En ese escenario, el Discount puede llegar a sufrir una quita sobre otra quita”. En consecuencia, si nos toca vivir un “revival” de un nuevo Discount y un nuevo Par en 2020, como algunos analistas señalan, analizar ambas alternativas, Excel en mano, y no abalanzarse encima de una posible alternativa “porque no tiene quita de capital”.

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 03 de abril: “...seguimos apostando por bonos soberanos en dólares priorizando Globales del tramo 2021-26 (AA21, A2E2 y AA26) y también Bonares cortos (AO20 y AY24)”. Con una alineación parcial a esta estrategia, en el informe Balanz Weekly del 30 de marzo los analistas de esta firma comentaron: “Bajo este contexto, creemos que los precios actuales son buenos puntos de entrada, dado que ya incorporan un escenario de reestructuración dura, reflejando no solo una alta probabilidad de default sino también un escenario de default extendido. En nuestro reporte vemos que aun en casos agresivos, los nuevos precios se encontrarían por encima de valores actuales. A pesar de esto, no descartamos mayor volatilidad en el corto plazo, especialmente luego de que las medidas del gobierno por el COVID-19 comiencen a impactar en la economía y en las cuentas fiscales. Dentro de la curva preferimos el tramo medio, destacando el Global26. Mientras que, para quienes prefieran el tramo corto, creemos que es una buena oportunidad para migrar de bonos bajo ley local a ley extranjera.

También vemos atractivos a los Discount bajo ley NY, que se encuentran operando a un buen precio por sobre los Globales para la opción de un mejor tratamiento”.

Bonos en USD: Ley Local y Extranjera

Bono	DM	TIR	Paridad
AY24D	0,20	264,34%	30,68
A2E2D	1,07	107,20%	32,15
AA25D	2,11	58,30%	27,95
A2E7D	3,45	36,52%	30,84
AA37D	3,02	33,67%	27,71
AA46D	5,13	19,48%	43,48
AC17D	3,74	26,46%	29,93

Bonos en USD: Reestructuración 2005

Bono	DM	TIR	Paridad
DICAD	2,82	41,36%	28,88
PARAD	6,42	21,08%	25,68
DICYD	3,58	30,10%	39,42
PARYD	7,16	17,87%	31,38

Fuente: informe Diario IAMC

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 +2,01% y el de Bonos Largos un -1,09%. Como detalle adicional, desde Research For Traders comentaron que “...Los precios de los bonos Par, PR15 y AA22 cayeron demasiado debido al corte de cupón que tuvieron por el pago de los intereses correspondientes”. Asimismo, la semana pasada se publicaron los avisos de pago correspondientes a los siguientes instrumentos: S1109 y PR15.

Bonos en Pesos + CER

Bono	DM	TIR	Paridad
TC21	0,98	57,94%	58,81
TX21	1,03	55,75%	57,44
TC23	2,47	20,62%	67,74
PR13	1,61	28,35%	67,36
TD21	0,79	73,89%	76,51
DICP	4,99	18,65%	50,57
PARP	9,74	12,73%	32,25

Bonos en Pesos a Tasa Variable

Bono	DM	TIR	Paridad
PBY22	1,11	96,32%	57,06
BDC22	1,11	59,17%	81,58
BDC24	1,81	59,36%	67,55
AA22	1,23	76,03%	64,79
TB21	0,83	94,59%	65,92
PBA25	1,32	82,37%	54,19

Lecaps

Bono	TIR
S1109	4512,6%
S3109	705,9%
S15N9	643,6%
S28F0	499,1%
S30A0	400,9%
S29Y0	348,2%
S31L0	196,1%

Fuente: informe Diario IAMC

¡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.