

Informe de bonos: semana del 06 de abril al 09 de abril de 2020

11 de abril, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 6 al 9 de abril?

En el marco de una semana de operaciones reducida por los feriados de semana, el lunes 6 comenzó el segundo septenario del cuarto mes del año. La principal novedad por la mañana, en el plano local, fue la decisión del gobierno de postergar hasta el 31 de diciembre de 2020 (inclusive) los pagos correspondientes a la deuda emitida en dólares bajo legislación argentina (AO20, AY24, AA25, AA37 y Letes). De este modo, se logra liberar pagos de dólares locales, que no son susceptibles de litigios, a la espera de renegociar los vencimientos internacionales de bonos que contienen cláusulas de Cross Default y aceleración (aún aquellos del canje de 2005, que parte de la comunidad inversora entendíamos que contaban con salvaguardas mayores, tal y como lo reflejaban ciertos informes de Research y medios de información como Bloomberg). Por otro lado, a nivel global, los comentarios apuntaban a que Rusia y Arabia estarían cerca de lograr un acuerdo sobre los recortes en la producción de petróleo. No obstante, el retraso en la reunión de la OPEP y sus aliados (prevista para el lunes) al jueves generó más tensión y el Brent operaba en esos momentos casi un 2,0% a la baja. Finalmente, los dichos de Trump sobre que la pandemia estaba estabilizándose y la aparente desaceleración de las muertes en Nueva York, llevaban a los Futuros de S&P operar casi un +4,60% arriba. En contraposición, el cirujano general de EEUU, Jerome Adams informaba por Fox que la próxima semana será "la más dura y triste de la vida de la mayoría de los estadounidenses". Finalmente, el Índice de Bonos General del IAMC cayó un 2,05% en dólares en esta jornada, y si bien los bonos ley argentina presentaron fuertes caídas, aquellos de ley extranjera tuvieron una performance mixta, mostrando el mercado una primera reacción "amateur" según economistas y analistas.

Ya en la mañana del martes, las principales novedades venían del frente internacional: por un lado, por primera vez en el 2020, China no registró nuevas muertes por COVID-19, y por el otro, la operatoria alcista del petróleo y del S&P 500. Mientras que el primero reaccionaba favorable ante

las esperanzas de un acuerdo de restricción de la producción, el segundo era respaldado por los informes de un cuarto paquete de apoyo económico publicado el lunes en EEUU que ayudaría a responder las dudas sobre las inconsistencias de las medidas tomadas hasta el momento. Finalmente, a nivel local, al cierre se observaron caídas generalizadas en los bonos, de la mano de una mayor aversión al riesgo global y el downgrade de Argentina por parte de la calificadora S&P de CCC a “Default Selectivo”. Esta mayor aversión al riesgo mencionada, se vio de manera clara en el S&P 500: a pesar de haberse registrado subas de hasta el +3,5%, el S&P 500 cerró la jornada con una caída del -0,2%. Esta reversión se debió principalmente a las caídas en el precio del petróleo, como así también a renovadas dudas sobre la reacción de los mercados a la evolución del COVID-19 y la respuesta a este último por parte de las economías, como así también el abrupto aumento de la cantidad de muertes en la ciudad de NY.

Luego, el miércoles por la mañana las principales claves locales eran que tras consultar con los gobernadores, el gobierno habría decidido extender la cuarentena, flexibilizando “muy paulatinamente” algunas actividades a partir del lunes, y que las provincias recibirán 120 billones de pesos para paliar la crisis actual. A nivel internacional, trascendió que Trump culpó a la OMS por actuar tarde y amenazó con retener los fondos de la organización. Además, si bien por la mañana del martes el petróleo reanudó las subas ante las esperanzas de un acuerdo de precios entre la OPEP y aliados, por la tarde el barril se hundió al nivel más débil desde el comienzo de Abril, debido a que los inversores dudaban sobre si los países productores serían capaces de llegar a un acuerdo que implique una reducción de la producción capaz compensar la pérdida de demanda sin precedentes por el coronavirus. Sin embargo, el miércoles por la mañana el crudo operaba nuevamente alcista. Por la tarde, el S&P 500 americano verificó una suba en torno al +3,4% debido a un renovado optimismo inversor en torno a las medidas de estímulo y la posibilidad de una reapertura temprana de la economía. Además, se conoció la novedad de que el candidato demócrata más “anti mercado”, Bernie Sanders, puso fin a su campaña dejando al ex vicepresidente Joe Biden como potencial nominado para enfrentarse a Trump.

Finalmente, el jueves el mercado de acciones en EEUU operó normalmente, mientras que el de bonos lo hizo en jornada reducida. Entre los datos macroeconómicos más importantes, se conoció en el país del norte las nuevas peticiones de subsidio por desempleo, indicador que se publica

semanalmente, y que nuevamente arrojó una cifra peor a la esperada por el consenso de mercado. Concretamente, se presentaron 6.606.000 de solicitudes, acumulándose 16.537.000 nuevas solicitudes en las últimas tres semanas. Por otro lado, en cuanto a la reunión de la OPEP+, si bien parece haber un consenso entre Rusia y Arabia, con un rol protagónico de EEUU, México se ha resistido a cooperar. Sobre esto, desde CNN comentaron dos cuestiones: por un lado, el hecho de que “México se negó a apoyar el acuerdo, y los participantes de la reunión dijeron en una declaración que el acuerdo final está condicionado al consentimiento del país” y, por el otro, “... Incluso si se concreta el acuerdo, la disminución de la producción equivaldría a solo alrededor del 10% del suministro habitual de petróleo en el mundo, muy por debajo de las estimaciones de cuánta demanda de petróleo se ha derrumbado a raíz de la crisis del coronavirus. Y es poco probable que frene la caída masiva de los precios del petróleo en los últimos meses”.

Finalmente, a pesar de los malos datos macroeconómicos, cabe destacar que el S&P cerró una jornada favorable el jueves, y avanzó un +12,10% a lo largo de la semana. Según resaltaron desde El Cronista, este entusiasmo surgió “... después que se conoció el plan de la Reserva Federal de proporcionar USD 2.300 en préstamos a hogares, eclipsando los malos datos en las solicitudes de desempleo”. Asimismo, la FED también apoya con herramientas como proveer colateral para los cheques emitidos por compañías, liquidez a los municipios y la compra de títulos de deuda de compañías que han sido degradadas desde “grado de inversión” hacia Ba3 inclusive. Así, como consecuencia directa de esto último, los bonos emergentes se vieron favorecidos, y avanzaron del viernes 03 de abril al jueves 08 un +4,50%.

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			
08/04/2020	-0,73%	0,66%	-9,40%	0,22%	-3,44%	6,63%	3.858

En lo que respecta al riesgo país, el 09 de abril el spread alcanzó los 3.858 puntos, con una nueva tendencia semanal alcista. De esta manera, vemos una suba de +150 bps desde el 03 al 09 de abril, pero un avance por 1.595 puntos desde principios de marzo y de 1.670 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: -3,44% en pesos, y -3,81% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$65,16 (+0,39% semanal) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 94,27 y avanzó viernes a viernes un +6,63% (aunque considerando una comisión del 1%, el tipo de cambio para comprar dólares por bolsa puede llegar a 95,22). De esta manera, dado que el tipo de cambio vendedor de Banco Nación se ubicó en 66,50 pesos sin impuesto solidario y 86,45 con impuesto, el MEP continúa siendo una alternativa menos competitiva en cuanto a precio.

Análisis y Estrategias: Bonos en dólares

En cuanto a la performance semanal (medida desde el 03 al 08 de abril), el Subíndice de Bonos Cortos en USD cayó -9,75% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por -0,17%. Esta dinámica, fue claramente a contramano de la observada en el Índice de bonos emergentes (EMHY), el cuál presentó un alza en el mismo período de aproximadamente un +4,50%.

En cuanto a ciertas aristas y los avances de la reestructuración de la deuda, en informe semanal de Stockbrokers del 6 de abril comentaron: “Además de la deuda con privados, está también un pago con el Club de París, que quizás se pueda refinanciar, porque es deuda no exigible. En total las obligaciones con bonistas y organismos internacionales para mayo ascienden a un monto cercano a los USD 4,800 millones. Por cierto, Martín Guzmán, dijo días atrás que el país

continuará renegociando durante esta semana y la próxima con los tenedores de bono. En tanto, en Wall Street dicen que el Ministro de Economía está informando a los principales acreedores que la propuesta de reestructuración de la deuda soberana incluirá períodos de gracia para el pago de capital e intereses que llegarán hasta el 2024”. No obstante, desde la consultora Quantum Finanzas de Daniel Marx, estimaron que tras el nuevo DNU que posterga los pagos en dólares bajo ley local, se calculó que las erogaciones por la totalidad de pagos de deuda (moneda local inclusive) en mayo se ubica en torno a USD 3.772 millones, siendo los pagos a los organismos internacionales 2.732 millones, sin observarse pagos en moneda extranjera al sector privado.

Sin embargo, el 22 de abril el país debe enfrentar el pago de tres bonos, concretamente del AA21, el AA26 y el AA46. Estos vencimientos, totalizarían unos USD 503 millones. Sobre la suerte de estos pagos, Ámbito Financiero consultó al economista Gustavo Ber que comentó lo siguiente: “Se abren dos caminos: uno que abone en tiempo y forma, lo cual le otorgaría mayores chances de que la renegociación siga su curso a lo largo del año. O caso contrario, que solicite un período de gracia 30 días, lo cual también podría ser leído de una manera más cautelosa por parte de los tenedores de bonos bajo ley extranjera”.

En términos de estrategia, considerando que los bonos están prácticamente a “precios de default” y que el mercado parece estar esperando una propuesta agresiva, en el informe Balanz Weekly del 06 de abril los analistas de esta firma comentaron: “...el riesgo que existe para los bonos bajo ley local, es que se conviertan en la variable de ajuste en caso que el acuerdo del Gobierno con los acreedores externos no sea suficiente para alcanzar un nivel de deuda sostenible”. Además, en cuanto a posicionamiento resaltan: “No descartamos futuras caídas en los precios de los bonos en el corto plazo, en caso que el Tesoro efectivamente entre en default, e incluso cuando los efectos del COVID-19 empiecen a reflejarse en las cuentas fiscales y el crecimiento económico. Dentro de la curva preferimos el tramo medio y largo, destacando el Global26 y el Century. También vemos atractivos a los Discount bajo ley NY, cuya diferencia de precio con el resto de los bonos parece razonable por tener la opción de un mejor tratamiento”.

Bonos en USD: Ley Local y Extranjera

Bono	DM	TIR	Paridad
AY24D	0,60	173,61%	28,24
A2E2D	1,03	112,67%	31,22
AA25D	2,00	70,88%	22,08
A2E7D	3,33	38,46%	29,27
AA37D	2,43	42,61%	21,88
AA46D	5,09	19,55%	43,42
AC17D	3,45	28,55%	28,07

Fuente: informe Diario IAMC

Bonos en USD: Reestructuración 2005

Bono	DM	TIR	Paridad
DICAD	2,51	49,38%	23,68
PARAD	5,87	23,74%	22,17
DICYD	3,48	31,13%	38,31
PARYD	6,99	18,51%	30,16

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 cayendo un -0,73% y el de Bonos Largos subiendo un +0,66%. Sobre esto, desde Research For Traders comentaron: “Los bonos en pesos de corta duration terminaron mostrando en las últimas tres ruedas precios a la baja, en tanto los de más largo plazo tuvieron cotizaciones dispares. Esto se dio a pesar que calificadoras de riesgo bajaron la nota crediticia del país, y que el Gobierno postergara los pagos de bonos en dólares que rigen bajo ley local hasta fin de año”. Asimismo, el retroceso de los bonos cortos estuvo influido también por la caída en la cotización del TC20, tras conocerse la propuesta de canje por parte del gobierno por una canasta de 4 instrumentos.

En lo que respecta al nuevo canje, si bien los TC20 son tomados a valor técnico, lo que implica que el gobierno no desconoce parte de la deuda en capital o intereses al día del canje, el canje propuesto implica que este valor técnico se abona “en especie” con otros títulos. Los nuevos instrumentos a recibir, dos letras y dos bonos, todos ajustan por CER. Sin embargo, a la hora de decidir cuantos nominales recibe el inversor que entra al canje, el Estado convalida un precio superior al que se observa o se podría observar en el mercado secundario en base a activos similares por los nuevos bonos. En este sentido, pareciese que uno ingresa al canje con unos títulos cuya paridad es mayor que la paridad promedio de la canasta a recibir.

En consecuencia, no vemos atractivo en comprar TC20 para participar de este canje, como así también el hecho de que si se participase del canje y se desease vender la canasta, probablemente se obtendrían menos fondos que el valor técnico adeudado. Desde el punto de

vista cualitativo, los inversores deben tener en cuenta que los riesgos de reperfilamiento compulsivo son mayores, debido a las necesidades del Estado de disponer de la mayor cantidad de recursos fiscales posible. En consecuencia, podría ser una decisión conservadora la participación total o parcial de aquellos que pueden esperar al vencimiento de los nuevos títulos. Finalmente, recordamos que la oferta mínima para participar del canje es VNO \$10.000 de Boncer 2020.

Antes de cerrar, hacemos un comentario más general sobre la deuda en pesos. Tras el reperfilamiento del AF20, dejando consideraciones estratégicas del gobierno de lado, vemos que comenzaron a predominar los títulos que ajustan por CER en los canjes, en detrimento de aquellos que seguían a la tasa Badlar. Según fuentes de mercado, este cambio obedece a que los títulos que siguen a la inflación parecen ser más del agrado de los fondos de inversión extranjeros cuya participación en las operaciones de canje es clave.

Sin embargo, este tipo de títulos no estuvo exento de polémicas en la historia reciente, debido a la falta de confianza en las mediciones del IPC por parte del INDEC desde el 2007 al 2015, aspecto sobre el que es clave prestar atención. Entre las razones por las cuales se pudo haber incurrido a manipulaciones, el economista Pablo Gerchunoff en su libro “El ciclo de la ilusión y el desencanto” señala un posible “intento de maquillar la realidad en un año electoral” y/o “un intento de minimizar los pagos de deuda pública ajustados por inflación”.

Sobre esto último, Gerchunoff comenta en su libro: “... si el objetivo era bajar el costo de la deuda, la estrategia no contó con el aumento [creemos que el autor quiso decir “reducción”] en el riesgo país que eso implicaría –al ser percibida como un default encubierto-, lo que encareció las emisiones futuras. El gobierno entonces transformaría el vicio en virtud: la imposibilidad de acceder al crédito a tasas razonables sería comunicada como una estrategia de desendeudamiento deliberada, financiada con reservas del Banco Central. El crédito se iría volviendo más caro y escaso, y durante la crisis internacional se harían colocaciones directas con Venezuela a una tasa en dólares cercana al 15%, muy por encima de lo que la pagaban países comparables. Adicionalmente, la falsificación de las estadísticas dejó al país sin un indicador clave

para construir un mercado local de deuda indexada, limitándose así las posibilidades de financiamiento en pesos a largo plazo, con el consiguiente efecto perjudicial sobre la inversión”.

<i>Bonos en Pesos + CER</i>				<i>Bonos en Pesos a Tasa Variable</i>				<i>Lecaps</i>	
Bono	DM	TIR	Paridad	Bono	DM	TIR	Paridad	Bono	TIR
TC21	0,93	66,29%	55,36	PBY22	1,15	87,80%	59,18	S3109	736,7%
TX21	1,01	58,28%	56,47	BDC22	1,11	56,97%	81,25	S15N9	765,7%
TC23	2,45	21,07%	66,95	BDC24	1,89	54,57%	68,98	S28F0	601,9%
PR13	1,58	28,73%	67,03	AA22	1,22	78,24%	61,98	S30A0	474,0%
TD21	0,77	75,61%	76,04	TB21	0,80	101,61%	62,75	S29Y0	330,5%
DICP	4,98	18,58%	50,62	PBA25	1,62	78,40%	49,42	S31L0	-
PARP	9,58	13,31%	30,52						

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.