

Informe de bonos: semana del 13 al 17 de abril de 2020

19 de abril, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 13 al 17 de abril?

A nivel global, se conocieron las estimaciones preliminares de actividad económica del Fondo Monetario Internacional, a través de su World Economic Outlook de Abril de 2020. Como resultado del coronavirus y de las medidas que los gobiernos están tomando para frenar su avance, desde el organismo estiman que el PBI mundial caerá este año un -3,3%, un retroceso peor al observado en la crisis financiera de 2009. Luego, asumiendo que la pandemia se disipa en el segundo semestre de 2020, se espera un rebote del +5,8% en 2021. En lo que respecta a la performance puntual de ciertos países y regiones, se espera que el PBI de EEUU tenga una variación de -5,9% y +4,7% en 2020 y 2021, mientras que para la Zona Euro se proyecta un -7,5% y +4,7%. Finalmente, para las economías emergentes el cambio sería del -1,0% y +8,5%. No obstante, dentro del espectro emergente, América Latina y El Caribe sufrirá más que las economías asiáticas, en donde se espera una desaceleración en 2020 y no una contracción, dado que se espera una caída del -5,2% en 2020 para luego anotar una suba del +3,4% el año que viene.

De esta manera, desde el jueves santo al viernes, el S&P 500 cerró la semana +3,04%. En consecuencia, en las últimas dos semanas, el índice de referencia operó con tendencia alcista. Por esto, pueden existir ya oportunidades de toma de ganancias (quizás parciales) para aquellos inversores posicionados en ciertos papeles tecnológicos. También, son atractivos los CEDEARs de Citigroup y Goldman Sachs, ya que algunos sostienen que sus valuaciones son baratas en relación a sus fundamentals. Luego, hacia el jueves se conocieron las nuevas peticiones de subsidio por desempleo en EEUU, que resultaron mayores a las esperadas. Si bien se observa una disminución con respecto a la semana pasada, el total acumulado del último mes es 21,8 millones de solicitudes. Finalmente, el último aspecto a considerar, es abordado de esta manera en el último informe Equity Semanal Internacional de Allaria Ledesma: “Esta semana comenzó oficialmente la temporada de resultados del 1q20 en EUA con la presentación de los balances de

bancos. El consenso espera una caída de 13,9% YoY en el EPS del S&P 500, que podría ser el mayor retroceso desde la crisis financiera”.

En el espectro emergente, en un plano más general, 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), cayendo un +0,13% y +2,57%, respectivamente. Finalmente, vimos como el Índice Dólar o DXY también ganó fuerza nuevamente, subiendo un +0,11% con la tasa a 10 años de los Estados Unidos comprimiendo desde el nivel de 0,729% a 0,642%.

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			
17/04/2020	21,93%	7,53%	19,62%	20,09%	20,28%	5,91%	3.487

En lo que respecta al riesgo país, el 17 de abril el spread alcanzó los 3.487 puntos, con una tendencia semanal bajista. De esta manera, vemos una caída de -371 bps desde el 09 al 17 de abril, pero un avance por 1.224 puntos desde principios de marzo y de 1.299 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: +20,28% en pesos, y +19,01% en USD. Esta performance, se vio claramente influida por las alzas observadas tras conocerse los primeros lineamientos de la oferta de reestructuración a la deuda bajo ley extranjera. En línea con esto, el analista Mariano Marcó del Pont fue citado en la edición impresa de La Nación del sábado 19 de esta manera: “Si bien no fue una buena, resultó mejor de lo que el mercado priceaba, lo que no quita que la negociación recién empieza y será dura”.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$65,86 (+1,07% semanal) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 99,84 y avanzó viernes a viernes un +5,91% (aunque considerando una comisión del 1%, el tipo de cambio para comprar dólares por bolsa puede llegar a 100,84). En este marco, tanto el MEP como en CCL estuvieron en la mira el gobierno: el jueves por la mañana, trascendió que el presidente del BCRA se encontraba analizando tomar medidas para contener el dólar implícito. Sobre esto, en la edición impresa del Clarín del jueves los comentarios fueron los siguientes: “En las últimas horas en los mercados especulaban con que será un planteo inicial agresivo [oferta de reestructuración] con una quita del 60% a valor presente y cuatro años de gracia. Esto da la pauta de que las negociaciones no serán fáciles. Estas versiones, junto con la alta emisión monetaria y la baja de tasas de interés, son uno de los motivos que empujan al alza a los dólares alternativos. Ayer [miércoles] el contado con liqui, la operatoria que usan las empresas para sacar dólares del país, subió 1,3% y llegó a \$109. Por su parte, el dólar bolsa o MEP, elegido por quienes buscan dolarizarse en el país, aumentó 1,9% y se ubicó en \$108”.

En lo que respecta a la inflación, en marzo la inflación minorista (IPC) aumentó +3,3% respecto a febrero de 2020, mientras que en los últimos 12 meses registró un incremento de +48,4%. La cifra final resultó superior a la esperada por los analistas del REM del BCRA, aunque levemente por debajo de algunas estimaciones privadas. Finalmente, mientras que en marzo la expansión de la base monetaria fue de 33,56%, en abril ya anota un 6,4%, aunque habiendo alcanzado un máximo de 6,87% el 07/04. La caída de -0,43% entre el 07/04 y el 15, podría explicarse por mayores subastas de Leliq para frenar el avance de los “dólares financieros”. Las razones de estas operaciones podrían entenderse, según lo que se explica en la edición impresa del Clarín del jueves 16, en que “...Para los analistas una brecha tan marcada pone presión sobre los precios”.

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 subió +18,35% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por +18,81%. Esta dinámica, fue claramente superior a la observada en el Índice de bonos emergentes (EMHY), y explicada principalmente por factores locales.

Como se mencionó anteriormente, la primera reacción del mercado a los escasos detalles de la oferta de reestructuración de deuda fue favorable. Los primeros lineamientos, una quita de intereses del 62% y de 5,4% de capital, ambos sobre el stock total de deuda y no sobre bonos puntuales, le permitieron al mercado descartar “planteos radicales” y restar grados de incertidumbre. A manera de resumen, en el informe Cierre Mercados 17-04-2020, desde Portfolio Personal Inversiones comentaron: “Semana de importantes definiciones en el mercado local, siempre con el foco en la reestructuración de la deuda. Con los precios moviéndose en función de las expectativas de la propuesta del Gobierno, y con plena incertidumbre durante gran parte de la semana. Finalmente, la oferta (o los primeros lineamientos) de canje llegó este jueves, y dio fin a las especulaciones que vienen marcando el movimiento de los precios en los últimos meses, y particularmente en las últimas ruedas. En cuanto a la reacción del mercado, los precios hoy reflejaron una buena primera lectura, si bien aún falta definir importantes detalles y las negociaciones con los acreedores recién comienzan”.

Propuesta de reestructuración de deuda bajo Ley Extranjera

A través de un Press Release (<https://bit.ly/2VjZr7X>), al cierre de mercado del viernes un adelanto de la propuesta (¿final?) de reestructuración de deuda soberana en bonos bajo ley extranjera. A grandes rasgos, se ofrecerán cinco nuevos bonos en dólares, con vencimientos 2030, 2036, 2039, 2043 y 2047, con quitas nominales (cantidad de nominales del bono nuevo que recibo por la cantidad del bono viejo que entrego) que van desde el 0% al 12% dependiendo de los títulos que se entregan. Los títulos no devengarán ni capitalizarán intereses desde 2020 a 2022 (inclusive), y parece que no se tomarán los intereses corridos como capital adeudado (sujeto a confirmación). A continuación, se presenta un resumen de las alternativas por las que pueden optar los inversores y de los nuevos bonos a emitirse en canje:

	Grupo 1		Grupo 2		Grupo 3		Grupo 4		Grupo 5	
Bonos considerados	AA21		AA26		AA46		DICY		PARY	
	A2E2		A2E7		AE48					
	A2E3		A2E8		AC17					
¿Qué bono puedo elegir?	Vto	Rel. Canje								
	2030	88,00	2030	88,00	2036	95,00	2039	140,20	2043	100,00
	2036	95,00	2036	95,00	2047	95,00	2043	140,20	2047	95,00
	2047	95,00	2047	95,00			2047	133,19		

Fuente: Elaboración propia de Julio Calcagnino en base al Ministerio de Economía.

Nuevo Bono	Vencimiento	Intereses: todas las opciones son Step-Up		Amortizaciones: anuales e iguales
2030	15/11/2030	2023 a 2025	0,50%	5 cuotas a partir de 15/11/26
		2026 a 2027	1,00%	
		2028 a 2030	1,75%	
2036	15/11/2036	2023	0,50%	6 cuotas a partir de 15/11/31
		2024 a 2025	1,50%	
		2026 a 2027	2,75%	
		2028 a 2036	3,88%	
2039	15/11/2039	2023	0,60%	11 cuotas a partir de 15/11/29
		2024 a 2025	1,75%	
		2026 a 2027	4,00%	
		2028 a 2039	4,50%	
2043	15/11/2043	2023	0,60%	11 cuotas a partir de 15/11/30
		2024 a 2025	3,00%	
		2026 a 2029	3,63%	
		2029 a 2043	4,88%	
2047	15/11/2047	2023	0,50%	20 cuotas a partir de 15/11/28
		2024 a 2025	1,75%	
		2026 a 2027	3,75%	
		2028 a 2047	4,75%	

Fuente: Elaboración propia de Julio Calcagnino en base al Ministerio de Economía.

En base a las metodologías que comentamos en los Informes de Bonos anteriores, estructura de flujos, exit yield y fecha de valuación, elaboramos una tabla en donde estimamos cuáles serían los posibles valores de nuevos bonos a emitirse. Como fecha de valuación, elegimos el 20/04/2020. Sin embargo, existen distintas posturas: algunos informes tomaron el 10/05/2020, desde la presentación del Press Release y teniendo en cuenta que el ministro Guzmán declaró que hay 20 días para decidir si la propuesta, otros 35 días después del 22/04/2020 que sería el tiempo que tiene Argentina hasta incurrir en un default. A continuación, se presenta una tabla de sensibilidad del valor de los nuevos bonos a recibir:

Nuevo Bono	Exit Yield							
	8,00%	9,00%	10,00%	11,00%	12,00%	13,00%	14,00%	15,00%
2030	55,19	51,12	47,39	43,98	40,84	37,96	35,32	32,88
2036	50,55	45,14	40,38	36,19	32,50	29,23	26,35	23,78
2039	53,92	48,25	43,27	38,89	35,03	31,62	28,60	25,92
2043	53,27	47,23	42,01	37,48	33,55	30,11	27,10	24,46
2047	51,83	45,87	40,74	36,31	32,47	29,14	26,22	23,67

Fuente: Elaboración propia de Julio Calcagnino

Luego, si un tenedor en base a estos datos quiere saber cuál es su situación, debe aplicar la relación de canje al valor del bono nuevo elegido: por ejemplo, un tenedor del PARY que quiere ingresar en la opción 2047 recibiría por 100 nominales del bono original, con un valor técnico de 100,22 y un precio dirty al viernes en BCBA de 32,30, 95 nominales del nuevo bono. Estos 95 nominales del nuevo bono, con un exit yield del 12% tendría un valor de 30,85, mientras que con rendimientos del 10% el valor de lo recibido sería de 38,70.

¿Se abre la oportunidad de un upside el lunes? Indudablemente que sí, pero es imposible asegurarlo, y si lo hay, se trata de un equilibrio inestable. Por un lado, recogemos algunas lecturas de distintas corredurías de Buenos Aires: en primer lugar, desde Allaria Ledesma comentaron: “Tomando los precios al cierre del viernes, los bonos viejos tienen potencial de suba (comparando con el valor presente neto con una exit yield de 10%), en promedio del 33%”, mientras que desde SBS el comentario fue “...evaluando las estructuras de los nuevos bonos, remarcamos que los retornos serían marcadamente positivos a lo largo de la curva para exit yields inferiores al 12%”. En cuanto a los análisis propios, en base a los supuestos antes mencionados, el autor de este informe ve con un Exit Yield del 10% un upside promedio (en A2E2, A2E3, AA26, A2E7, A2E8, AA46, AE48, AC17, DICY y PARY) en torno al +20% (la principal diferencia radica, en que se toma el upside promedio que hay implícito en todas las opciones y no el mejor upside como hacen otros informes, recordemos que hay límites en la emisión de ciertas nuevas series y oportunamente se comentaran reglas de asignación). Finalmente, para un rango de Exit Yield entre el 10% y el 12%, el promedio del upside promedio para cada uno de los bonos de la muestra antes comentada se ubica en torno al +9%.

Ahora bien, ¿por qué hablamos de un equilibrio inestable? En primer lugar, por el diferencial de Exit Yield que está en cabeza de los grandes jugadores y el que pretende el gobierno. En segundo lugar, porque las tasas de cupón son sustancialmente bajas: Argentina pretende tasas de financiamiento inferiores a las que consigue Perú, del 2,39% y 2,78%, con una calificación crediticia similar a la de Gambia, Gabón, Turkmenistán y Zambia (según Fitch). Y finalmente, en tercer lugar: la existencia de posiciones de bloqueo de bonistas que deben dar su consentimiento puede generar turbulencias en el mercado en la medida en que aproximen las fechas en donde el país necesariamente debe cumplir con obligaciones.

En línea con estas dificultades, en las Claves del Día de Delphos Investment publicadas en la página web de Cohen, el comentario del viernes fue el siguiente: “Ahora empieza a sentirse de lleno el debate de la tasa de salida, que no es más ni menos que estimar cuánto podrían rendir los bonos al momento de que un tenedor quiera venderlos. El 10% anual que se viene hablando es extremadamente bajo, ya que es similar a Ucrania que viene pagando y además tiene un "current yield" alto. Argentina no va a pagar nada por años. Hoy creemos que la tasa más lógica podría situarse en torno al 13/14% anual, la cual podría bajar si las cosas en el mundo mejoran. Con dicha tasa, el "upside" para los bonos con las deducciones hechas en base a la propuesta de Guzmán es realmente bajo”.

¿Oportunidades? Si la reacción del mercado es favorable, algunas oportunidades en base al análisis que hemos realizado serían: PARY, A2E8 y AE48. Reconocemos que existen desvalorizaciones, pero también que el mercado no necesariamente reacciona en la dirección que lo dicen nuestras planillas de cálculo: no necesariamente se aplica el mismo exit yield de manera uniforme a todos los bonos y la liquidez de los títulos es distinta debidos a la existencia de láminas mínimas. Finalmente, dado que la Ley Local está más castigada, podría haber un mayor upside si el mercado estima que se ofrecerá la misma propuesta, pero recordemos que la exit yield de los ley local es distinta a la de los ley extranjera, y que la ley local al ser reestructurada en segundo lugar, corre el riesgo de ser variable de ajuste. En el binomio DICY-DICA, vemos más valor en el segundo. Para más información de la oferta, el siguiente artículo es bastante sintético e ilustrativo: <https://bit.ly/34M1LYy>.

Análisis y Estrategias: Títulos públicos en pesos

Con respecto a los títulos en moneda blanda, los mismos tuvieron también una dinámica favorable en la última semana, con el Subíndice de Bonos Cortos en pesos del IAMC avanzando un +21,93% y el de Bonos Largos subiendo un +7,53%. La principal noticia de la semana, fue el canje del martes, en donde el gobierno logró una adhesión de casi el 90% de la emisión del Boncer 2020 (TC20). De esta manera, se logra reducir el pago previsto para el 28 de abril de ese título, restando pagar una cifra en torno a los ARS 38.000 millones.

¡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 del Grupo Transatlántica.