

Informe de bonos: semana del 20 al 24 de abril de 2020

26 de abril, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 20 al 24 de abril?

A nivel global, lo más curioso de la semana fue la cotización en terreno negativo de los contratos futuros de WTI a mayo. Probablemente se trate de un hecho inédito en la historia de los mercados, aunque algunos analistas han remarcado que para ciertos tipos de petróleo de baja calidad en pozos situados en lugares recónditos esta realidad es posible. Encuadremos: en un escenario de restricciones a la movilidad global, el uso de medios de transporte cae muy fuertemente (autos, ómnibus, aviones, etc.), y estos son uno de los principales demandantes de petróleo a nivel global. Sin embargo, el bombeo de los pozos en el mundo no se detuvo a la velocidad necesaria para compensar la caída de demanda (si bien el recuento de yacimientos activos en EE.UU. de Baker Hughes pasó de 791 hace dos meses a 465 el pasado viernes). Naturalmente, las instalaciones de almacenamiento de crudo comenzaron a convertirse en un bien escaso. En consecuencia, como los contratos de WTI contemplan la entrega física de los barriles de petróleo en unas determinadas instalaciones (escasas), los inversores ya sea porque su intención no era recibir el petróleo sino el trading o porque no desean pagar el almacenamiento, comenzaron a cerrar masivamente sus posiciones largas en WTI hasta el punto en que estaban dispuestos a pagar para no recibir los barriles.

En este contexto, el S&P 500 cerró la semana -1,32% abajo y en medio de la presentación de ganancias correspondientes al primer trimestre de 2020. Luego, hacia el jueves se conocieron las nuevas peticiones de subsidio por desempleo en EEUU, que resultaron nuevamente mayores a las esperadas. Si bien se observa otra disminución en cantidades absolutas con respecto a la semana pasada, el total acumulado en las últimas cinco semanas es 26,2 millones de solicitudes. Finalmente, el último aspecto a considerar, es una curiosidad abordada de esta manera en el último informe Equity Semanal Internacional de Allaria Ledesma: “Analizando las performances de los sectores, el que representa a las empresas energéticas fue el único que tuvo una suba durante

esta semana, al avanzar casi 4%. La industria energética pidió a la Reserva Federal que cambie los términos de una línea de crédito de \$600.000 mln para que las compañías de petróleo y gas puedan usar los fondos para pagar sus deudas”.

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 -2,24% y -1,87%, a contramano de la performance alcista de la semana anterior. Finalmente, vimos como el Índice Dólar o DXY también ganó fuerza nuevamente, subiendo un +0,53% con la tasa a 10 años de los Estados Unidos comprimiendo desde el nivel de 0,642% a 0,606%.

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			
24/04/2020	2,35%	-0,20%	0,00%	-1,78%	0,78%	8,52%	4.068

En lo que respecta al riesgo país, el 24 de abril el spread alcanzó los 3.487 puntos, con una tendencia semanal alcista. De esta manera, vemos una suba de +581 bps desde el 17 al 24 de abril, lo que confirma una recepción poco favorable del mercado a la propuesta de reestructuración de deuda. Por otro lado, la dinámica tanto semanal del Índice de Bonos General del IAMC fue dispar: +0,78% en pesos y -0,08% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$66,43 (+0,87% semanal) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 108,35 y avanzó viernes a viernes un +8,52% (aunque considerando una comisión del 1%,

el tipo de cambio para comprar dólares por bolsa puede llegar a 109,44). En este marco, el gobierno intenta reducir la presión sobre la brecha entre el oficial y los dólares financieros. Según comentaron en el informe Cierre Mercados 24-04-20 de Portfolio Personal Inversiones, la decisión tomada fue la siguiente: “Recién este viernes, el CCL y el MEP cedieron algunos centavos tras una nueva regulación del Gobierno que vuelve a afectar a los FCI, en donde se definió un tope del 25% de su patrimonio para las posiciones de liquidez en moneda extranjera. Vale aclarar que la medida alcanza a los fondos denominados en pesos, o aquellos en dólares que emitan una clase de cuotapartes denominada y suscripta en pesos (bimonetarios)”.

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. Para abril, las estimaciones del REM de marzo esperan una inflación en torno a +3,1%. Finalmente, mientras que en marzo la expansión de la base monetaria fue de 33,56%, en abril ya anota una contracción del -18,25%. Además, tras alcanzar un máximo el 07/04, al 22/04 la caída se ubica en -23,50%. Esta caída, tiene un correlato en una suba del stock de Leliq del 07 al 22 de abril del 16,76%, mientras que parte del resto de esta contracción monetaria se explica por operaciones de pase. A grandes rasgos observamos lo siguiente: se buscó liberar liquidez para que los bancos presten, sin embargo, debido a los mayores riesgos crediticios que impone el contexto, las instituciones bancarias no pudieron jugar correctamente su rol de transmisores de la política monetaria y la liquidez en el sistema aumentó fuertemente. Esto último, llevó a un desplome en las tasas de interés, tanto Badlar como de cauciones, y un aumento en la brecha cambiaria e impaciencias en el mercado vía expectativas cambiarias/inflacionarias.

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 -0,86% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por -2,62%. Esta dinámica, estuvo claramente en línea con la observada en el

Índice de bonos emergentes (EMHY), aunque con una participación importante de factores locales.

A manera de resumen, la edición impresa del diario La Nación del 26/04/2020 se comentó: “La primera semana tras la oferta no trajo muchas buenas noticias: hay fondos que ya rechazaron la propuesta, mientras que analistas de mercado se juntan con asesores legales para tratar de analizar la ‘letra chica’. Por alguna razón, lo irritante para los grandes inversores es la estrategia develada por Martín Guzmán. La reacción del mercado no fue positiva. La semana cerró con caídas promedio de 8% a 12% a lo largo de la curva de dólares, y paridades cada vez más cómodas por debajo de 30%. Si se mira el canje propuesto, hay consenso de que el grupo más favorecido es el de los bonos más cortos (2021, 2022 y 2023). Ni hablar de que todo esto se dio en el marco en donde la Argentina no pagó el vencimiento de US\$503 millones y habilitó así la cuenta regresiva de 30 días para evitar o no un default”.

Propuesta de reestructuración de deuda bajo Ley Extranjera

Finalmente, el miércoles 22 de abril de 2020 se dio a conocer el prospecto de la reestructuración de deuda, que no es más que la oferta oficial que hace el gobierno (https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/suplemento_de_prospecto.pdf). A grandes rasgos y tal y como se adelantó el viernes 17, 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). Para más información sobre la propuesta, recomendamos consultar el anterior informe de bonos de Rosario Finanzas, dado que ahora vamos a hacer foco en otros aspectos de la misma.

En primer lugar, ya sabemos que los bonistas rechazaron la propuesta y el gobierno se mantiene firme en que será la única. En este sentido, se estima una participación entre el 10% y 30% según diversas fuentes periodísticas. ¿Esto implica que todo va camino al fracaso? No necesariamente.

Veamos entonces la evidencia histórica según comentó Mara Laudonia en su libro “Los Buitres de la Deuda”, que narra el proceso de los canjes de 2005 y 2010. 22 de septiembre de 2003, Dubai: se celebraba la cumbre anual del FMI y Banco Mundial en los Emiratos Árabes y entre los asistentes estaba el ministro Lavagna y su equipo económico. A las 19 horas del día antes referido Argentina hizo su oferta de reestructuración de la deuda en default: 75% de quita nominal. Sin embargo, hubo una ausencia importante en el equipo argentino: “...el titular del Banco Central, Alfonso Prat Gay, no estuvo presente en el lanzamiento de la oferta, pese a haber sido parte de la comitiva oficial argentina... Había pasado un rato ya de la conferencia del equipo económico cuando se pudo ver a Prat Gay y a su segundo, Pedro Lacoste, tomando un café en las instalaciones del centro de convenciones. ‘Esta propuesta no va a tener más del 20% de aceptación’, lanzó ante sus colegas el titular del Banco Central en esos pasillos, cuidándose de no ser interceptado por la prensa”. Sin ánimos de desmerecer a un profesional de un intelecto y trayectoria como la del ex presidente del BCRA, debo remarcar que la aceptación de la propuesta fue de un 76%, en el marco de una propuesta final con una quita estimada en 72,9% en VPN. ¿Cuál es la moraleja de esto? Que nos preparemos para ver volatilidad en los precios y posiciones que públicamente no van a ceder. Las discusiones verdaderas se dan entre ambas partes bajo acuerdos de confidencialidad (y según comentan algunos, con bloqueo de posiciones).

Por otro lado, se comenzó a comentar la posibilidad de un “stand still”, es decir un acuerdo para posponer las negociaciones debido a las condiciones globales de público conocimiento. Sobre esto, en el diario La Nación, en una entrevista de Sofia Diamante a Marcelo Etchebarne (Head de Finanzas para Latam y Country Manager de DLA Piper Argentina y experto en lo legal en torno a temas de banca de inversión) se comentó: “...Es lo que hizo Ecuador, que realizó un pago reducido y dijo que retomará la discusión cuando el mundo se acomode un poco. Obviamente que, cuando esto pase, la quita se verá menor, porque la tasa de descuento será más baja. Lo lógico, en un escenario de alta incertidumbre, es hacer una suspensión de plazos, pagar un monto reducido ahora, inferior al que corresponde por contrato, y tener la discusión dentro de 6 o 12 meses. Lo de Ecuador fue sumamente exitoso, con aceptaciones del 90%”.

Finalmente, de la lectura del prospecto surge lo siguiente: si el gobierno logra conseguir las mayorías necesarias para imponerse vía CACs, los cambios propuestos a los bonos viejos se

aplicarán a todos los tenedores ya sea por haber presentado mi oferta al canje o por arrastre de las mayorías. Sin embargo, si ingreso por arrastre solo podré recibir bonos 2039, 2043 o 2047 según el caso, y pierdo el derecho a elegir que bonos recibir; por otro lado, si entro al canje, sólo recibo los bonos que elegí en el caso de que no se hayan alcanzado por topes de emisión previstos. En cambio, si el gobierno no logra activar las CACs, puede aceptar las ofertas de quienes sí decidieron ingresar al canje y que estos reciban nuevos bonos. De esta manera, el no cumplimiento de las CACs puede derivar en una “curva Frankenstein”, en donde conviven bonos viejos en default y bonos nuevos performing, todos con una liquidez reducida en relación a un óptimo. Asimismo, en el prospecto el gobierno remarca que no hay seguridad de que los bonos viejos continúan listados en los mercados post operación de canje. Finalmente, una novedad interesante es que el gobierno puede excluir a ciertas series problemáticas para el cálculo de las mayorías necesarias para activar las CACs, lo que no fue tomado nada bien por Wall Street.

Tomando todos estos elementos, compartimos el comentario de SBS Research volcado en su Informe Semanal del 24 de abril: “En términos de estrategia, parece ser tiempo de esperar. Entre los bonos en dólares, las valuaciones reflejan adecuadamente el balance de riesgos al escenario y las condiciones que ofreció el gobierno en su propuesta inicial, por lo que esperamos a un mejor punto de entrada antes de retomar la exposición”

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 avanzando un +2,35% y el de Bonos Largos cayendo un -0,20%. La principal noticia de la semana fue que se publicaron los avisos de pago de los títulos públicos en pesos S31O9, TC20 y TC25P. Finalmente, el viernes el gobierno buscó captar fondos para cubrir los saldos remanentes de los mismos, a través de Letras en pesos y Boncer 2021. La operación fue exitosa, dado que se captó de sobra el dinero necesario para cubrir el remanente a abonar por el TC20.

¡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.