Informe de bonos: semana del 27 de abril al 01 de mayo de 2020

02 de mayo, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 27 de abril al 01 de mayo?

A nivel global, el plato más fuerte llegó en un día feriado para la Argentina, y este no fue más que la posible terminación de un alto al fuego en la ya olvidada “Guerra Comercial” entre EEUU y China. No obstante, antes de esto, el martes se conocieron algunos datos dignos de rescatar. Por un lado, 3M (MMM) reportó una ganancia por acción de USD 2,16 en el primer trimestre del 2020, superiores a la proyección del mercado. Esta suba se dio como consecuencia de la demanda de instrumentos de seguridad personal que tuvieron una sólida demanda debido a la pandemia. Por otro lado, British Petroleum (BP) reportó un EPS de USD 0,24 en el primer trimestre del año, por debajo de lo previsto por el consenso. Las ventas cedieron -10% durante el primer trimestre y los resultados se vieron afectados por: los menores precios del petróleo a nivel global y la caída en la demanda de combustibles. Para el próximo trimestre la petrolera espera un impacto material adicional en sus estados contables. Finalmente, según reportó el WSJ, Apple (AAPL) estaría retrasando la producción de su línea de iPhone 5G debido a la interrupción de la cadena de suministro relacionada con el coronavirus.

Luego, el miércoles reportaron resultados Boeing, Ebay, Facebook, Microsoft y Tesla, entre otras compañías. Concretamente, Microsoft (MSFT) registró un aumento del +15% en sus ventas y un resultado neto de 10.750 millones de dólares, de la mano del impulso de la demanda de servicios de computación en la nube. Ya el jueves, se conoció la cifra de nuevas peticiones de subsidios por desempleo en EEUU, que fue nuevamente peor a lo esperado por el consenso de mercado, y en las últimas 6 semanas ya se totalizaron 30 millones de nuevas solicitudes. Asimismo, en esta jornada se conoció que Gilead Sciences reportó resultados positivos de su medicamento remdesivir contra el Covid-19. Finalmente, el jueves por la tarde Apple presentó su ganancias trimestrales, y desde Investing.com el comentario era el siguiente: “A pesar de que Apple (NASDAQ:AAPL) superó las expectativas de ingresos y beneficios al presentar sus resultados del

segundo trimestre de 2020 este jueves 30 de abril, la compañía experimentó una caída de 7% en los ingresos por ventas del Iphone [...] Tras su confesión ante el mercado, las acciones de la tecnológica descendían más de 1% en las operaciones posteriores al cierre, para cotizarse en 290 dólares”. Finalmente, a contramano de lo esperado, AMZN sufrió una fuerte contracción en sus resultados netos del primer trimestre, explicados por un avance de los gastos relacionados a la pandemia, y las acciones de la compañía cayeron casi un -8,0% en la jornada del viernes.

Mención aparte merece el Remdesivir de Gilead Sciences y los sucesos del viernes. Sobre este tema, en la edición impresa del diario Clarín del sábado 2 de mayo hicieron los siguientes comentarios en un artículo exclusivamente dedicado al medicamento: “...la Administración de Drogas y Alimentos autorizó el uso de esta medicina, que se probó que logra acortar los tiempos de recuperación de los enfermos, según estudios realizados en EEUU”. Cabe resaltar que esto se dio luego de que el 24 de abril se conociera que la OMS informó que el Remdesivir no mejoró la condición de los pacientes con coronavirus en China. ¿Es el Remdesivir una posible cura o apenas un paliativo? ¿Existe una manipulación política detrás de esto? En Clarín los comentarios fueron los siguientes: “El gobierno está urgido de un cambio de expectativas que le permita una apertura de la actividad para intentar aliviar un oscuro panorama económico ya con más de 25 millones de desocupados y una retracción con pocos precedentes históricos”. A esto, se suma la frutilla del postre: “El otro aspecto de la crisis es la economía que tiende a agravarse al trascender que Trump se propone cargar con nuevas sanciones contra China para exponerla como el principal responsable de la pandemia en el mundo. Esa amenaza sacudió a los mercados mundiales este viernes debido a que la recesión global se agudizará con estos procedimientos. La intención de la Casa Blanca es arremeter contra China para colocar al gigante asiático en el centro de la campaña de las elecciones de noviembre”.

En el espectro emergente, en un plano más general, la renta fija y variable tuvieron un septenario mixto, con sus referencias el iShares J.P. Morgan EM High Yield Bond ETF (EMHY) y iShares MSCI Emerging Markets ETF (EEM), mostrando una performance del +2,0% y -0,7%, a contramano de la performance alcista de la semana anterior. Finalmente, vimos como el Índice Dólar o DXY perdió fuerza, cayendo un -1,6% con la tasa a 10 años de los Estados Unidos

subiendo desde el nivel de 0,605% a 0,618%. En este mismo contexto, el S&P 500 americano cedió un -0,2%, mientras que los futuros de oro (Jun 2020) cayeron un -1,5%.

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			
30/4/2020	20,70%	31,23%	6,47%	-3,71%	8,54%	3,65%	3.565

En lo que respecta al riesgo país, el 01 de mayo el spread alcanzó los 3.565 puntos, con una tendencia semanal bajista, tras tocar el viernes pasado un nivel del 4.068. ¿A qué se debió esta baja si claramente la dinámica negociadora con los principales acreedores de la deuda en bonos bajo ley extranjera no parece ser positiva? Por un rebalanceo de cartera. Concretamente, se quitó al AA21D de la cartera de bonos locales que se compara contra la tasa libre de riesgo, y por ser de duration corta y en consecuencia de riesgos más altos, su exclusión impacto de manera favorable en el EMBI. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue favorable: +8,54% en pesos y +7,87% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$66,84 (+0,62% semanal) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 112,31 y avanzó viernes a viernes un +3,65% (aunque considerando una comisión del 1%, el tipo de cambio para comprar dólares por bolsa puede llegar a 113,44). En este marco, el gobierno intenta reducir la presión sobre la brecha entre el oficial y los dólares financieros vía nuevas regulaciones: concretamente, las empresas que requieran acceso al MULC deberán presentar una declaración jurada de que no han comprado MEP/CCL en los últimos 30 días, como

así también comprometerse a no hacerlo en los 30 días posteriores. Además, las MiPyMEs beneficiadas con líneas de crédito “blandas” o “promocionales” asociadas a la coyuntura actual sólo podrán acceder al MULC para importaciones con sesgo productivo y no podrán pagar deuda vencida al 19/03/2020 (o aquellas sin fecha de vencimiento) sin autorización del BCRA. Para poder hacer frente a estas deudas, deberá presentarse una declaración jurada dejando constancia que no existen financiaciones pendientes en el marco de la circular “A” 6937 ni que espera solicitarla en los próximos 30 días. Asimismo, aquellas empresas con financiaciones en pesos pendientes en el marco de la circular antes mencionada, no podrán operar MEP y/o CCL hasta cancelar las mismas. Adicionalmente, también se conoció la COMUNICACIÓN “A” 7001, que fue interpretada en sus primeros momentos como una nueva limitación, pero ahora sobre las personas físicas: si las mismas compraron MEP o CCL en los últimos 30 días, no podrán comprar los USD 200 permitidos vía MULC con impuesto solidario, y viceversa.

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%, desde el 30 de marzo al 28 de abril ya anota una contracción del -20,13%. Además, tras alcanzar un máximo el 07/04, al 28/04 la caída se ubica en -25,25%. Esta caída, tiene un correlato en una suba del stock de Leliq del 07 al 28 de abril del +13,92%.

Análisis y Estrategias: Bonos en dólares

En cuanto a la performance semanal, el Subíndice de Bonos Cortos en USD avanzó un +5,82% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por -4,30%. Esta dinámica, fue notablemente inferior a la observada en el Índice de bonos emergentes (EMHY), aunque con una participación importante de factores locales y volatilidad en torno al proceso de reestructuración de la deuda y las negociaciones con los bonistas.

En cuanto al proceso de reestructuración de deuda en bonos bajo ley extranjera, la mayor parte de los jugadores ven un escenario binario: o se mejora la oferta o “brace for impact”. Las expectativas no son favorables, y esto fue plasmado en la columna semanal “Lo que se dice en las mesas” de *Ámbito Financiero*. Concretamente, los comentarios principales fueron los siguientes: “Lo cierto es que si los asistentes a las videoconferencias se guían por el sentimiento allí percibido nadie ve un canje exitoso, sobre todo, por parte de los inversores institucionales, puede haber algo bueno entre los bonistas privados, porque se quieren sacar de encima los bonos, pero el resto no solo considera la oferta “pijotera” sino carente de un mínimo sentido financiero o económico y para colmo dicen que tiene serios problemas legales (ciertas prerrogativas que se guardó el Gobierno para sí). Lo ven difícil de aceptar y con cierto atractivo a litigar en el caso extremo. Claro que aún hay tiempo para negociar y mejorar. Pero nadie tiene claro ni la estrategia oficial ni a dónde quiere ir ni quién manda. Se habla cada vez más de un “Standstill”, o sea, si el Gobierno se ve venir la noche quizás opte por patear la pelota afuera, por un tiempo, hasta que pase la pandemia. Pero bueno en las charlas y conferencias todos calculan cuánto falta para mejorar y un 10 dólares sería el promedio, más algún mix de otras opciones”.

Propuesta de reestructuración de deuda bajo ley extranjera de la Provincia de Buenos Aires

A través de un Press Release (<https://bit.ly/2KRvvrKD>), el jueves 23 de abril se conoció un adelanto de la propuesta (¿final?) de reestructuración de deuda de la provincia de Buenos Aires en bonos bajo ley extranjera (que ya fue rechazada por los acreedores). A grandes rasgos, se ofrecerán dos nuevos bonos en dólares, con vencimientos 2032 y 2040, y un bono que paga sólo intereses del 1,1% a partir del 15/12/2024 (sin incluir) como “sweetener” para ciertos bonos elegibles, con quitas nominales (cantidad de nominales del bono nuevo que recibo por la cantidad del bono viejo que entrego) que van desde el 5% al 10% dependiendo de los títulos que se entregan. Los dos bonos 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). En lo que respecta a las tasas, el nuevo bono 2032 arranca en 0,5%, para luego subir a 2,5% y 3,5%; para el nuevo bono a 2040, las tasas arrancan en 3,375% y luego pasan a 5,375%. Tomando como fecha de valuación de los títulos el 08/05, su esquema de flujo de fondos y una una Exit Yield del 12%,

obtenemos valores de USD 43,40 para el 2032, USD 39,06 para el 2040 y USD 4,63 para el sweetener.

A continuación, se presenta un resumen de las alternativas por las que pueden optar los inversores y del impacto sobre ciertos bonos elegibles (no todos):

<i>Bonos elegibles</i>					<i>Reestructuración</i>			<i>Quita (definida como VPN/VT - 1)</i>		<i>Upside</i>	
Título	VR	VT	Paridad	Precio	Nuevo Bono	Rel. de Canje	¿Sweet?	Rel. de Canje Sweet	VPN x Rel Canje (EY=12%)		
BP28	100,00	100,45	100,45	31,95	2032	90,00	Si	90,00	43,23	-57%	35%
					2040	95,00		95,00	41,51	-59%	30%
BPLD	100,00	100,45	101,89	31,00	2032	90,00	Si	90,00	43,23	-57%	39%
					2040	95,00		95,00	41,51	-59%	34%
PBF23	100,00	101,44	101,44	22,50	2032	90,00	No	90,00	39,06	-61%	74%
					2040	95,00		95,00	37,11	-63%	65%
PBM24	100,00	101,27	101,27	21,94	2032	90,00	No	90,00	39,06	-61%	78%
					2040	95,00		95,00	37,11	-63%	69%

Fuente: Elaboración propia de Julio Calcagnino en base a Hacienda y Finanzas de PBA e 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 avanzando un +2,35% y el de Bonos Largos cayendo un -0,20%. Además, cabe resaltar que los días 21 y 29 de abril, se publicaron los avisos de pago de la Lecap S30A0 y del bono TB21. Concretamente, la Letra abonaría ARS 1.702,43 cada 1.000 nominales a aquellos que no sufrieron el reperfilamiento de agosto de 2019 por ser personas físicas que compraron antes de la fecha que 31 de julio de 2019 por ser el 30 de abril la fecha de vencimiento original del título. Para aquellas tenencias adquiridas tanto por personas jurídicas en cualquier momento desde la emisión del título como para las personas físicas que compraron luego del 31/07/2019, los flujos a recibir serían de ARS 255,36 cada 1.000 nominales. Finalmente, los tenedores del TB21 recibirán el 05/05 ARS 0,075819700 por cada VN \$ 1 en concepto de renta.

¡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.