

Informe de bonos: semana del 04 al 08 de mayo de 2020

10 de mayo, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 04 al 08 de mayo?

A nivel global, los datos más fuertes fueron conocidos en las jornadas del pasado jueves y viernes. Concretamente, hablamos de las cifras de nuevas peticiones de subsidios por desempleo en EEUU y las nóminas no agrícolas correspondientes al mes de abril. En cuanto a las cifras relacionadas al primer indicador, las mismas fueron peores a las esperadas por el consenso de mercado. Por otro lado, con respecto a las nóminas, se observó una caída menor a la esperada por el mercado, pero la cantidad de personas empleadas durante el último mes en todas las empresas no agrícolas cayó -20,5 millones. Además, se conoció que la tasa de desempleo asciende a 14,7%, frente al 4,4% de la medición anterior.

Además, está teniendo lugar la presentación de las ganancias trimestrales de las compañías americanas, con resultados ambiguos. Sobre esto último, Sabrina Corujo comentó en la edición impresa del diario La Nación del domingo 10 de mayo: “La temporada de balances refleja, por su parte, la situación de las compañías. En Estados Unidos, el 83% del S&P 500 ya reportó resultados y solo el 67% superó las expectativas. Las ganancias cerrarían el trimestre con una caída interanual del 12,5%, y esta cifra podría alcanzar un rojo de 40% en la presentación del segundo trimestre. En Europa, la foto es peor. Solo el 50% de los balances superó las expectativas y se espera que las ganancias disminuyan un 30,6% y salten a -44%”.

Finalmente, sabíamos que Trump se proponía cargar con nuevas sanciones contra China para exponerla como la principal responsable de la pandemia. Esta amenaza, sacudió a los mercados mundiales durante el feriado local del viernes 01 de mayo y encendió algunas alarmas. Sin embargo, ya el pasado viernes los negociadores comerciales de EEUU y China se comprometieron a cumplir con la "Fase 1" del acuerdo acordada en enero de este año, en el

marco de la ya “¿olvidada?” Guerra Comercial. En este contexto, el S&P 500 mostró un avance del +3,5% viernes a viernes.

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 +1,92% y +4,30%, en línea de la performance alcista de la semana anterior. Finalmente, vimos como el Índice Dólar o DXY se mantuvo relativamente estable, avanzando apenas un +0,02% con la tasa a 10 años de los Estados Unidos subiendo desde el nivel de 0,618% a 0,685 mientras que los futuros de oro (Jun 2020) subieron un +0,23%.

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			
8/5/2020	-2,11%	-5,81%	2,25%	9,48%	2,72%	0,59%	3.319

En lo que respecta a la renta fija, el 08 de mayo el riesgo país alcanzó los 3.319 puntos a finales de la última semana, lo que indica una tendencia bajista, tras alcanzar el pasado viernes 01 de mayo un nivel del 3.565. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue favorable: +2,72% en pesos y +2,04% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$67,28 (+0,66% semanal) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo

hizo en 112,98 y avanzó viernes a viernes un +0,59% (aunque considerando una comisión del 1%, el tipo de cambio para comprar dólares por bolsa puede llegar a 114,11).

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 abril, publicado el pasado viernes, esperan una inflación en torno a +2,3% para el nivel general y +2,4% para la “core inflation” (frente a las estimaciones de +3,1% para la inflación núcleo del REM de marzo, y 2,8% nivel general). En cuanto a la depreciación del tipo de cambio mayorista oficial, el REM vigente espera que finalice el mes de mayo en ARS 68 por dólar, lo que implica un avance de aproximadamente +1,74%.

Finalmente, mientras que en marzo la expansión de la base monetaria fue de +33,56%, desde el 30 de marzo al 30 de abril anotó una contracción del -18,54%. Sin embargo, en lo que va de mayo, se observó una fuerte expansión el día 4, marcando un crecimiento en lo que va del quinto mes del año del +26,22%. Sobre esta dinámica expansiva, en el último informe de Renta Fija Semanal Argentina de Allaria Ledesma comentaron: “El crecimiento de la base monetaria en los últimos 7 días se explica fundamentalmente por una transferencia de utilidades al Tesoro por \$100.000 mln y el descenso en el stock de pases pasivos, que el 4/5 habían caído -49% WoW hasta \$ 329.776 mln. Al 6/5 el stock de pases pasivos volvió a aumentar se ubica en \$410.754 mln, lo que representa un incremento de +24% en dos días. Con lo cual en los próximos días se deberían registrar contracciones en la base monetaria nuevamente”.

Análisis y Estrategias: Bonos en dólares

En cuanto a la performance semanal, el Subíndice de Bonos Cortos en USD avanzó un +1,58% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por +8,77%. Esta dinámica, fue notablemente superior 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. Hacia adelante, la

dinámica estará atada a las decisiones que tome el gobierno en torno al proceso en marcha: probablemente, un stand-still que evite un default debería ser favorable, como así también acercamientos entre acreedores y el gobierno, mientras que “testarudez” en torno a la oferta actual probablemente será bajista.

Propuesta de reestructuración de deuda bajo ley extranjera de la República Argentina: impresiones del “primer round”

A continuación, presentamos algunas líneas recogidas en la edición impresa del domingo 10 de mayo del diario La Nación, con respecto a las impresiones preliminares del canje cerrado, en primera medida, el pasado viernes 08 de mayo:

Temática	Fuente	Fragmento
Aceptación del canje	“Alberto Fernández seguirá negociando para evitar el default de la deuda” de Francisco Jueguen	“Lo cierto es que el mutismo y la opacidad en la información por parte del equipo de Guzmán les agregaron verosimilitud a los cálculos de aceptación que se hacían ayer en los comités de acreedores y bancos. Allí se hablaba de un porcentaje de entre 12% y 15%, lo que implicaría que, para evitar el default, se requeriría una nueva oferta oficial y rápido, antes de 22 de mayo...”
	“El fin del ‘tómalo o déjalo’” de Néstor O. Scibona	“La ausencia de información oficial escrita, como acostumbre Martín Guzmán, sugiere por default – etimológicamente- que la adhesión al canje debe haber sido muy baja, inferior al 30%”.
Pasos a seguir	“Para los analistas, el Gobierno deberá mejorar la oferta” de	“...el bajo porcentaje de adhesión erosiona su posición inicial y lo forzaría a ceder en alguna de sus posturas para brindar incentivos para los

	Esteban Lafuente	bonistas acepten su propuesta" [...] "El Gobierno podría pagar los USD 503 millones y extender los tiempos a julio, pero implicaría una pérdida de credibilidad en el marco de la negociación".
	"Alberto, solo ante la decisión más difícil" de Joaquín Morales Solá	"El centro de la negociación está en la tasa de interés que el gobierno argentino pagará después de los tres años de gracia. Algunos de los grandes fondos de inversión, acreedores fuertes del país, propusieron bajar el promedio actual de la tasa de interés, que es del 7 por ciento anual, al 5 por ciento. Imposible. La tasa que ofrecerá el gobierno argentino es la mitad de lo que pretenden esos acreedores. "No puedo dejarle a mi sucesor la herencia de otro probable default cuando en el mundo se paga el 0 por ciento de interés", responde el Presidente. Pero está dispuesto a flexibilizar posiciones". ¿Ejemplos? Capitalizar la menor tasa que pagará (0,5 por ciento) durante los años de gracia, en los que, según la propuesta actual no pagaría ni capital ni intereses. Capitalizar significa que ese interés anual se pagaría durante los tres años de gracia, aunque se haría efectivo cuando se vuelva a pagar deuda. ¿Otro ejemplo? El gobierno está dispuesto a respetar el ciento por ciento del capital de los acreedores en lugar del 95 por ciento de su propuesta actual".

Análisis y Estrategias: Títulos públicos en pesos

Con respecto a los títulos en moneda blanda, los mismos tuvieron también una dinámica negativa en la última semana, con el Subíndice de Bonos Cortos en pesos del IAMC cayendo un -2,11% y el de Bonos Largos un -5,81%. En cuanto a los avisos de pago publicados, con fecha 4 de mayo, se oficializó el pago de la Lecap S15N9 para este miércoles 13, por ARS 888,52 c/ VN 1.000.

Además, la semana pasada tuvo lugar un canje de Letes en USD por bonos que ajustan por CER. Sobre el mismo, cabe mencionar el análisis orientativo de TSA Bursátil de Grupo Transatlántica enviado a sus clientes en la previa a la operación lanzada por el gobierno: considerando el valor de los Boncer en el mercado secundario y Dólar Bolsa, se valuó la canasta de TX22, TX23 y TX24 a recibir entre 40 y 42 dólares por cada 100 nominales. Por lo tanto, se observaba que entre la decisión de vender los títulos elegibles en el mercado secundario a sus precios vigentes o ingresar al canje, se obtenía más al participar de la oferta, dado que la nueva cartera a precio de mercado tenía más valor que los títulos elegibles. Sin embargo, de la comparación de la valuación de la canasta a recibir contra la deuda original de los títulos (valuadas al MEP), se registrarían rentabilidades negativas en torno al -60% en el caso de las Letes (reconociendo que la comparación es engañosa: hay que ver qué tratamiento se le dará a las Letes, si sufrirán quitas de capital y en qué plazo se pagaran).

Finalmente, también tuvo lugar una licitación de letras a descuento de la Ciudad de Buenos Aires el día martes 5 de mayo. Concretamente, se trataba de títulos a 43 días, denominados en pesos y con vencimiento al 18 de junio de este año. En esta ocasión, se convalidó una tasa similar a la observada en la licitación anterior de este tipo de instrumentos (20 de abril), en donde CABA colocó letras a descuento a 30 días con una TNA de casi un 25%. Asimismo, a pesar del difícil contexto local, la calificadora Fix Scr (Fitch) mantuvo su calificación A1+(arg), grado de inversión a nivel local para los instrumentos de la Ciudad de Buenos Aires.

¡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.