

Informe de bonos: semana del 11 al 15 de mayo de 2020

15 de mayo, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 11 al 15 de mayo?

A nivel global, la semana comenzó con algunas novedades: por un lado, el primer ministro del Reino Unido, Boris Johnson, anunció un plan de cinco etapas para reanudar gradualmente la actividad económica en Inglaterra. Por el otro, el ministro de economía de Brasil, Paulo Guedes, declaró que si el país entrara en una depresión por la pandemia de COVID-19, es probable que el Banco Central aplique políticas monetarias expansivas. Concretamente, el lunes el banco central brasileño intervino en el mercado de divisas para contener la subida del dólar vendiendo 500 millones de dólares en swaps, cerrando esa jornada en 5,77 reales por dólar. Sin embargo, al viernes el par USD-BRL cerró en 5,8553 (lo que coloca al ITCRB de Argentina contra Brasil en niveles similares a los observados en el mes de julio de 2015, lejos de los niveles de atraso exhibidos antes del levantamiento del cepo en diciembre de 2015 pero menos competitivo que 108,2 promedio del primer trimestre de 2018 antes de la crisis de balanza de pagos).

Ya mediando la semana, el presidente de la Reserva Federal de EEUU (Fed), Jerome Powell, advirtió sobre la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial y pidió un gasto fiscal adicional mientras se negaba a considerar aplicar tasas de interés negativas, y se conoció que el PIB del Reino Unido cayó un -1,6% interanual durante el primer trimestre del año (mejor al -2,1% esperada por el consenso de mercado). Asimismo, los inversores vuelven a vigilar de cerca las tensiones políticas entre Estados Unidos y China. Donald Trump declaró que “no quiere hablar” con su contraparte chino, Xi Jinping, y los mercados observan la posibilidad del resurgimiento del conflicto comercial. Finalmente, se confirmaron más de 4,4 millones de casos de COVID-19 en el mundo, mientras que tan sólo EEUU cuenta con 1,4 millones de afectados.

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			
15/5/2020	-1,71%	3,29%	17,04%	19,25%	11,71%	4,40%	2.837

En lo que respecta a la renta fija, el 15 de mayo el riesgo país alcanzó los 2.837 puntos a finales de la última semana, lo que indica una continuación de la tendencia bajista, tras alcanzar el pasado viernes 01 de mayo un nivel del 3.319. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue favorable: +11,71% en pesos y +10,97% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$67,73 (+0,67% semanal) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 117,95 y avanzó viernes a viernes un +4,40% (aunque considerando una comisión del 1%, el tipo de cambio para comprar dólares por bolsa puede llegar a 119,13).

En lo que respecta a la inflación, mientras que en marzo la inflación minorista (IPC) aumentó +3,3% respecto a febrero de 2020, el pasado jueves conocimos la cifra de +1,5% correspondiente al mes de abril. La cifra final del cuarto mes del año resultó de esta manera inferior a la observada en marzo y al +2,3% esperado por el REM del BCRA. Cabe resaltar que, si bien el rubro alimentos y bebidas presentó un avance del +2,3%, las divisiones de educación y comunicaciones mostraron bajas en el mes de abril, por un lado debido a la reducción de cuotas de algunos establecimientos educativos, y por el otro, por una retracción en los precios de planes prepagos de telefonía fija y móvil. Cabe resaltar además que, el INDEC discontinuó la medición de ciertos rubros, concretamente aquellos que permanecieron “cerrados” por la cuarentena, en línea con las recomendaciones de organismos internacionales. ¿Cómo se subsanó esto? Ante la imposibilidad

de definir precios del 23,6% de los componentes del índice, el INDEC comentó: “las divisiones Prendas de Vestir y Calzado y Restaurantes y Hoteles reflejan en promedio para cada región la variación del resto del índice, ya que el nivel superior corresponde al Nivel General. Esta metodología evita la distorsión que generaría, por caso, incluir una variación nula de precios, y permite reflejar de manera robusta la variación de los precios que efectivamente”.

En cuanto a las expectativas a futuro, el REM de abril del BCRA espera un +2,5% de inflación en mayo y del +2,8% para junio. Asimismo, el economista Amilcar Collante señaló lo siguiente a CNN Radio Argentina: “...el índice de abril ‘es un reflejo de lo que tomó el INDEC’, pero alertó que ‘cuando se releven los precios reales, cuando vuelva la actividad’ tras la cuarentena, ‘probablemente no en mayo sino para junio y segunda mitad de año probablemente tendremos una inflación más alta de la que tenemos”.

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 observa una expansión del +24,61%. En lo que respecta a Reservas Internacionales brutas, en lo que va del mes de mayo se observa una caída del -0,7%, frente a una caída de casi el -10% en el mismo mes del año 2019.

Análisis y Estrategias: Bonos en dólares

En cuanto a la performance semanal, el Subíndice de Bonos Cortos en USD avanzó un +16,27% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por +18,45%. Esta dinámica, claramente favorable, estuvo influida por una actitud más dialoguista del gobierno y a su apertura a escuchar posibles ofertas de los acreedores, y se dio a pesar de que PBA ingresó en default al no abonar los servicios respectivos de un bono en euros que venció el 01/05. Sin embargo, al cierre de la rueda local del viernes 15 de mayo, desde Reuters comentaron: “Argentina no ha recibido ninguna contraoferta nueva por parte de sus acreedores, luego de ya haber rechazado una, dijo el viernes el ministro de Economía del país sudamericano, Martín Guzmán, en una videoconferencia”. Asimismo, en esta misma semana, el iShares J.P.

Morgan EM High Yield Bond ETF (EMHY), referencia para los bonos emergentes, avanzó apenas un +0,12%.

En lo que respecta a esta suerte de “segunda vuelta” del proceso de reestructuración de deuda, en las Claves del Día del Viernes 15 de Mayo de Delphos Investment publicadas en el sitio web de Cohen se comentó: “La renegociación de la deuda se desarrolla en sus últimos días con una mayor predisposición de ambas partes, pero todavía a una distancia económica significativa. El gobierno cedió algunos porotos, pero no los suficientes para hablar el mismo idioma que los bonistas. Todavía queda una semana de arduo trabajo para evitar el default. Podríamos simplificar diciendo que las puntas hoy son US\$ 48 por el lado del gobierno y US\$ 58 los acreedores. Nada que no pueda resolverse. Sería ingenuo caer en default por una diferencia de este tipo. Pero el mayor problema reside en que los bonistas están casi en el piso de su rango teórico, lo que obliga a mover aún más al gobierno. Veremos hasta dónde está dispuesto Guzmán a dejar de lado algunos principios de la sostenibilidad de la deuda con tal de evitar una nueva cesación de pagos”.

Finalmente, vemos algunos bonos “arbitrándose” a la oferta original del gobierno, la cual debería fijar una suerte de piso: puntualmente, el A2E2D cerró en USD 41 según el IAMC, y este precio se ubica en torno al promedio de USD 40,36 de 88 nominales del Nuevo Bono 2030 y 95 nominales Nuevo Bono 2036 (USD 39,85 promedio considerando también el Nuevo Bono 2047; USD 36,22 con un Exit Yield del 12%), ambos valuados al 15/05/2020 a una Exit Yield del 10%. Por otro lado, el AC17D cerró en USD 33,69, por debajo de la valuación promedio de 95 nominales del Nuevo Bono 2036 y del Nuevo Bono 2047 a un Exit Yield de 10%, cifra que se ubica en USD 38,78 (USD 31,10 a un EY=12%). Finalmente, el PARYD cerró en USD 38,50, por encima de la valuación de USD 33,81 para el Nuevo Bono 2043 a un EY=12% y los USD 42,29 a un EY=10%. Además, es clave considerar que los precios que observamos en el mercado son un promedio ponderado de varios escenarios: en este sentido, en la medida en que el gobierno dijo estar abierto al diálogo ayudó a reducir el peso del “escenario default”, mientras que el mercado comenzó a asignarle probabilidades a una mejora de la oferta inicial. Sobre esto último, cabe resaltar que a última hora del viernes el periodista Francisco Jueguen de La Nación comentó vía Twitter que llegaron tres contrapropuestas a la oferta argentina de reestructuración, horas después del cierre de mercado.

De esta manera, los precios probablemente se moverán al compás de la dinámica negociadora y la respuesta a estas propuestas.

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 -1,71% y el de Bonos Largos avanzando un +3,29%. No obstante, en lo que va de mayo la dinámica es negativa: mientras que la cartera de más corta duration pierde espacio por aproximadamente -3,78%, la más larga lo hace por -2,71%.

Además, el viernes 15 tuvo lugar un nuevo canje de Letes en USD por bonos que ajustan por CER. Mientras que la primera operación de canje el gobierno recibió órdenes por un VN de 2.630,5 millones de USD y un VT de USD 2.123,2 millones y aceptó USD 1.723,3, en esta segunda ocasión recibió y adjudicó un VT de USD 468,7 millones. Según el último informe trimestral de deuda difundido por el Ministerio de Economía, el valor nominal residual en circulación de Letes era de aproximadamente USD 8.407 millones. Si esta cifra le restamos el valor técnico cancelado en ambos canjes, estaríamos frente a un circulante de USD 6.215 millones. Además, en los últimos dos canjes, también se canjeó aproximadamente 150 millones de nominales del AF20. Como moraleja de estos dos canjes, y dejando de lado la cuestión cualitativa del cambio en la moneda de denominación de la deuda, las canastas de bonos con CER valuadas a precios de mercado o vía supuestos razonables de valoración convalidaban una fuerte pérdida en comparación con las condiciones contractuales “originales” de los títulos, aunque en ciertas especies se podían observar ganancias frente al “mark-to-market” de los bonos viejos.

Finalmente, nuevamente tendrá lugar una licitación de letras de la Ciudad de Buenos Aires este miércoles 20 de mayo. Concretamente, se trata de títulos a 91 días, denominados en pesos y a tasa variable (Badlar más margen, más una suerte de “seguro inflacionario”). Cabe resaltar además que, a pesar del difícil contexto local, la calificadora Fix Scr (Fitch) mantuvo su calificación A1+(arg) para deuda de corto plazo y AA (arg) para deuda de largo, 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.