

# Informe de bonos: semanas del 15 al 19 de junio

21 de junio, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (\*)

## ¿Qué pasó en los mercados del 15 al 19 de junio?

Tras una un cierre bajista la semana pasada, el S&P 500 cerró el último septenario con un avance del +1,9%, con un miércoles y un viernes rojos y tres ruedas alcistas. De esta manera, la principal referencia americana cerró el viernes 19 de junio a un +38,5% desde su mínimo del 23 de marzo y a -8,5% del máximo de febrero. Así al cierre del viernes, desde Investing.com señalaban: “El parqué neoyorquino vivió una sesión de importantes fluctuaciones debido, en parte, a factores técnicos como el primer reequilibrio del año al que se enfrentaba el S&P 500, que sucedió tres meses después de lo habitual, ya que la última vez se suspendió dada la inestabilidad que había causado en el mercado el coronavirus [...] A esta medida, que suele estar asociada a marcados movimientos en zig zag, se le unió la incertidumbre que está creando una posible segunda oleada de coronavirus en EE.UU.”.

En cuanto a las lecturas macroeconómicas, los resultados fueron mixtos. Por un lado, si bien se observaron métricas favorables como un aumento mayor al esperado de las ventas minoristas de mayo en EEUU y una menor acumulación a la esperada de inventarios de negocios, se observaron lecturas de una menor a la esperada utilización de la capacidad instalada, producción manufacturera, de permisos de construcción e inicios de nuevas viviendas, junto con una acumulación de inventarios de petróleo mayor a la proyectada y nuevas peticiones de subsidio por desempleo por encima del consenso. En este contexto, a principios de semana, y debido a una mayor incertidumbre con respecto a la economía y un posible rebrote de Covid-19, EEUU anunció nuevas medidas de estímulos.

Así, mientras que la FED ampliaría su programa de compra de bonos corporativos con grados de inversión a su vez el gobierno llevaría adelante proyectos de infraestructura por un trillón de dólares. Por otro lado, a mediados de semana, el presidente de la Fed, Jay Powell, repitió que el banco central americano utilizará todas sus herramientas para apoyar la economía. Sin embargo, la entidad monetaria dejaría de comprar ETFs de bonos

corporativos para proveer liquidez sino a través de la compra directa de bonos. Finalmente, mientras que Apple (AAPL) anunció que reabrirá diez tiendas en la ciudad de Nueva York bajo la modalidad "con cita previa", desde Investing.com comentaron el viernes que la empresa "...volverá a cerrar 11 de sus tiendas en Florida, Arizona, Carolina del Sur y Carolina del Norte".

En un contexto más global, podemos remarcar cuatro cuestiones interesantes. Por un lado, dos publicaciones del diario de Hong Kong South China Morning Post, y declaraciones del FMI y de la presidente del Banco Central Europeo Christine Lagarde. En primer lugar, el medio asiático comentó el martes por la noche comunicó que la organización China National Biotech Group (CNBG) completó ensayos clínicos con humanos de fase uno y dos de su vacuna contra el Covid-19. Implica seguridad y efectividad del medicamento. El objetivo ahora serían los ensayos de fase tres, que necesitarían de voluntarios extranjeros por la escasez actual de infectados en el país asiático. Luego, el jueves por la noche, el SCMP informó que el rebrote de coronavirus en Beijing tiene como epicentro el mercado de mariscos de Xinfadi. Puntualmente, se observan similitudes con el primer brote de Wuhan y los investigadores estiman que el agua y el hielo asociados a la venta de pescado podrían tener una relación con la proliferación del virus a pesar de que el mismo no infecta animales acuáticos. Según las cifras oficiales, al miércoles se totalizaban 158 casos en la capital china luego de 55 días sin contagios.

Luego se conoció que el FMI sostiene que "el mundo jamás ha conocido una crisis económica como la actual" y que, a pesar de las medidas de estímulo, la demanda agregada se mantiene deprimida. Por eso, se espera una actualización de sus proyecciones de crecimiento económico global, que serían más pesimistas que la caída del -3,0% estimada en abril de este año. Por otro lado, la presidente del principal organismo monetario europeo, Christine Lagarde, advirtió hoy a los jefes de Estado y de Gobierno de la Unión Europea de que el golpe de la pandemia sobre el mercado laboral todavía no ha alcanzado a su peor punto y que "todavía está por llegar", con un desempleo que podría alcanzar el 10%, afectando a la población joven.

Asimismo, en el plano geopolítico vimos una escalada de tensiones entre China e India, con escaramuzas sobre la frontera en donde se lamentaron víctimas fatales. Sobre esto,

desde el diario español ABC comentaron: “El choque tuvo lugar en el valle de Galwan, justo en la frontera entre la región india de Ladakh y la china de Aksai Chin, al nordeste de Cachemira. Desde el mes pasado, las tropas de ambos países mantienen allí un tenso frente a frente porque la India está construyendo una carretera que Pekín ve como una amenaza militar”. Asimismo, desde el medio español comentaron: “Además de pugnas fronterizas, la India y China se encuentran en polos políticos opuestos, por lo que el presidente de Estados Unidos, Donald Trump, no duda en congraciarse con el Gobierno de Modi para debilitar al régimen de Pekín. En medio de la nueva «Guerra Fría» que ya libran China y EE.UU., este enfrenamiento mortal echa más madera a la creciente tensión en Asia”.

En lo que respecta a las relaciones entre China y EEUU, las cuales últimamente se encuentran atravesadas por una fuerte retórica de Trump, no parecen tener en los últimos días un correlato económico importante. Concretamente, ABC señaló el viernes que “...El secretario de Estado de Estados Unidos, Mike Pompeo, ha avanzado este jueves que China se comprometió a «completar y honrar» las obligaciones adquiridas en la fase 1 del acuerdo comercial entre ambos países”. Puntualmente, el llamado acuerdo de Fase I, muy esperado a finales de 2019 y principios de 2020 en momentos de la Guerra Comercial implica “... una reducción de los aranceles adicionales por parte de Estados Unidos a productos chinos por valor de 120.000 millones de dólares (107.839 millones de euros) a cambio del compromiso de China de adquirir bienes y servicios estadounidenses por valor de 200.000 millones de dólares (179.732 millones de euros) en los próximos dos años”. Sin embargo, académicos consultados en una columna del South China Morning Post plantearon la posibilidad de que las intranquilidades entre China y EEUU podrían ser superiores a las vividas entre ambas potencias en el marco de la Guerra Fría, mientras que esperan un aumento en las tensiones en la medida en que avance la campaña presidencial de Trump. En ese sentido, los académicos remarcaron la necesidad de marcar límites entre ambos países para evitar escaladas diplomáticas e incluso militares.

Finalmente, en una mirada más general sobre los mercados, la renta fija y variable emergente tuvieron una performance positiva en el último septenario, 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 +1,0% y +0,1%. Además, vimos como el Índice Dólar o DXY ganó espacios, avanzando un +0,4% con la tasa a 10 años de

los Estados Unidos subiendo desde el nivel de 0,710% a 0,694% mientras que los futuros de oro (Agosto 2020) avanzaron un +1,1% y los futuros de petróleo Brent (Agosto 2020) avanzaron un +8,3%.

### **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 observada en las últimas dos semanas:

Semana finalizada el	Bonos en pesos		Bonos en dólares		Índice Bonos General	FX Implícito (AY24)	Riesgo País
	Cortos	Largos	Cortos	Largos			
19/6/2020	3,50%	6,11%	4,37%	2,21%	3,70%	2,76%	2.538

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 2.538 puntos, lo que indica una caída semanal de 35 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue positiva: +3,70% en pesos y +3,08% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$69,80 (+0,61% del 12 al 19 de junio) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 109,53 y avanzó un +2,76% a lo largo de la semana. Asimismo, desde el 29/05 al 17/06, la base monetaria retrocedió un -0,77%, mientras que el stock de Leliq aumentó un +24,56%, lo que nos habla de un sesgo contractivo de la política monetaria en lo que va de junio.

### **Análisis y Estrategias: Bonos en dólares**

En cuanto a la performance semanal de la renta fija en moneda extranjera, el Subíndice de Bonos Cortos en USD del IAMC avanzó un +3,74% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por +1,59%. De esta manera, el cambio en la valorización mensual de ambas carteras se ubica ahora en terreno positivo, marcando un +1,33% y +0,97%, mientras que los avances anuales se ubican en +10,95% y +0,69%.

En lo que respecta a la reestructuración, la principal novedad de la semana fue el enfriamiento de las relaciones entre los principales bonistas y el gobierno. Según BAE Negocios, la diferencia en la valuación de la propuesta con los fondos “más duros” es de 5 dólares. A su vez, algunos analistas de mercado sostienen que las negociaciones ya están en ‘terreno político’ y que si bien al momento no existen incentivos para “patear el tablero”, la distancia entre las partes podría ser mayor.

Sobre las alternativas que están sobre la mesa, el jueves por la noche comentaron desde BAE Negocios en una nota del periodista Juan Strasnoy Peyre lo siguiente: “Tras la caída del acuerdo de confidencialidad, se conocieron la oferta oficial valuada en casi USD52, al incluir el cupón atado a exportaciones, y las dos contrapropuestas de los bonistas: la del Grupo Ad Hoc comandado por BlackRock y su CEO, Larry Fink, más el grupo Exchange de tenedores de bonos del canje 2005, con un valor presente neto (VPN) de más de USD57, que seguía muy alejada del marco de sustentabilidad desde la óptica del Gobierno; y la del Comité de Acreedores de Argentina (ACC por su sigla en inglés) junto a Fintech y Gramercy, mucho más cercana, con un VPN de USD53”. Con un enfoque alternativo, Gustavo Bazzan describió de esta manera la distancia entre gobierno y bonistas en la edición impresa de Clarín del domingo 21, en base a un informe de la consultora 1816: “La distancia entre el gobierno y bonistas se reduce a 1% de PBI acumulando los flujos de fondos hasta el vencimiento del último bono. Ese punto del PBI equivale a un esfuerzo fiscal de solo el 0,05% del PBI por año”.

Vemos claramente que si bien estas cifras parecen despreciables, el indicador “General government net lending/borrowing (Percent of GDP)” publicado en el último World Economic Outlook del FMI en abril, el cual indica cuantos fondos el gobierno puede poner a disposición del resto de la economía (superávit) o debe tomar (déficit), se ubicó en promedio en -4,3384% en los últimos diez años, mientras que en 2019 fue de -3,869%, mientras que el resultado primario en 2019 informado por el Ministerio de Economía en enero de este año fue de -0,44% del PBI y el financiero fue del -3,76%. Considerando que arribar a las cifras antes mencionadas tuvo un costo político muy alto, no es aventurado pensar que lo que sería un esfuerzo fiscal marginal para otro país de la región podría ser mucho más difícil para la Argentina dada su historia reciente y el juego de la política local. Por otro lado, los mayores gastos relacionados al COVID-19 y la incertidumbre de hasta cuándo será necesario el apoyo de políticas fiscales expansivas probablemente implique

un punto de partida de mayor deterioro a la hora de pensar en una consolidación fiscal hacia un superávit en el futuro.

Por otro lado, suele ser habitual en el contexto de las negociaciones con acreedores en procesos de reestructuración de deuda que se den algunas de las trabas que observamos. Concretamente, en el capítulo 8 del libro “Sovereign Debt. A Guide for Economists and Practitioners” titulado “The Restructuring Process” y escrito por Lee Buchheit, Guillaume Chabert, Chanda DeLong y Jeromin Zettelmeyer, los autores señalan que se genera una situación de “información asimétrica”, en dónde los deudores conocen mejor su capacidad de pago de deudas que los acreedores, como así también que nivel de ajuste es política y económicamente factible. En consecuencia, esto genera que los acreedores piensen de que el deudor va a subestimar su capacidad de pago y para compensar esto pueden ‘sobreexigir’ al deudor. Por otro lado, los deudores pueden no tener incentivos a alcanzar acuerdos rápidamente, puesto que responden a incentivos políticos y tomar un enfoque combativo puede ayudarles a generar popularidad. Es por esto, que es probable que en estos momentos ¿finales? se observen aparentes faltas de entendimiento entre las partes. En línea con esto, desde Reuters señalaron el viernes los comentarios de un participante del mercado que podrían apoyar directamente este planteo: “Siobhan Morden, de Amherst Pierpont, dijo en un reporte que las opciones parecían regresar a las conversaciones o usar tácticas coercitivas para forzar una resolución, aunque agregó que ‘ambas partes pierden, ya sea por un impasse prolongado o por una crisis de deuda no resuelta’”.

Finalmente, cabe resaltar que la probabilidad de litigios parece baja por el momento, aún a pesar de las declaraciones de ciertos acreedores. Por un lado, desde BAE Negocios señalaron: “Lo cierto es que hace años que Fink no inicia demanda judiciales por default y por eso algunos analistas del mercado leyeron la declaración como un nuevo round en el tira y afloje por obtener una tajada mayor. Pero, según fuentes oficiales, Fernández definió que no habrá una nueva mejora en la oferta”.

Por el otro, el general el consenso de mercado apunta que el tipo de acreedores del país, fondos ‘real money’, no suelen tomar estrategias combativas. No obstante, todavía quedan discusiones por saldar. Mientras que últimamente todas las discusiones se centraron en el plano económico, también existen aspectos legales sobre los cuales los acreedores no estarían alineados con el gobierno, como por ejemplo la facultad del gobierno para “re

designar” series de bonos<sup>1</sup>. En línea con esto, Gustavo Bazzan de Clarín señaló refiriéndose a la prórroga hasta el 24 de julio informada por el gobierno: “Más de un mes tal vez sea tiempo suficiente para discutir hasta la última coma de los pliegos de los nuevos bonos. Lo de la letra chica de los contratos no es un tema menor. Ocurre que las conversaciones, en esta etapa, parecen haber pasado a manos de los abogados de cada parte”.

En el espectro sub soberano, Mendoza está en proceso de reestructuración de deuda y no abonará los servicios del bono PMY24. La oferta implica trasladar el vencimiento de 2024 a 2029 y reducir el cupón a un 4% anual en dólares. Se trata de una emisión cuya tenencia está fuertemente atomizada, con una gran participación de inversores minoristas y fondos de inversión pequeños. Caja de Valores dispuso que los inversores locales puedan canjear sus viejos bonos PMY24 hasta este martes 23 de junio. Por otro lado, el domingo 21 de junio por la tarde la provincia de Buenos Aires informó la extensión del período de presentación de órdenes de canje de los bonos elegibles por nuevos bonos hasta el día 31 de julio.

### **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 +3,50% y el de Bonos Largos un +6,11%. Detrás de esta dinámica positiva, estuvo la publicación del aviso de pago de amortización y renta del Bono del Tesoro en pesos a Tasa de Política Monetaria o TJ20 (aunque la noticia fue adelantada por *Ámbito Financiero* el martes por la noche). El cupón de renta aproximadamente es de \$0,09 por cada un peso de valor nominal y los servicios se abonarán este lunes 22 de junio.

Para cubrir las erogaciones del TJ20, el gobierno logró captar el pasado jueves 135.000 millones de pesos en la licitación de letras y bonos del tesoro para pagar el capital e intereses del TJ20, en una operación que no implicó un canje directo de títulos. Por otro lado, el martes pasado el Ministerio de Economía informó que se ejecutarán licitaciones

---

<sup>1</sup> En la oferta inicial del gobierno, se introdujo un nuevo concepto: “re-designación”. Consiste en que el gobierno puede excluir a discreción (“*ir our sole and absolute discretion*”) series de bonos problemáticas para lograr las mayorías necesarias en el resto de los bonos para así poder activar las CACs y reestructurarlos de manera exitosa. Al participar en el canje, el inversor otorga consentimiento para que el gobierno lleve adelante re-designaciones.

programadas de instrumentos de deuda pública denominados en moneda extranjera bajo ley local. Se realizarían tres operaciones entre agosto y diciembre, por monto total de 1.500 millones de dólares. Se orientarían a grandes fondos de inversión que utilizarían sus tenencias de instrumentos en pesos como mecanismo de pago y suscripción. Al momento, no se dieron a conocer los títulos en pesos elegibles ni el universo de inversores que podrá participar. Sin embargo, los comentarios de mercado apuntarían a que el éxito de la licitación en instrumentos en pesos del jueves y el anuncio de futuras licitaciones de títulos en dólares estarían relacionados. En línea con esto, en la columna semanal de *Ámbito Financiero* “Lo que se dice en las mesas” se comentó: “Por lo pronto Don Pimco se salió, por ahora, con la suya y los \$130.000 millones del BoPoMo se rolearon con Letes y Boncer. Claro que “el acuerdo” implícito es canjear esto por los bonos en dólares a emitir. Por algo los “distintos dólares” están invernando”.

Finalmente, si bien la asistencia del BCRA al Tesoro parece que llegó para quedarse por lo menos en el corto y mediano plazo, se observan señales de que el BCRA intenta ofrecer rendimientos reales positivos a los plazos fijos y no está inmerso en un total “libertinaje” monetario. De esta manera, asumiendo un acuerdo con los acreedores de la deuda en bonos en dólares bajo ley extranjera y dado el rolleo del TJ20, podríamos esperar menores presiones sobre la brecha cambiaria. En este sentido, los inversores pueden canalizar inversiones a través de instrumentos dollar-linked y atados al CER (estos últimos acompañados o no por coberturas de dólar). No obstante, vemos que aún las nuevas letras a descuento y a Badlar que coloca el Tesoro no han logrado tener los niveles de liquidez que en su momento exhibieron las Lecaps. Puntualmente, de las cinco especies de Letras a Descuento que fueron emitidas en el mercado local sólo dos se operaron el viernes pasado, S31J0 con vencimiento 31/07 y S13G0 con vencimiento 13/08, con TNAs de 27,16% y 26,34% (TIRs de 30,71% y 29,52%). Por otro lado, ninguna de las 4 letras atadas a Badlar tuvieron operaciones, mientras que las tasas de retorno de las Lecaps se ubicaron el viernes entre 33,77% (S30A0) y 45,54% (S31L0).

¡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 Reestructuraciones, y actualmente como Analista de Renta Fija y Variable en TSA Bursátil del Grupo Transatlántica.