

## Informe de bonos: semanas del 18 al 22 y del 25 al 29 de mayo de 2020

31 de mayo, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (\*)

### ¿Qué pasó en los mercados del 18 al 29 de mayo?

¿Acaso Wall Street se olvidó de la pandemia? Por momentos parece que sí, dado que los avances de +6,31% en las últimas dos semanas y +36,1% desde los mínimos del 23 de marzo de este año llevan a muchos a pensar en una primera reacción exagerada. Sin embargo, a otros nos surge una pregunta: ¿Qué hay detrás de este rally no sólo de acciones sino también de deuda corporativa? Desde Moody's argumentan que el mercado supone que cualquier aumento futuro de las dificultades financieras de empresas, hogares y gobiernos federales y locales será manejable. Claramente, esto último implica una Reserva Federal activa, que asegure el financiamiento de capital de trabajo de las compañías y gobiernos locales antes de que se gatillen recortes en gastos que impacten de manera desfavorable sobre el nivel de actividad. Además de estas razones, desde el Wells Fargo Investment Institute resaltan el apoyo de las políticas fiscales y monetarias expansivas y los avances de la ciencia médica en torno a la búsqueda de una vacuna (con 115 vacunas distintas actualmente en proceso de desarrollo).

Si miramos hacia atrás, los antecedentes no son los mejores. En las últimas diez mediciones de nuevos pedidos de subsidios por desempleo, desde el 26 de marzo al 28 de mayo, las peticiones totalizaron 40,76 millones frente a un consenso de mercado que esperaba 33,21 millones. A esto, se suma el dato del PIB del primer trimestre de 2020 para EEUU, que se ubicó en -5,0% interanual, cifra peor a la caída esperada de -4,8%, junto a una contracción del -8,5% en el 'core pretax profits' de compañías americanas.

Hacia adelante, Moody's espera que las caídas en los beneficios de las compañías se ubiquen entre -15% y -20% en el segundo trimestre (para luego avanzar un +27,8% en 2021 según números de FactSet), mientras que desde Wells Fargo remarcan la necesidad de que en una economía orientada al consumo es necesario no sólo que los comercios e industrias retomen su

actividad normal, sino también que las “billeteras se abran” y se vigore nuevamente la demanda agregada. Por otro lado, en otro informe, desde el banco americano también resaltaron el rol de las noticias del levantamiento de cuarentenas como catalizador, a la vez que se observa una rotación desde las acciones beneficiadas por el “stay-at-home” hacia aquellas que han quedado más rezagadas. Mientras tanto, en lo que respecta al PBI, desde Moody’s comentaron que probablemente el mismo no vuelva a los niveles observados a finales de 2019 sino hasta mediados de 2022. En resumen, los aspectos a seguir de cerca son los patrones de consumo y de demanda agregada, como así también la velocidad a la cual se retiran las políticas de estímulo fiscal y monetario.

Asimismo, tanto antes como durante la pandemia de Covid-19 las compañías protagonistas del mercado fueron las tecnológicas. Estas últimas junto con las utilities y el sector salud, serían los únicos sectores con ganancias por acción esperadas de signo positivo, mientras que energía, consumo discrecional, industria manufacturera, bancos y materiales serán los más golpeados. De esta manera, mientras que en el segundo grupo están los mayores riesgos, también podrían encontrarse los mayores retornos. Por otro lado, si bien se encuentran en máximos, hoy los fundamentos de las compañías tecnológicas no parecerían tener amenazas por delante, aunque si debemos cuidarnos de los focos de tensión entre Trump y las compañías de redes sociales.

Para cerrar el espacio dedicado al mercado americano, parece adecuado hablar un poco de política americana. Concretamente, se activaron focos de tensión social en torno al asesinato de un ciudadano afroamericano a manos de la policía en Minnesota, lo que derivó en manifestaciones orgánicas o espontáneas. Sobre esto, en la edición impresa del diario local La Nación del domingo 31 de mayo comentaron: “Las protestas, la violencia y el racismo taparon por un instante el dolor que sembró la pandemia, que ya ha dejado más de 103.600 muertes y 1.766.000 infectados de Covid-19, según la Universidad John Hopkins, y ha forzado a más de 40 millones de personas a solicitar seguro de desempleo porque perdieron su trabajo o fueron suspendidas, o debieron cerrar su negocio. Todos flagelos, al igual que la brutalidad policial, que golpean más a las minorías afroamericanas y latinas de Estados Unidos...”. De esta manera, en un año electoral donde los logros económicos se esfumaron, aparece un fuerte foco opositor de la primera minoría racial de

EEUU (entre un 12% a 13% de la población), que ya en 2016 había mostrado un fuerte apoyo a los demócratas.

Asimismo, en base a datos de la BBC, en la edición impresa del diario Clarín del último día de mayo remarcaron: "...aun antes del desastre de la pandemia 10% de los residentes negros eran desempleados contra solo 4% de los blancos. El ingreso promedio de la población negra ronda los 32 mil dólares, contra 76 mil de sus vecinos blancos. El 32 por ciento de los negros en las dos ciudades gemelas, viven bajo la línea de la pobreza contra 6,5% de los blancos". Además se suma que "...ocho de cada diez negros describen al mandatario como racista y 9 de cada 10 desaprueban su desempeño general".

Falto de originalidad, el presidente americano decidió descalificar las protestas, identificándolas como de "extrema izquierda". Sobre esto, desde Clarín comentaron: "El presidente actúa de este modo jugado a las elecciones de noviembre. Es su único vector y radican ahí las explicaciones de la mayoría de sus decisiones de las últimas horas, incluso la ofensiva que acaba de descargar sobre China y la ruptura con la OMS, a las que responsabilizó con mayor fervor que en ocasiones anteriores, de todas las calamidades que causó la enfermedad [...] La urgencia del magnate presidente por hallar un culpable que lo libere de responsabilidades por la crisis debe medirse en la intención de recuperar la iniciativa política para aferrarse a la reelección en aquellos comicios donde hoy nada es claro".

En una mirada más general sobre los mercados, la renta fija y variable emergente presentaron una performance favorable en las últimas dos semanas, 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 +4,38% y +3,64%. Finalmente, vimos como el Índice Dólar o DXY cedió espacios, retrocediendo un -2,10% con la tasa a 10 años de los Estados Unidos subiendo desde el nivel de 0,617% a 0,653% mientras que los futuros de oro (Agosto 2020) cayeron un -1,10% y los futuros de petróleo Brent (Agosto 2020) avanzaron un +8,7%.

### **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			
22/5/2020	-1,69%	3,59%	-2,12%	-1,28%	-1,41%	-7,14%	2.765
29/5/2020	4,55%	8,77%	18,01%	4,73%	10,09%	-1,66%	2.634

En lo que respecta a la renta fija, el mes de mayo cerró con un riesgo país en torno a los 2.634 puntos, lo que indica una tendencia bajista en las últimas dos semanas, tras alcanzar el viernes 15 de mayo un nivel de 2.837. De esta manera, el EMBI comprimió 203 puntos en el último par de semanas, mientras que desde el 30 de abril lo hizo por 865 puntos. Por otro lado, la performance mensual tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue favorable: +10,09% en pesos y +9,51% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$68,54 (+1,20% en las últimas dos semanas y +2,54% mensual, con una tasa de depreciación entre rueda y rueda del +0,13%) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 107,71 y cedió desde el viernes 15 a viernes 29 un -8,68% en el marco de nuevas regulaciones sobre el mercado de cambios. Sobre las mismas, ahora se requiere un parking de 5 días hábiles para la adquisición de dólar bolsa o dólar cable partiendo de pesos, aunque sin afectar la operatoria de trading de bonos (dado que si la especie de compra es la misma que de venta la obligación de mantener abierta la posición no corre).

Por otro lado, el BCRA hizo más restrictivo el acceso al mercado de cambios para importaciones y pago de deudas, solicitándole a las empresas que primero hagan uso de sus tenencias de moneda extranjera para hacer frente a las mismas. Además, se extendió a 90 días previos y 90 días posteriores la restricción para realizar operaciones de compra-venta de títulos públicos en

moneda local con liquidación en moneda extranjera (especies D y C) para las empresas que requieran acceder al dólar oficial.

Por otro lado, dado los niveles de brecha cambiaria y tipo de cambio real, comienzan a aparecer los incentivos para la sobrefacturación de importaciones y la escasa liquidación de divisas del sector exportador. La cuestión de las presiones cambiarias vía balanza comercial no es nada nuevo, tal y como nos recuerda el editorial del diario La Nación titulado “Purga de capitales”. Concretamente, en el texto comentan cómo la tan criticada ‘fuga de capitales’ puede justamente ser favorecida en el marco actual: “Toda vez que existe control de cambios en inflación surge una brecha cambiaria respecto de mercados paralelos o informales, que reflejan el valor real de las divisas. Todo control incentiva una mayor demanda de cambio “oficial” por conceptos autorizados y, simultáneamente, una caída de la oferta como la subfacturación o la mora en la liquidación de exportaciones”. Naturalmente, dado que la sobrefacturación de importaciones tiene una faceta ilegal, las reservas del Banco Central podrían tener como destino final en muchos casos los paraísos fiscales. A manera de cierre, cabe traer a colación el siguiente fragmento del editorial: “Una vez liquidado el cambio (o sea, vendidas o compradas las divisas por el mercado oficial), el Banco Central ignora “oficialmente” que, al hacerlo, ha incrementado la llamada “fuga de capitales” y, por contraste, lleva un meticuloso registro de quienes transfieren fondos legítimos en tiempos de libertad cambiaria”.

Por otro lado, un análisis adicional sobre el frente cambiario y la inflación fue publicado en Clarín y escrito por los directores de Eco Go Federico Furiase y Martín Vauthier: “...el ajuste del torniquete del cepo anunciado esta semana frente a la escasez de reservas arriesga a desplazar parte de la demanda del divisas del MULC al mercado bursátil, con potencial efecto sobre la inflación y el nivel de actividad. Si hay importaciones requeridas para un proceso productivo que no pueden realizarse en tiempo y forma, el impacto se contabiliza sobre el nivel de actividad. Si parte de las importaciones comienza a realizarse a través del mercado bursátil, el riesgo es que se registre una filtración a la inflación al perder relevancia el tipo de cambio de referencia en la formación de precios”.

Finalmente, el 20 de mayo se conocieron las cifras de actividad económica del INDEC (EMAE) correspondientes al mes de marzo. Concretamente, el EMAE registró en marzo de 2020 una caída de -11,5% interanual y sufrió una contracción de -9,8% mensual. Acumuló una retracción de -5,4% en el primer trimestre del año. Ambas cifras fueron peores al -9% interanual esperado por un sondeo de Reuters y al cálculo para marzo en el Indicador de Actividad (IMA) del ITE (FGA) de -5,7% (¿provisorio?) según el informe de coyuntura mensual de abril elaborado por este organismo. Para el mes de abril, la estimación provisoria del IMA del ITE arroja una caída en el indicador sin estacionalidad del -9,2% respecto a marzo.

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

En cuanto a la performance semanal, el Subíndice de Bonos Cortos en USD avanzó un +17,40% medido en moneda dura (+34,82% en mayo), mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por +4,18% (+31,64%). Esta dinámica, claramente favorable, estuvo influida la actitud más dialoguista del gobierno que venimos observando en las últimas semanas. Concretamente, el pasado viernes por la mañana una de las claves bursátiles del día era que el gobierno habría dado a conocer los lineamientos de una nueva propuesta de canje ofrecida a los bonistas como parte de las negociaciones llevadas a cabo bajo acuerdos de confidencialidad. Dicha propuesta incluye menores quitas de capital, incrementos de cupón y disminución de los plazos de los bonos ofrecidos respecto a la propuesta original. Cabe resaltar que la misma no había sido oficializada a través de la SEC (CNV de EEUU) al cierre de la última jornada de la semana pasada.

Sobre las características de esta nueva oferta, desde el diario Clarín comentaron: "...un menú con seis bonos y más incentivos a la oferta que había lanzado el 22 de abril último: la nueva estructura de títulos brindan cupones más altos, menos años de período de gracia, quita más baja y hasta un bono para los intereses no pagados. Incluso estaría dispuesto hasta hablar de un cupón PBI. Según un cálculo de la consultora Eco Go, esta oferta mejorada de Guzmán valdría cerca de 47 dólares (la original era de 40 dólares). La de las próximas horas se acercaría a 50".

En cuanto a las expectativas de los inversores, Sabrina Corujo de Portfolio Personal Inversiones escribió en La Nación: "...hoy el mercado considera –en los precios- que la probabilidad de un

buen acuerdo se mantiene abierta (y cerca). Por algo las paridades logran sostenerse en la zona de 35%/40% en promedio, por arriba de los 25%/30% de principios de mes. Esto no evita que, por momentos, existan sobre-reacciones a algunas noticias”.

## **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 +4,55% y el de Bonos Largos un +4,73%. No obstante, en el mes mayo la dinámica fue mixta: mientras que la cartera de más corta duration perdieron espacio por aproximadamente -1,09%, los papeles más largos lo avanzaron +9,61%.

Ahora, el desafío inminente es hacer frente al vencimiento de capital e intereses del TJ20, el cual cerró el viernes en una paridad de 97,30% y que tomando como proxy del pago al vencimiento su valor técnico de 107,40 y su precio al 29/05 de 104,50, un inversor obtendría un rendimiento directo del +2,78% (TNA +42,20%). Cabe resaltar, que el valor nominal emitido del TJ20 fue equivalente a 118.523,4 millones de pesos, y que muy probablemente el gobierno ofrezca un canje contra bonos que ajustan por CER, de manera de evitar una mayor a la estrictamente necesaria emisión monetaria. Puntualmente, las paridades de bonos con CER “gestión Guzmán” oscilan dentro de un rango de 73,98% (TX24) y 95,67% (T2X1), ubicándose las mismas en promedio en torno a 85,31%.

Finalmente, cabe resaltar que están tomando vuelo los instrumentos dollar-linked, con colocaciones de IRSA, YPF y PAE en las últimas dos semanas, y con una colocación de Cresud programada para el día miércoles 03 de junio. Para tomar como referencia, IRSA colocó sus instrumentos con duration 0,97 y 1,86 a una TIR de corte del 5,03% y 7,56% respectivamente, mientras que PAE e YPF lograron colocar a tasas cercanas a 0%.

¡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.