

## Informe de bonos: semanas del 8 al 12 de junio

14 de junio, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (\*)

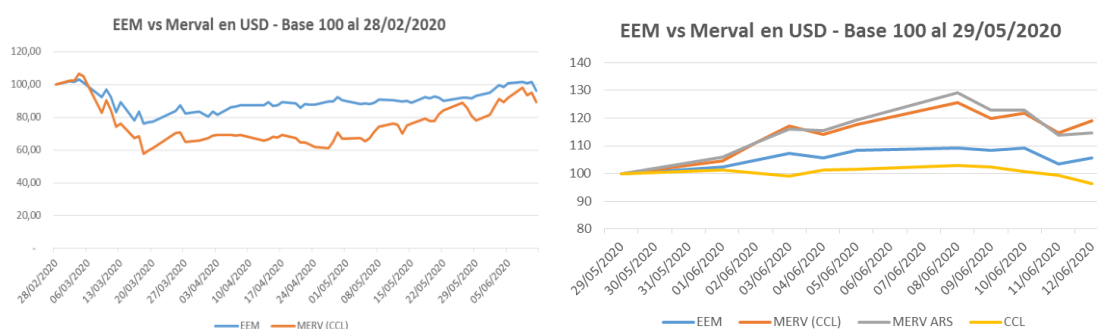
### ¿Qué pasó en los mercados del 8 al 12 de junio?

Tras una única jornada alcista de +1,20% arriba el lunes, el S&P 500 anotó cuatro jornadas bajistas consecutivas del martes al jueves (-0,78%, -0,53% y -5,89%), para cerrar la semana un -4,78% abajo. De esta manera, la principal referencia americana cerró el viernes 12 de junio a un +35,39% desde su mínimo del 23 de marzo y a -10,18% del máximo de febrero. ¿Cuándo se dio el quiebre? Si bien el S&P cerró el miércoles -0,12% con respecto al cierre de la semana anterior, las declaraciones posteriores a la reunión de la FED de ese día tuvieron un papel importante. Concretamente, la Reserva Federal renovó su compromiso de seguir apoyando a la economía a través de políticas monetarias expansivas, aunque proyectaron un descenso de -6,5% del PBI para este año y una tasa de desempleo de 9,3% a fines de 2020 (frente al 13,3% visto en mayo). Finalmente, estimaron que las tasas de interés se mantendrán en el rango 0,00% - 0,25% por lo menos hasta 2022.

Por otro lado, esa misma tarde Bloomberg informó que se observa el comienzo de una segunda ola de Covid-19 en EEUU. Así, un mes después de su la apertura, el estado de Florida reportó 8.553 nuevos casos, el número más alto para un septenario hasta el momento. Por su parte, las hospitalizaciones en Texas alcanzaron su máximo desde el inicio de la pandemia y California atraviesa su nivel más alto desde el 13 de mayo. Sin embargo, no es clara la relación entre el rebrote y la reapertura de la economía dado que San Francisco llevaba tres días sin nuevos casos y Los Ángeles presenta la mitad de los de California. En consecuencia, el baño de realidad llegó el jueves y se vivió una dura jornada para las principales bolsas del mundo que dejaron llamativas pérdidas por toma de ganancias.

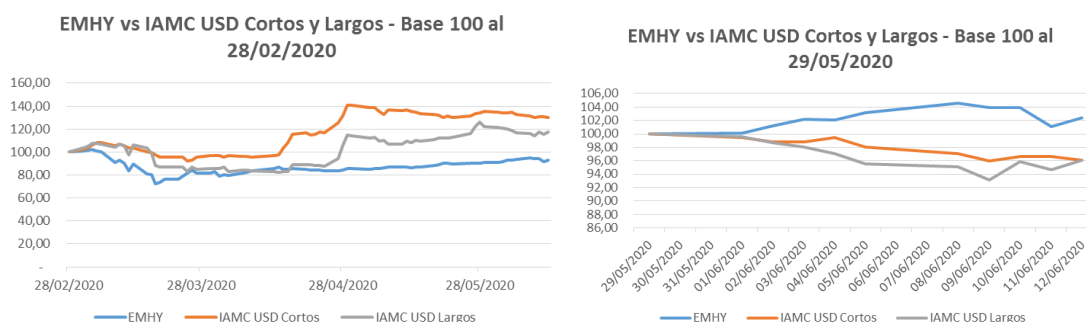
Asimismo la suerte de los mercados emergentes no fue distinta, y las carteras de renta fija y variable de referencia presentaron una negativa, con el iShares J.P. Morgan EM High Yield Bond ETF (EMHY) y iShares MSCI Emerging Markets ETF (EEM) cediendo -0,77% y -2,57%. A nivel

local, el Merval medido en dólares presentó un avance del +1,16%, a contramano del índice de emergentes, aunque más por un efecto de caída del Contado con Liqui (-4,90%) que por un avance del Merval el pesos (que cayó -3,79%). Sin embargo, en lo que va del mes, podemos observar una revalorización de los papeles locales a un mayor ritmo que el promedio de los emergentes, de la mano del empujón que recibieron los papeles locales durante mayo con el acercamiento entre gobierno y acreedores en el marco de la reestructuración de la deuda.



Fuente: elaboración propia en base a Reuters Eikon.

Sin embargo, la renta fija local mostró una dinámica desacoplada del resto de emergentes en las últimas dos semanas, aunque cuando alargamos el intervalo temporal de observaciones vemos que desde marzo al viernes pasado la valorización de las carteras de bonos de referencia locales fue notablemente superior. De esta manera, por un lado resaltamos la situación de deterioro pre-pandemia era superior lo que implica un potencial de upside superior y, por el otro, cabe resaltar que el EMHY es una cartera diversificada con participación de emisores como Turquía (8,52%), Petróleos Mexicanos (7,24%), Brasil (4,71%) y Petrobras (4,42%), cuyos títulos tienen mayores espacios a la baja y menores espacios al alza por partir de una situación más favorable respecto a la local.



Fuente: elaboración propia en base a Reuters Eikon.

Finalmente, dedicamos unas líneas a una novedad estrictamente local que sorprendió a los mercados: la decisión del gobierno de llevar adelante una intervención y expropiación de la agroexportadora santafesina Vicentín. Sobre esto, el pasado martes una fuente consultada por Reuters comentó: "Sin dudas es una mala señal para el mercado, y para los inversores en Argentina, donde el mensaje que llegó fue el de un Estado que puede quedarse con aquellas empresas que pasen un mal momento económico o no puedan cumplir con sus obligaciones de corto plazo".

Si bien el tema tiene muchas aristas, hasta el momento cabe remarcar ciertos puntos interesantes: la existencia de una puja del poder dentro de las distintas facciones del oficialismo que evidencian que no existen posturas homogéneas, la necesidad de sumar al menos 11 aliados no oficialistas para garantizar el quórum en Diputados para proseguir con la operación, la irracionalidad léxica de la "soberanía alimentaria" y el hecho de que la balanza comercial argentina en los rubros animales vivos y productos del reino animal, productos del reino vegetal, grasas y aceites y productos alimenticios, bebidas y tabacos es positiva, y finalmente la "confusa señal" que se envió a los sectores que podrían aportar con inversores al crecimiento económico.

Sobre esto último, Jesús Rodríguez, último ministro de Economía de Alfonsín y actual Auditor General de la Nación, fue consultado por el periodista Marcelo Helfgot en el marco de una entrevista que fue publicada en la edición impresa del diario Clarín del domingo 14 de junio. En la misma, el economista advirtió la necesidad de aumentar la cantidad y calidad de las exportaciones locales, y remarcó que esto es una realidad posible. Sin embargo, el ex ministro comentó: "Con

decisiones como las de Vicentín lo que se hace es conspirar contra eso. Porque genera incertidumbre. Y hace falta crear certidumbre. El único argentino que pudo ser premio Nobel de Economía, Julio Hipólito Olivera, dijo un concepto extraordinario: que la incertidumbre produce efectos más perniciosos, perjudiciales y duraderos que los propios errores de la política económica. Proveer certidumbre es la principal responsabilidad de un gobierno y lo que vemos es que este Gobierno es una máquina de generar incertidumbre”.

Por otro lado, en lo que respecta a los instrumentos del mercado de capitales emitidos por la aceitera local, el fiduciario del Fideicomiso Vicentín Exportaciones VIII, TMF Trust Company (Argentina) S.A, informó el lunes como Hecho Relevante vía CNV que ya se había presentado a verificar los créditos en el marco del concurso de acreedores. Por otro lado, en el mismo comunicado TMF señaló que aquellos inversores que deseen contar con una copia del escrito presentado ante la sindicatura solicitando la verificación del crédito, deberán solicitarlo a una dirección de correo electrónica allí consignada. Hasta el momento, el fiduciario no ha señalado ningún aspecto que, como consecuencia de la intervención ya decretada por el gobierno, tenga un impacto sobre los inversores en estos títulos.

## 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			
12/06/2020	-1,38%	1,10%	-2,24%	-4,86%	-2,54%	-2,97%	2.573

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 2.573 puntos, lo que indica un aumento semanal de 34 puntos básicos. Por otro lado, la performance

semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue negativa: -2,54% en pesos y -3,09% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$69,38 (+0,57% del 08 al 12 de junio) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 106,59 y retrocedió un -2,97% a lo largo de la semana. Asimismo, desde el 29/05 al 10/06, la base monetaria retrocedió un -0,17%, mientras que el stock de Leliq aumentó un +24,84%, lo que nos habla de un sesgo contractivo de la política monetaria en lo que va de junio. Finalmente, según el INDEC, la inflación en mayo aumentó +1,5% con respecto a abril y quedó debajo del +1,7% esperado por los analistas que participan del REM del BCRA.

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

En cuanto a la performance semanal, el Subíndice de Bonos Cortos en USD retrocedió un -2,79% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por -5,40%. Por otro lado, el viernes vencía el plazo para que bonistas extranjeros acepten la oferta de canje que Argentina presentó el pasado 21 de abril. Si bien se esperaba que el gobierno publicara una nueva propuesta formal ante la SEC, medios de comunicación comentaron por la del último día de la semana que habría una nueva postergación y las negociaciones continuarían. Finalmente esto fue así, y desde Reuters señalaron por la tarde del viernes: “Argentina informó el viernes que extendió al 19 de junio el plazo para negociar con sus acreedores la reestructuración de una deuda externa de 65.000 millones de dólares, que vencía este viernes”. Asimismo, desde el medio antes mencionado citaron un comunicado oficial que, entre otras cosas, decía: “La República se encuentra analizando estas sugerencias para maximizar el apoyo de los inversores”.

En lo que respecta al cuadro de situación de las negociaciones, el periodista Ezequiel Burgo planteó en la edición impresa del Clarín del domingo 14 que existen dos grupos de bonistas: “halcones” y “palomas” (como Blackrock) según su grado de flexibilidad. Sobre las diferencias de ambos grupos, podría estar apoyándose la estrategia del ministro según el reportero: “...debilitar la posición de los holdouts aprovechando las distintas agrupaciones de voluntades que permitirían

al país alcanzar las mayorías a través de canjes sucesivos (una estrategia conocida como Pacman de la deuda) y desgastar a los bonistas halcones”.

Ahora bien, ¿Cómo funciona la estrategia Pacman? Sabemos que el gobierno necesita determinados porcentajes de aceptación, de manera de activar las CACs de los bonos viejos (tanto a nivel individual como agregado). Por otro lado, también sabemos que se incluyó la facultad de “re designación”, que permite a sola discreción del gobierno excluir series problemáticas del proceso de reestructuración para sí poder seguir adelante con aquellas que cuentan con inversores cooperantes. De esta manera, si se reestructuran tres bonos (por poner un ejemplo) y no se puede alcanzar los umbrales de aceptación por la baja cooperación en una serie, se excluye la misma. Así, quedaría un grupo de series excluidas y otras reestructuradas. Luego, se convoca a una nueva reestructuración y se mejoran levemente los términos y condiciones de las series que si aceptaron en primer lugar (tienen incentivos para aceptar una mejora si antes aceptaron condiciones más desfavorables) y se agregan alguna de las series problemáticas, de esta manera ahora en el cómputo general se mejoran las métricas por los que ya aceptaron antes de manera de arrastrar a los no cooperantes y se van desarmando los stocks de deuda antigua<sup>1</sup>.

### **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 -1,38% y el de Bonos Largos avanzando un +1,10%.

Sobre el inminente vencimiento del TJ20, el periodista y economista Guillermo Laborda comentó en una nota de A24 en base a un informe de 1816: “En relación a este vencimiento de la semana próxima afirma que ‘se reestructura o se reestructura’ y sólo estaría dispuesto a pagarlo si ‘la mayoría ingresa a un canje’ y que el retorno que ofrece este papel ‘no compensa los riesgos de

---

<sup>1</sup> Para más información, recomendamos:

“Deuda. La estrategia “Pac-Man” que los analistas ven peligrosa en la negociación” de Sofía Diamante para La Nación. <https://www.lanacion.com.ar/economia/deuda-la-estrategia-pac-man-analistas-ven-peligrosa-nid2377240>

La estrategia, no debe confundirse con la llamada “Pacman defense” aplicada en el marco de operaciones de banca de inversión como M&A: <https://www.wallstreetmojo.com/pac-man-defense/>

reperfilamiento”. Concretamente, estimamos una erogación de aproximadamente 129.873 millones de pesos (6,1% de la base monetaria; USD 1.871 millones al tipo de cambio oficial), superior al desembolso de alrededor de \$95.000 millones que se negó a efectuar el gobierno para pagar el AF20. Si bien en ese momento existían incentivos estratégicos para ser duros contra el mercado luego de que Fidelity torció el brazo de Kicillof, hoy existe una brecha cambiaria más marcada y un abuso de la emisión monetaria. Con el 65% de la emisión en manos del fondo californiano PIMCO, muy probablemente esta semana el gobierno convoque a una operación de canje en donde será clave la participación de este actor.

Finalmente, un poco se comenta que existirían espacios para carry-trade: vender moneda extranjera, colocarse en pesos y luego volver a comprar moneda extranjera. Para evaluarlo, tomamos los tipos de cambio promedio mensuales proyectados por el REM del BCRA y simulamos colocaciones en pesos a una tasa de 29,69% desde el 12/06/2020 (simil Badlar) al 15 de los próximos seis meses. Además, tomamos 3 supuestos de brecha: 40% (promedio desde imposición del cepo), 45%, 56% (promedio junio 2020) y 60% (promedio abril, marzo y junio) y derivamos una cotización de los dólares libres. Tomando una cotización MEP de 106,052 (brecha del 53%), convertimos USD 100 a pesos y los colocamos a la tasa antes mencionada y verificamos los resultados. De esta manera, vemos que las principales ganancias vendrían de una compresión de brecha y con foco en el corto plazo.

Fecha	TC Oficial (REM BCRA Mayo 2020)	MEP				100 USD en Carry Trade a Badlar 29,69%			
		Brecha = 40%	Brecha = 45%	Brecha = 56%	Brecha = 60%	Brecha = 40%	Brecha = 45%	Brecha = 56%	Brecha = 60%
15/07/2020	72,60	101,64	105,27	113,60	116,45	107,14	103,45	95,87	93,52
15/08/2020	76,00	106,40	110,20	118,92	121,90	104,86	101,25	93,83	91,53
15/09/2020	79,00	110,60	114,55	123,61	126,71	103,30	99,74	92,43	90,16
15/10/2020	81,90	114,66	118,76	128,15	131,36	101,90	98,38	91,17	88,94
15/11/2020	85,00	119,00	123,25	133,00	136,34	100,43	96,96	89,86	87,66
15/12/2020	88,50	123,90	128,33	138,47	141,95	98,54	95,15	88,17	86,01

¡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.