

Informe de bonos: semanas del 1 al 5 de junio

07 de junio, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 1 al 5 de junio?

El viernes se conoció el dato de nóminas no agrícolas de mayo para EEUU. Aunque el mercado esperaba una caída en números de empleos de ocho millones (inferior a la caída de 20,7 millones de abril), el indicador presentó una suba de dos millones y medio. Por su parte, la tasa de desempleo pasó de 14,7% en abril a 13,3% en mayo. Naturalmente, la sorpresa positiva le aportó fuerza al S&P 500, que cerró el viernes +2,62% arriba. De esta manera, la principal referencia americana avanzó un +4,91% en la última semana, un +42,75% desde su mínimo del 23 de marzo y se encuentra -5,68% del máximo de febrero. Asimismo, para agregar una referencia, el DAX alemán encontró su máximo del último año el 19 de febrero, para luego caer un -38,78% al 18 de marzo y recuperar un +52,19% ubicándose ya a un -6,83% del 'peak' del segundo mes de este año.

En este proceso, se resalta como clave el apoyo de las políticas monetarias expansivas de los principales bancos centrales del mundo, como así también el apoyo de la política fiscal para dar soporte a esta performance positiva de los mercados. Como comentamos en el informe anterior, desde Moody's argumentaron en un informe que el mercado supone que cualquier aumento futuro de las dificultades financieras de empresas, hogares y gobiernos federales y locales será manejable. Más concretamente, el mercado ya incorporó en sus expectativas que pasado el segundo trimestre comenzaremos a ver una recuperación económica y un retorno a la normalidad. Asimismo, el éxito de la industria farmacológica (115 vacunas en desarrollo actualmente), hace crecer las expectativas de un retorno a la normalidad para el año 2021.

Entre los riesgos, podemos resaltar un rebrote global de la enfermedad, como así también del comportamiento de los consumidores. Sobre esto último, el economista y director de Research For Traders, Dario Epstein, resaltó en una columna de la edición impresa del Clarín del domingo 7 de junio que en el Reino Unido se estima que un 25% de los restaurantes sobrevivirá la cuarentena,

mientras que encuestas en EEUU indican que sólo el 25% de los consultados esperan salir a comer afuera de los próximos 30 días. En línea con esto, a manera de cierre, Epstein comentó: “...el dato clave que definirá la velocidad de recuperación es la conducta del consumidor. Y todo esto asumiendo que no habrá una recaída de casos luego de la ola de protestas que estamos viendo en Estados Unidos y Europa”.

En una mirada más general sobre los mercados, la renta fija y variable emergente presentaron una performance favorable en las últimas tres 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 +3,14% y +8,45%. Finalmente, vimos como el Índice Dólar o DXY cedió espacios, retrocediendo un -1,43% con la tasa a 10 años de los Estados Unidos subiendo desde el nivel de 0,644% a 0,905% mientras que los futuros de oro (Agosto 2020) cayeron un -3,92% y los futuros de petróleo Brent (Agosto 2020) avanzaron un +11,79%.

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:

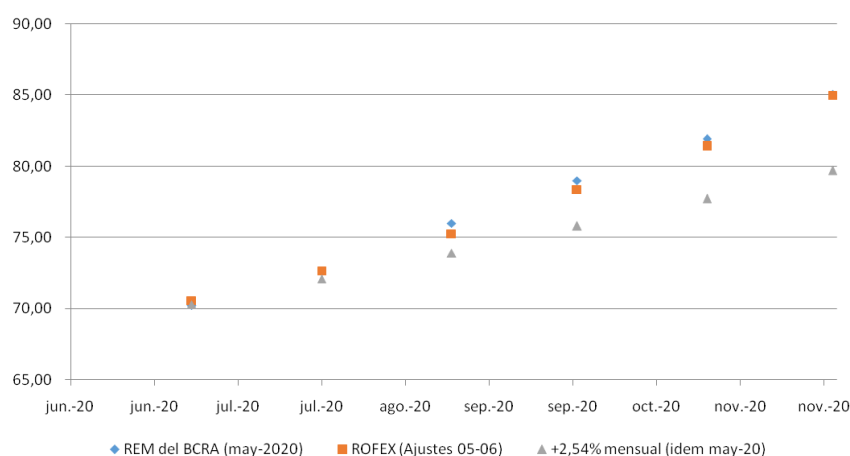
Semana finalizada el	Bonos en pesos		Bonos en dólares		Índice Bonos General	FX Implícito (AY24)	Riesgo País
	Cortos	Largos	Cortos	Largos			
5/6/2020	-1,33%	-3,82%	1,13%	5,75%	1,59%	2,00%	2.539

En lo que respecta a la renta fija, el mes de mayo cerró con un riesgo país en torno a los 2.539 puntos, lo que indica una compresión semanal de 95 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue favorable: +1,59% en pesos y +0,93% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$68,99 (+0,66% del 29 de mayo al 05 de junio) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 109,86 y avanzó un +1,59% a lo largo de la semana, en el marco de una depreciación del real brasileño del -7,08%. Asimismo, desde el 29/05 al 03/06, la base monetaria creció un +3,45%, mientras que el stock de Leliq lo hizo un +22,62%, tras presentar unas variaciones en mayo de +14,15% y +12,70%.

Por otro lado, en cuanto a la dinámica futura del tipo de cambio, vemos que tanto la curva de Rofex como las proyecciones del REM del BCRA esperan una aceleración en la tasa de depreciación, principalmente a partir de agosto. Esto se debe a que en general, se espera una aceleración inflacionaria hacia el segundo semestre y se asume que el BCRA buscaría mantener el tipo de cambio real. Complementariamente, Daniel Fernando Canedo comentaba en Clarín: “El Central está convencido de que con la aplicación del ‘super-cepo’ y el trascendido de que mantendrá el crawling peg (actualización periódica del tipo de cambio oficial. El oficial viene subiendo 2,7% por mes), logra consolidar la idea de que el gobierno no va a aplicar un salto del dólar”.

Evolución esperada del tipo de cambio nominal



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y Rofex.

Finalmente, un aspecto adicional de resaltar de la dinámica monetaria, es comentado por el economista Luis Secco, Director de Perspectivas Económicas, una columna en la edición impresa de Clarín del pasado domingo: “Sabemos que no hay régimen que permita una relativa estabilidad del tipo de cambio en presencia de inconsistencias fiscales y monetarias. Así lo refleja el comportamiento de la cotización del dólar en los mercados libres de cambio que anticiparon dichas inconsistencias, básicamente porque eran de los pocos mercados libres del intervencionismo estatal. Otra dinámica que marca la desconfianza en el régimen cambiario y monetario es el comportamiento de los depósitos en dólares del sector privado. Si bien una parte de la caída podría adjudicarse a la necesidad de recurrir a fondos precautorios ante la falta de actividad y de ingresos, no hay que perder de vista que vienen cayendo desde principios de año y acumulan una reducción del 13% en lo que va de 2020 (unos USD 2.600 millones), con mayo explicando un poco más de un tercio de la caída. Una reducción que en cualquier país del mundo sembraría luces rojas de alarma o de corrida, pero que en Argentina no parece conmover a casi nadie”.

Análisis y Estrategias: Bonos en dólares

En cuanto a la performance semanal, el Subíndice de Bonos Cortos en USD avanzó un +0,47% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por +5,06%. Esta dinámica, claramente favorable en el corto plazo, estuvo influida la actitud más dialoguista del gobierno que venimos observando tal y como comentamos en el informe anterior. Sin embargo, aún hay diferencias con los acreedores, con los comentarios de mercado hablando de que las puntas se encuentran entre USD 50 y USD 55. De esta manera, el pasado lunes nuevamente el gobierno extendió la oferta de canje de deuda en bonos bajo ley extranjera y ahora las negociaciones continúan hasta el nuevo ‘deadline’ del viernes 12 de junio. Además, el Comité de Determinaciones de Derivados de Crédito de las Américas votó por unanimidad a favor de activar los Credit Default Swaps (CDS) contra Argentina tras el no pago de los Globales.

No obstante, el buen humor tiene límites y existen aún diferencias entre gobierno y acreedores: mientras que los principales fondos de inversión ya resignaron una buena porción de sus pretensiones, el gobierno tiene un margen acotado para mejorar la suya en virtud de sus

lineamientos de sostenibilidad de deuda avalados por el Fondo Monetario Internacional. Sobre esto último, desde Reuters señalaron: “Una fuente con conocimiento directo de la posición del FMI dijo que una oferta que resulte en un valor presente neto superior a 50 dólares por cada 100 (asumiendo una tasa de descuento del 10%) es difícil que pueda ser sostenible”.

De esta manera, mientras que USD 50 parece marcar un techo de la oferta y upside en algunos títulos, aparecen también los riesgos. En primer lugar, resaltamos los comentarios volcados en el informe Cierre Mercados 05-06-2020 de Portfolio Personal Inversiones: “...a medida que se sigan atrasando los tiempos, no se descartan nuevas correcciones en los precios con los inversores exigiendo acciones concretas por parte del Gobierno –más allá del diálogo que se mantenga”. En segundo, en las Claves del día del 05 de junio de Delphos Investment publicadas en el sitio web de Cohen se comentó: “El contexto global nos sigue ayudando, pero por ahora las partes no logran consensuar una propuesta en común. El camino de un arreglo parcial que luego genere una presión internacional a los fondos que decidan quedarse como holdouts parece ser hoy el camino más probable. Pero todo pueda cambiar en cuestión de minutos, al menos eso dicen ambas partes. En este marco, a pesar del actual contexto global favorable, creemos que es momento de tomar una actitud de mayor cautela en relación a los bonos en dólares de Argentina”.

Por otro lado, la semana pasada el ministro de finanzas de la provincia de Córdoba presentó un proyecto en la legislatura provincial para buscar la renegociación de su deuda y obtuvo luz verde para iniciar el proceso a partir del 12 de junio. Sobre los bonos de esta provincia afectados, desde Ámbito Financiero comunicaron: “Los títulos públicos que Córdoba busca refinanciar son cuatro: tres del mercado internacional (el PDCAR 2021, por u\$s725 millones; el PDCAR 2024, por u\$s510 millones, y el PDCAR 2027, por u\$s450 millones), y uno del mercado local, el CO 26. La suma asciende a u\$s1.930 millones, confiaron desde despachos cordobeses a este medio”. A su vez, los gobiernos de Mendoza y Río Negro ya obtuvieron los avales de sus respectivas legislaturas y se encuentran en proceso de identificación de bonistas para luego iniciar las negociaciones. Concretamente, Río Negro informó a través de un comunicado al mercado publicado en Bolsar el 03/06/2020 que haría uso del período de gracia de 30 días en relación al pago de interés del bono RND25.

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%. Por el momento, la estrategia para la curva en pesos será de proponer canjes para extender los plazos y afrontar los vencimientos menos exigentes tal y como se viene haciendo. Según el último informe trimestral de deuda publicado en la página del Ministerio de Economía, se estimaban que los egresos en moneda local en junio por aproximadamente 371.862 millones de pesos (302.999 en capital y 68.863 en intereses, estimados al 31/12/2019), con la mitad de los pagos de capital atribuibles solamente al TJ20 y un monto de capital y renta equivalente casi a un 8% de la base monetaria.

Finalmente, cabe resaltar que están tomando vuelo los instrumentos dollar-linked, con colocaciones de IRSA, YPF, PAE y Cresud en las últimas semanas. Asimismo, se están conformando las carteras de distintos Fondos Comunes de Inversión que se focalizan en este tipo de instrumentos, como así también en tomar exposición a instrumentos en pesos y utilizar coberturas vía Rofex.

¡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.