

Informe de bonos: semanas del 22 al 26 de junio

29 de junio, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 22 al 26 de junio?

Tras una un cierre alcista de la tercera semana de junio, el S&P 500 y el DAX alemán cerraron el último septenario del sexto mes del año con retrocesos del -2,9% y -2,0% atentos a las actualizaciones de las proyecciones económicas del World Economic Outlook del FMI, como así también a las renovadas preocupaciones en torno a un posible rebrote de coronavirus y los resultados de los test de estrés sobre bancos llevados adelante por la Reserva Federal de los Estados Unidos. Esto se dio a pesar de algunas lecturas macroeconómicas favorables, como los datos de PMI manufacturero y de servicios que en el Reino Unido, Francia, Alemania y la Zona Euro fueron mejores a lo esperado por el consenso, aunque sólo indicando una expansión mensual en el país galo y caídas menores a las esperadas en el resto vía el indicador compuesto.

Con respecto a las estimaciones del principal organismo multilateral de crédito, ahora el mismo revisó a la baja sus proyecciones para la economía global para los años 2020 y 2021. Ahora el Fondo proyecta una caída del PBI mundial de -4,9%, frente a su proyección anterior de -3,0%. Para Argentina, se estima una caída del PBI del -9,9% en 2020 y una recuperación de +3,9% en 2021. Estas proyecciones son más pesimistas que las del REM del BCRA, que apunta a una caída del -9,5% en 2020 y una recuperación del +4,5% en 2021. Por otro lado, en el último Informe sobre la estabilidad financiera mundial publicado días atrás, se advierte sobre la disociación entre la performance de las economías y la evolución en los precios de los activos financieros riesgosos en el mundo, fenómeno apoyado principalmente por la dinámica descendente que han tomado las tasas de interés en el mundo.

Además, el Fondo Monetario Internacional resalta en que el optimismo inversor se apoya en la expectativa de un rebote en “V” de la economía real, la cual no estaría siendo validada aún en los datos, junto con una suerte de apoyo irrestricto de los bancos centrales. Sobre estos temas, desde el organismo señalaron: “...los datos económicos recientes y los indicadores de alta frecuencia

apuntan a que la desaceleración será más profunda de lo esperado...” mientras que al comparar dinámicas contrapuestas entre indicadores de confianza de los consumidores y la evolución de los mercados en EEUU aparecen “...dudas acerca de si la supuesta sostenibilidad del actual repunte del mercado de acciones sería posible si los bancos centrales no hubieran brindado el apoyo que ha estimulado la actitud de los mercados”. Complementariamente, rescatamos los comentarios de Sabrina Corujo de Portfolio Personal volcadas en la edición impresa La Nación del domingo 28 de junio: “...hasta no lograr un mayor control de la pandemia, la incertidumbre en la economía se mantendrá y los estímulos por parte de la Reserva Federal seguirán siendo claves para sostener al mercado”.

Además, en el informe de estabilidad financiera también se resaltó que “...las valoraciones parecen ser excesivas en muchos mercados de títulos y bonos empresariales”, con indicaciones de que la diferencia entre los precios de mercado y el valor de los activos en base a sus *fundamentals* según modelos del FMI se encuentra cercano a máximos históricos en las principales economías avanzadas, mientras que en ciertas economías emergentes se da lo contrario. Con respecto a estas últimas, si bien se observó una mejora en la actitud de los inversores hacia el riesgo emergente desde la irrupción de la pandemia, es patente una selectividad y no cualquier país emergente o de frontera se ve favorecido esto.

Sobre los riesgos de rebrote, el pasado lunes se conoció que Alemania volvió a imponer medidas de cierre en un distrito dentro del estado más poblado del país, Renania del Norte-Westfalia, debido a un nuevo avance del Covid-19 concentrado en un matadero. Luego, el jueves por la mañana, la novedad sobre el tema era que Nueva York, Connecticut y Nueva Jersey han impuesto una cuarentena de 14 días a los visitantes que llegan de los estados más afectados por el rebrote de Covid-19 en EEUU.

Si bien recuentos de la Universidad John Hopkins citados en la edición impresa de La Nación del domingo 28 de junio arrojan casi diez millones de infectados en el mundo y medio millón de muertos, con aproximadamente el 25% de cada una de estas métricas se encuentran en Estados Unidos. Más en concreto, desde el medio antes mencionado comentaron: “Más de 30 estados norteamericanos ven con alarma cómo suben día tras día los casos confirmados de

Covid-19, cifras que aumentan en general en todo el país. Al menos 11 estados dieron marcha atrás en los planes de reapertura”. A pesar de esto, hay un detalle interesante, que es recogido en el último Informe Semanal de Mercados y Economía de Delphos Investment y es que esta segunda ola está teniendo lugar precisamente en los estados del sur, que no habían presentado prácticamente casos durante los meses previos cuando los distritos más castigados fueron los del norte.

Finalmente, remarcamos que los últimos resultados de las pruebas de estrés bancario realizadas por la Fed, y conocidos el jueves, resultaron a priori decepcionantes. Puntualmente, ante un escenario adverso por la pandemia, algunos bancos podrían acercarse a los niveles mínimos de capital. Por eso, deberán suspender los programas de recompra de acciones y mantener los pagos de dividendos en niveles actuales para el tercer trimestre del 2020.

Finalmente, en una mirada más general sobre los mercados, la renta fija y variable emergente tuvieron una performance mixta 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 -0,6% y +0,1%. Además, vimos como el Índice Dólar o DXY cedió espacios, retrocediendo un -0,2% con la tasa a 10 años de los Estados Unidos bajando desde el nivel de 0,694% a 0,640% mientras que los futuros de oro (Agosto 2020) avanzaron un +1,6% y los futuros de petróleo Brent (Agosto 2020) retrocedieron un -2,8%.

A nivel local, si bien continuaron las discusiones con los acreedores en torno a la oferta de reestructuración de deuda, se conoció la noticia de que el MSCI decidió mantener a Argentina en la categoría "mercado emergente". Sin embargo, advirtieron que en caso de mantener o aumentar los controles de capitales vigentes en nuestro país, se podría decidir la degradación a las categorías "Frontier Markets" o "Standalone Markets". Si bien la importancia de un evento como este perdió la relevancia que tenía en un pasado no tan lejano, esto no quita la existencia de subvaluaciones en el espectro de la renta variable local. Sin embargo, ahora el catalizador de una recuperación en las valoraciones sería una reestructuración ordenada de la deuda y la presentación de un plan económico y monetario consistente en un marco de moderación política.

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			
26/6/2020	1,11%	4,93%	0,09%	-5,23%	-1,02%	-6,45%	2.546

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 2.546 puntos, lo que indica un leve avance semanal de 8 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue negativa: -1,02% en pesos y -1,61% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$70,22 (+0,60% del 19 al 26 de junio) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 102,47 y retrocedió un -6,45% a lo largo de la semana. Asimismo, desde el 29/05 al 24/06, la base monetaria avanzó un +0,54%, mientras que el stock de Leliq aumentó un +25,76%.

Con respecto a variables de la economía real, según el INDEC, la caída del PBI real del primer trimestre del 2020 se ubicó en un -5,4% interanual, en línea a lo esperado por el consenso de mercado. El desempleo, por su parte, se situó en 10,4%, por debajo de la previsión de 10,9%, pero sobre la medición anterior de 8,9%.

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 retrocedió un -0,51% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por -5,79%. De esta manera, el cambio en la

valorización mensual de ambas carteras se ubica ahora en terreno mixto, marcando un +0,81% y -4,88%, mientras que las variaciones anuales se ubican en +10,38% y -5,14%.

Sobre el proceso de reestructuración de deuda, en el informe semanal de Stockbrokers del 22 de junio comentaron: “Los grupos de acreedores exigen que el país mejore aun más su oferta, mientras que la postura del Gobierno es que no puede seguir cediendo después de elevar su propuesta a alrededor de 50 centavos por dólar más un atractivo adicional vinculado a sus exportaciones”.

Sin embargo, a lo largo de las últimas dos semanas vimos como los aspectos legales de los nuevos bonos y de la operación de canje comenzaron a tomar un protagonismo cada vez mayor. Por un lado, el grupo de acreedores liderado por BlackRock pide que a futuro el país utilice un 50% de su deuda a emitir en el futuro para cubrir servicios de deuda de los nuevos bonos a emitirse en el actual canje. Por el otro, el jueves el ministro Guzmán comentó con Council of the Americas que las negociaciones con grupo de acreedores Ad Hoc (aquel liderado por BlackRock) están trabadas por diferencias en el plano legal. Según Iprofesional, este grupo reclama que todos los bonos nuevos se emitan bajo Indenture 2005 (prospecto), que tiene mayores protecciones para los acreedores que el Indenture 2016.

Sobre el filo, el domingo 28 por la noche, el periodista Marcelo Bonelli adelantó en una nota que se publicó en la web de Clarín que el gobierno argentino habría elevado una nueva propuesta a los acreedores durante el fin de semana a través de uno de los bancos de inversión asesores. Esto se dio luego de reuniones mantenidas entre el presidente, el ministro Guzmán y el jefe de gabinete Santiago Cafiero. Según comentaron desde el medio, el presidente habría decidido que se trataría de la “propuesta final”. Si bien la información publicada no aborda la problemática de las cuestiones legales, si se contemplarían mejoras económicas en la oferta: “El nuevo plan de pago mantiene un valor presente neto del 50%, pero establece cambios en las fechas de cancelación y forma de pagos de intereses”.

No obstante algo llama la atención, y es que en la nota de Bonelli se menciona: “La intención sería lograr una adhesión inicial que supere el 50% y solo en ese caso se haría oficial la propuesta

Argentina”. ¿Se conformaría el gobierno con una performance inferior a la de 2005? ¿Vamos efectivamente camino a un Pac-Man de deuda?

Finalmente, la provincia de Mendoza extendió su oferta de canje de bono PMY24 hasta el 6 de julio, aunque Caja de Valores notificó que los inversores locales podrán presentar sus posturas a más tardar el 1° de julio de 2020 a las 13:30 horas.

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 +1,11% y el de Bonos Largos un +4,93%.

Pensando en las próximas jornadas, los inversores posicionados en ciertos títulos en pesos recibirán sus acreencias en breve, concretamente el 30 de junio lo harán aquellos parados en el DICP y CUAP, mientras que el 01 de julio aquellos en la nueva letra a descuento S01L0. Luego, el 04 de julio tendrá lugar el pago de los NO20, y dentro de los Dollar Linked pagará el 30/06 su correspondiente servicio de amortización y renta el PUM21 de Chubut.

En un contexto en dónde las expectativas inflacionarias y devaluatorias tienden a acelerarse hacia el segundo semestre de este año, parece más tentador ubicarse en instrumentos que ajustan por CER y Dollar-Linked corporativo frente a tasas nominales o instrumentos Badlar más margen.

¡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.