

Informe de bonos: semanas del 20 al 24 de julio

26 de julio, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 20 al 24 de julio?

Cierre de semana bajista en los principales mercados internacionales, con el S&P 500 dejándose -0,28% y el DAX alemán un -0,63%. En el mismo período, la renta fija y variable emergente tuvieron una evolución positiva, 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 +1,71% y +0,87%. Además, vimos como el Índice Dólar o DXY cedió espacios, retrocediendo un -1,57% mientras la tasa a 10 años de los Estados Unidos cayó desde el nivel de 0,623% a 0,587% mientras que los futuros de oro (Agosto 2020) avanzaron un +4,83% y los futuros de petróleo Brent (Septiembre 2020) un +0,46%. De esta manera, observamos una dinámica particular, en dónde parece verificarse ingreso de fondos a activos de alto riesgo, como los emergentes, a la vez que el oro (y también la plata) sufrieron marcadas apreciaciones: en este sentido, se conjugan tanto señales de risk-on como de risk-off.

A continuación, presentamos los principales cinco puntos importantes que nos dejaron los mercados desde el 20 al 24 de julio:

1) Medidas de estímulo y macroeconomía global

La Unión Europea aprobó un paquete de ayuda económica, que tomará la forma de un fondo de recuperación, por 750.000 millones de euros. Los principales beneficiados serán Italia, Grecia y Portugal. Los recursos fiscales serán aportados principalmente por Alemania, Holanda y Francia. Asimismo, debido a las condiciones estructurales y coyunturales de Europa, desde el fondo BlackRock observan atractivo en la renta variable europea.

Además, en julio aumentaron por encima de lo esperado los índices PMI manufacturero, composite y servicios de Alemania, Eurozona y Reino Unido (datos preliminares). En Francia las lecturas del PMI de servicio y del compuesto fueron favorables, pero la del manufacturero no

cumplió con las expectativas. Finalmente, en EEUU las cifras del PMI quedaron por debajo de las expectativas y se sumaron a señales de un mercado laboral que parece estar necesitando más soporte (tras observarse una nueva aceleración en los nuevos pedidos de subsidios por desempleo, cifra que además continua anotando lecturas siempre peores a las esperadas por el consenso de mercado). En cuanto a los estímulos económicos, a diferencia de Europa que aprobó un gran paquete de estímulos, el Congreso norteamericano continúa debatiendo nuevos apoyos para fortalecer la confianza.

2) Tensiones entre EEUU y China

El miércoles se conoció la noticia de que EEUU ordenó cerrar el consulado chino en Houston dentro de las 72 hs y la respuesta no tardó en llegar, dado que el viernes China ordenó el cierre de un consulado estadounidense en Chengdu.

Sobre esta problemática de los consulados, desde el diario español ABC comentaron: “Una decisión tan extrema como el cierre de un consulado da buena prueba de la profunda crisis que atraviesan las relaciones entre ambas superpotencias, agravadas por el impacto del coronavirus en EE.UU. y las acusaciones del presidente Trump contra el autoritario régimen de Pekín”.

Si bien la escalada es más que evidente (y no es más que la materialización de un riesgo que señalamos en informes anteriores: el aumento de la retórica de EEUU contra China en la medida en que se acercan las elecciones), la misma podría haber tenido dimensiones aún mayores: “...el consulado estadounidense en dicha ciudad era uno con los que se especulaba para un posible cierre. Aunque la propaganda insinuaba una venganza mayor como la clausura del consulado en Hong Kong, al final el elegido ha sido el de Chengdu, que parece una pieza menor. Toda una señal de que, a pesar de la gravedad de la crisis, Pekín no quiere lanzarse a una confrontación abierta con Washington” señalaron desde ABC.

3) *Earnings per share* del segundo trimestre de 2020

Sin hacer un repaso exhaustivo, comentaremos brevemente la performance de algunas compañías. En orden cronológico, el lunes antes del inicio de operaciones, la petrolera americana

Halliburton presentó sus beneficios por acción del segundo trimestre. Excluyendo deterioros y otros cargos, se registró un resultado por acción de +0,05 dólares, frente a expectativas en torno a -0,11 dólares por acción. Ya por la tarde se conocieron las ganancias por acción de IBM, que también batieron al consenso.

Luego, hacia mediados de semana, AT&T, Microsoft y Tesla presentaron ganancias por acción superiores a lo esperado. Si bien AT&T obtuvo unos ingresos por ventas menores a los esperados, logró operar en terreno positivo en la preapertura del jueves. Esto no se observó en Microsoft, que operó en terreno negativo durante el after market del miércoles y en la preapertura del jueves. Si bien las ganancias por acción del gigante del software fueron en apariencia favorables, algunas fuentes de mercado no entendieron lo mismo. Sobre esto, desde Investing.com comentaron: “Microsoft había superado las expectativas de los analistas con un aumento del 13% de las ventas y un beneficio neto de 11.200 millones de dólares, aunque algunos se han sentido decepcionados porque el crecimiento de las ventas de su negocio de computación en la nube Azure se ha desacelerado hasta menos de un 50%”.

El jueves por la tarde, fue el turno de Intel, cuyas cifras no lograron convencer a la comunidad inversora. La compañía presentó ganancias correspondientes al segundo trimestre de este año y fueron por debajo de las esperadas (1,10 versus el rango estimado por analistas de entre 1,11 y 1,14) e informó que su nueva tecnología de chip de 7 nanómetros estaba retrasada seis meses. Esto hizo caer sus acciones más de un -10,35% en las operaciones posteriores al cierre regular del mercado.

Finalmente, el viernes antes del inicio de la rueda de operaciones, la compañía multinacional americana Honeywell presentó sus correspondientes beneficios por acción. Los mismos superaron las previsiones de los analistas de mercado y, además, los ingresos por ventas también se situaron por encima del nivel esperado.

Para la semana que comienza el 27 de julio, la atención estará enfocada en las cifras de compañías como Amazon, Google y Facebook.

4) Dinámica del oro y la plata

Tras superar máximos históricos, los futuros de oro y plata mantienen su tendencia alcista. Esta dinámica se apoya en las expectativas sobre que los tipos de interés reales bajos o negativos serán la norma en los años próximos. Además, detrás de esta dinámica también se encuentran las tensiones geopolíticas entre EEUU y China antes mencionadas. Así, desde el 16 de julio al 24, el oro spot mostró un avance de más del +5,8%.

5) La interminable novela de la reestructuración de deuda

El substancial “avance” de la semana fue que los tres principales grupos de acreedores (Ad Hoc, Exchange y ACC) anunciaron el lunes que remitieron una nueva oferta conjunta de reestructuración de deuda, ya que no aceptan la última propuesta del gobierno. Sólo el fondo Greylock apoya la propuesta actual y decidió retirarse de ACC. Los acreedores ahora proponen mantener las estructuras de los bonos que presentó Argentina en su última oferta, pero demandan un incremento del cupón promedio desde 3,15% a 3,40%, un aumento de los cupones del bono a 2030 que compensará a los intereses corridos y adelantar un mes los pagos de capital e intereses. En materia legal, exigieron que se imposibiliten las “re-designaciones”.

Por su parte, el gobierno mantiene su postura de no modificar la propuesta oficial, rechazando la contraoferta de los acreedores. Pero más allá de la negativa, el mercado ve probable un arreglo. De acuerdo a diferentes cálculos, la distancia entre el gobierno y acreedores estaría entre USD 2,61 y USD 3,50. Para lograr esto último, fuentes de mercado sostienen que por indicación del presidente, Martín Guzmán analiza modificaciones en las condiciones legales de la oferta oficial. Se trata de un último intento para cerrar un acuerdo sin modificar la propuesta económica.

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			
26/7/2020	1m81%	6,34%	-0,50%	0,80%	0,91%	-0,71%	2.220

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 2.220 puntos, lo que indica una compresión semanal de 98 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue positiva: +0,91% en pesos y +0,32% en USD, con todos los segmentos ganando espacios menos los bonos cortos denominados en moneda dura.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$71,90 (+0,59% del 17 al 24 de julio) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 114,57 y retrocedió un -0,71% con respecto al cierre de 7 días atrás. Por otro lado, en lo que va de julio, la base monetaria ya aumentó un +5,10% mientras que el stock de pasivos netos y Leliq lo hizo por un +1,56%.

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 -1,08% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD avanzó por +0,21%. A manera de resumen, en el informe Cierre Mercados 24-07-20 de Portfolio Personal Inversiones publicado en su sitio web comentaron: “Llegamos al final de una semana positiva para los bonos soberanos en medio de un mayor optimismo respecto a las negociaciones de la deuda. La presentación de una propuesta conjunta de los acreedores achicó las distancias con el Gobierno, y eso mejoró el sentimiento del mercado local en las últimas ruedas. Entendiendo que la diferencia (al menos financiera) entre las partes es mínima, los inversores ven más probable un acuerdo total y esto se ve reflejado en la suba del 2/3% promedio de los títulos en dólares. Se estima que Guzmán continúa analizando las condiciones legales en relación a las garantías que desde los grupos de acreedores exigen, aunque sin intención de salvar la diferencia financiera de USD 3 que distancian a las partes del acuerdo”.

Pensando en una posible convergencia de los viejos bonos al mejor valor de la última oferta del gobierno a una determinada Exit Yield, vemos que para un rendimiento requerido del 10,50% se destacan el A2E7 (+21,25%), A2E8 (+24,0%) y el AC17 (+16,60%), excluyendo del análisis a los títulos cuyas láminas mínimas no son accesibles para el promedio de los inversores minoristas, como así también a aquellos títulos de baja liquidez. Por otro lado, en lo que respecta a la curva de bonos bajo ley local, pensando una convergencia a la propuesta valuada a una Exit Yield del 11,5%, en general los upside se ubican en un rango de entre +10,0% y +11,0%.

Asimismo, la curva bajo ley local opera con una Exit Yield implícita de aproximadamente 12,50% - 13,00% para el DICA, PARA, AY24 y AA37, mientras que para el AO20 lo hace en el rango 13,00% - 13,50% y en el AA25 por encima del 13,50%. Dentro de la curva de ley extranjera, el A2E7 opera con una Exit Yield implícita en el rango de 13,0% a 13,50%, al igual que el AA21 y el AA26, lo que los hace lucir baratos en relaciones a los bonos bajo ley local suprimiendo la prima por la legislación. Por otro lado, el A2E2 y el AC17 operan en el rango de 12,0% a 12,50%, mientras que el PARY y el DICY se ubican en 11,50% a 12,00%.

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 +1,81% y el de Bonos Largos un +6,34%. Se destacó la presentación de los avisos de pago de la Lecap S30A0 para el miércoles 29 de julio y la licitación de dos obligaciones negociables dollar-linked a 24 y 36 meses de Aluar Aluminio Argentino para el 28 de julio con fecha de liquidación 30 de julio.

Finalmente, en lo que respecta a inversiones dentro de la curva en pesos, en la última columna semanal “Lo que se dice en las mesas” de *Ámbito* comentaron: “Claro que en todos los zoom (-a propósito, un conocido gestor comentaba el cansancio de los clientes ante la avalancha de videoconferencias y charlas virtuales a las que son invitados, que se han abaratado sustancialmente porque se invita a 1.000 personas sin costo de café ni salón etc.-) el dólar y la inflación futura dominan la atención. De lo que más se habla es de la curva de pesos. Parece que todos van al CER ante la expectativa de una aceleración inflacionaria (no híper, por ahora). Pero no van en busca de paridades, sino de futuras ganancias de capital”.

¡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. Actualmente se desempeña como Analista de Renta Fija y Variable en TSA Bursátil de Grupo Transatlántica.