

Informe de bonos: semanas del 29 de junio al 03 de julio

03 de julio, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 29 de junio al 03 de julio?

Tras una un cierre bajista de la semana finalizada el 26 de junio, el S&P 500 y el DAX alemán cerraron el 3 de julio el primer septenario del séptimo mes del año con avances del +4,02% y +3,63%, de la mano de la tracción positiva de datos macroeconómicos favorables y expectativas sobre el desarrollo de una vacuna contra el COVID-19 por las firmas Pfizer y BioNTech. Concretamente, los datos de empleo reportados en EEUU, que registraron la creación de +4,8 millones de puestos de trabajo no agrícolas y el retroceso tasa de desempleo hasta 11,1%, apoyaron al principal índice americano que marcó una suba en torno al +0,45% el pasado jueves.

Luego, el viernes los mercados europeos que operaron sin la referencia de Wall Street por ser el viernes una jornada festiva y se decantaron por la toma de ganancias, tal y como señalaron desde el diario español Expansión: “La semana bursátil se despide con una sesión de recogida de beneficios en las Bolsas europeas. Los inversores han sucumbido a la tentación de una toma de ganancias tras las fuertes subidas de ayer y el cierre de Wall Street por el Día de la Independencia, que reduce la negociación”. No obstante, el mercado aún se mantiene atento sobre algunos aspectos puntuales, y desde la fuente antes mencionada comentaron: “Los analistas, sin embargo, han comenzado a hacer una doble lectura de este dato, ya que, los datos se cerraron el 12 de junio, justo antes de que comenzara el rebrote de contagios en Estados Unidos. Estos rebrotes del coronavirus son la principal preocupación de los inversores, que temen que se frene la anhelada reactivación económica. También mantienen la cautela ante las tensiones entre Estados Unidos y China por la ley de seguridad de Hong Kong”.

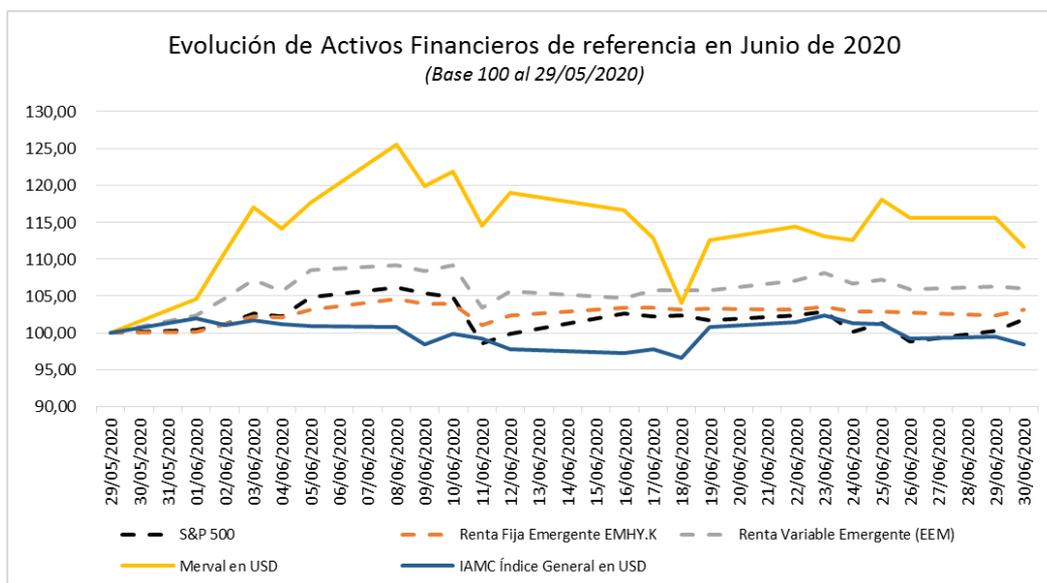
Para el mes de julio, los inversores tendrán oportunidad de verse las caras con los balances del segundo trimestre de las compañías americanas y corroborar su performance. Si bien muchas de ellas, aproximadamente un tercio de las que componen el S&P, han retirado su *guidance* de

ganancias debido a que la incertidumbre en torno a la pandemia les restaba exactitud, podrían verse algunas sorpresas favorables o desfavorables mientras que las declaraciones de las gerencias podrían darnos claves sobre cómo pensar el futuro. Sobre este tema, Florencia Bonacci de Portfolio Personal comentó en la edición impresa de La Nación del domingo 05 de julio lo siguiente: “En la búsqueda de catalizadores, julio trae consigo una nueva temporada de balances, lo que será otra gran prueba que el mercado deberá sortear. Las perspectivas no son optimistas, ya que las estimaciones indican una caída record de ganancias del 40% en el segundo trimestre y del 25% en el tercero. Si bien en este contexto no debería sorprender, esos datos marcarían un hito, alejándose del promedio de retrocesos en los últimos 15 años, de 4,6%”.

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 +0,37% y +3,65%. Además, vimos como el Índice Dólar o DXY cedió espacios, retrocediendo un -0,27% con la tasa a 10 años de los Estados Unidos subiendo desde el nivel de 0,640% a 0,669% mientras que los futuros de oro (Agosto 2020) avanzaron un +0,39% y los futuros de petróleo Brent (Septiembre 2020) lo hicieron por un +4,57%.

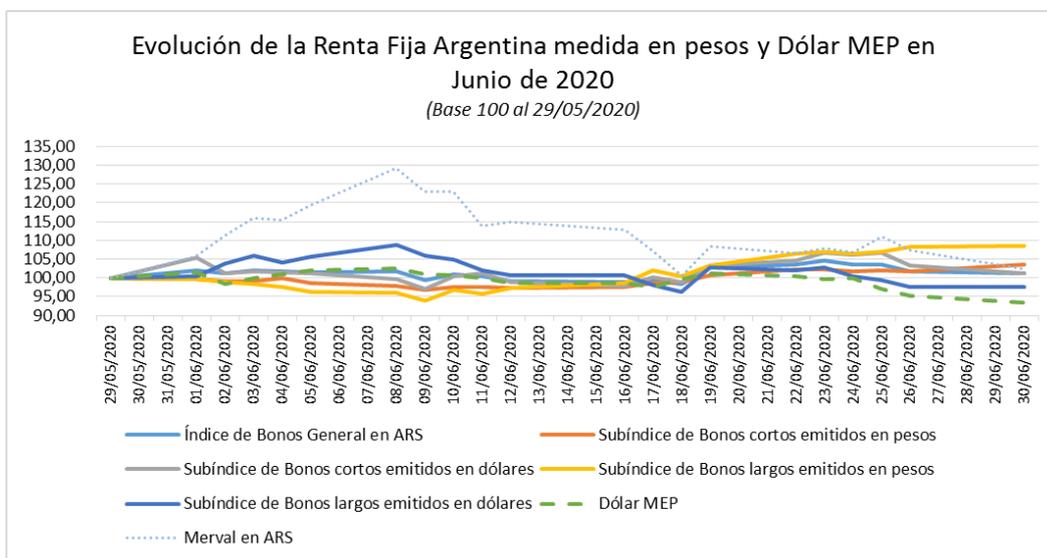
En el plano local, el mes de junio resultó favorable para los activos de renta variable local, con el S&P Merval medido en pesos avanzando un +2,28%, mientras que medido en dólares lo hizo por +11,63%. Concretamente, en esta dinámica influyó que el Contado con Liquidación cedió desde 112,95 el 29 de mayo a 103,49 al 30 de junio (-8,38%). De esta manera, la evolución del Merval en USD¹ fue superior a la evidenciada por mercados de referencia extranjeros (S&P 500, EEM y EMHY), como así también a la del Índice de Bonos General del IAMC medido en moneda dura.

¹ Medición en base al cociente del Merval contra el Contado con Liquidación (RIC ARSCONT= de Reuters).

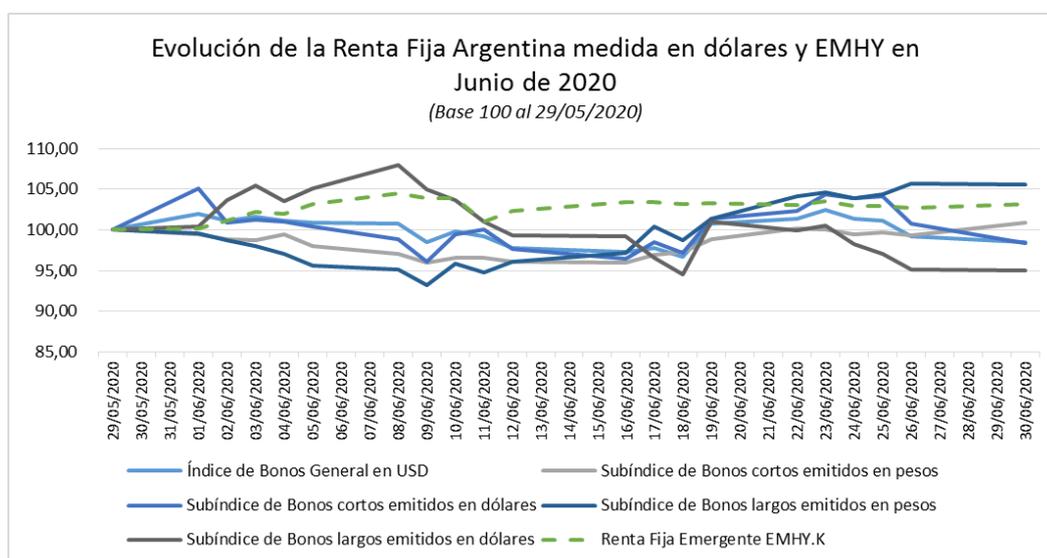


Fuente: elaboración propia en base a Reuters Eikon

Mirando con más detalle, en primer lugar observando la evolución de la renta fija y variable en pesos, vemos cómo tanto los bonos como las acciones tuvieron un progreso más favorable que el dólar financiero, mientras que los bonos en pesos fueron superiores tanto al Merval como a los bonos en moneda dura durante el sexto mes del año. Por otro lado, cuando observamos las mediciones en dólares, advertimos que la performance de los títulos públicos locales fue en general inferior a la que mostró el resto de países emergentes, a excepción de la valorización de los bonos largos en pesos medidos en moneda dura.



Fuente: elaboración propia en base a Reuters Eikon



Fuente: elaboración propia en base a Reuters Eikon

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:

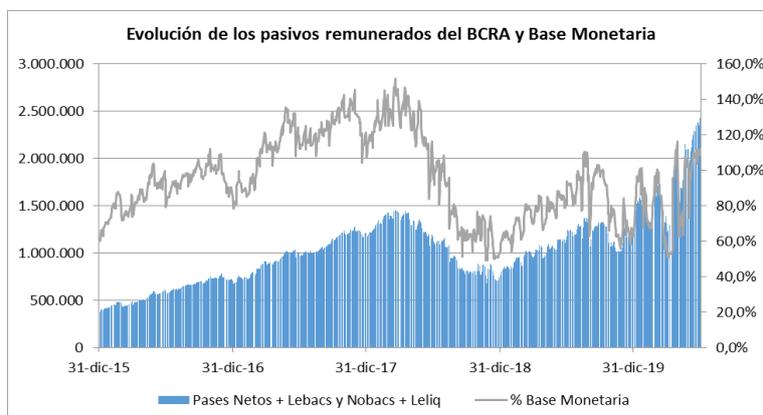
Semana finalizada el	Bonos en pesos		Bonos en dólares		Índice Bonos General	FX Implícito (AY24)	Riesgo País
	Cortos	Largos	Cortos	Largos			
03/07/2020	2,01%	2,66%	3,81%	6,08%	4,56%	3,24%	2.544

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 2.544 puntos, lo que indica una leve caída semanal de apenas 2 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del

IAMC fue positiva +4,56% en pesos y +3,94% en USD. Sin embargo, los bonos en pesos, tanto largos como cortos, quedaron rezagados con respecto al Dólar Bolsa.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$70,64 (+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 105,76 y avanzó un +3,24% a lo largo de la semana. Asimismo, desde el 29/05 al 30/06, la base monetaria avanzó un +1,56%, mientras que el stock de Leliq aumentó un +25,79%, mientras que desde el 29/05 al 01/07 los avances fueron +10,69% y +25,79%. Concretamente, el 01/07 (día del último dato publicada) la base mostró una expansión de 194.596 millones de pesos (+8,99%), mientras que el 02/07 el stock de Leliqs lo hizo 24.378 millones (+1,45%) lo que habla de una esterilización parcial.

Como si el pasado se repitiese, la dinámica de esterilizar a través de pasivos remunerados vuelve a generar dudas en los economistas y participantes del mercado. Este tema recibió especial atención por parte de los medios de comunicación, con un lugar central en el suplemento de economía de La Nación del domingo 05 de julio. Concretamente, en la nota dedicada al tema se comentó lo siguiente: “Los analistas [...] plantean que los riesgos de esta nueva montaña de pesos acumulada en el BCRA son menores a los de las Lebacs, las letras que en su momento habían superado también el billón de pesos. Fue un instrumento que en 2018 contribuyó a la corrida que disparó el tipo de cambio: mientras que aquellas eran operadas por inversores particulares y fondos del exterior, las Leliq son gestionadas únicamente por los bancos locales [...] ‘El sector bancario tiene limitaciones para la compra de dólares por su posición global neta, y eso reduce el riesgo de tener una corrida’, explica Matías Rajnerman, economista jefe de Ecolatina. ‘El mayor problema para las Leliq sería un desarme de los plazos fijos de los ahorristas. Y los bancos no tienen otras opciones; invertir en economía real hoy es inviable y dolarizarse no es una posibilidad por el cepo. Es una rueda que se va auto expandiendo, pero a corto plazo no tiene adónde ir’, agrega.”.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

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 avanzó un +3,20% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por +5,45%.

En lo que respecta a estrategias, observamos el viernes que el AY24 cerró con una paridad de 42,68% (42,87% en especie D), mientras que algunos títulos bajo legislación extranjera como el PARY, el A2E7 y el AC17 lo hicieron en 41,09%, 41,55% y 39,11%. De esta manera, por un lado se abre la posibilidad de pasarse a legislación extranjera sin perder nominales por parte de aquellos inversores interesados, y además hacerse de posibles ganancias obteniendo bonos nuevos post reestructuración que podrían valer más que entrando al canje con los que actualmente tiene en cartera. Para hacer este análisis, tomamos como referencia la propuesta del gobierno del pasado 17 de junio² y valuamos los nuevos bonos a recibir. Por otro lado, asumimos igual tratamiento para la ley local (es decir, reciben los mismos bonos, aunque el ejercicio de valuación lo hacemos considerando un Exit Yield superior para los ley local).

De esta manera, planteamos el caso de un inversor con una tenencia de 100 nominales de AY24 que posee una posición valuada al 3 de julio de aproximadamente 4.000 pesos. Si desea esperar

² <https://www.argentina.gob.ar/noticias/el-ministerio-de-economia-informa-0>

a la reestructuración, asumimos que sería ubicado en el Nuevo Bono 2035³, con una quita nominal del 3%, y la posición valuada en ese nuevo bono sería de USD 36,07 (EY = 11,5%). Sin embargo, podría vender sus AY24 y comprar 66 nominales de DICA, que cerraron el viernes con una paridad de 38,50%. Si el DICA pudiese elegir el bono 2038 (al igual que podría hacerlo el DICY), la posición valuada a recibir post-reestructuración sería de USD 44,04. Asimismo, si el inversor decidiese adquirir 100 nominales de PARA, recibiría USD 43,77, mientras que si adquiriese 90 nominales de PARY recibiría USD 43,16 (EY = 10,5% por recibir Ley NY) (En ambos casos, se recibirían los Nuevos Bonos a 2041; recordamos que los bonos de la reestructuración anterior no sufren quita de capital nominal). Finalmente, si se optase por el A2E7, se recibiría una posición valuada post reestructuración de USD 42,63. Además, no se consideró en el análisis por cuestiones de simplicidad, pero además se recibiría un bono a 2030 por los intereses corridos, que ha sido valuado en torno a los USD 45,80 cada 100 nominales a un EY = 10,5% (USD 42,56 con EY = 11,5%)⁴.

Esta estrategia, podemos analizarla también para un AO20, cuya paridad es superior a la del DICA y PARA, pero inferior a la del A2E7 y PARY. Asumiendo que el AO20 recibe el Nuevo Bono 2030, la posición valuada post reestructuración sería de USD 46,26, mientras que replicando la operación antes mencionada, en DICA sería USD 49,38 recibiendo los Nuevos Bonos 2038 Ley Local. Finalmente, en PARY se recibiría USD 48,44, en PARA USD 49,16 y en A2E7 USD 46,58⁵⁶.

Finalmente, al cierre de la semana, los comentarios de mercado y de los distintos medios periodísticos apuntaban a que en la semana que comenzaba el 06 de julio tendríamos novedades

³ Si bien la propuesta de reestructuración para la ley local aún no se conoce, asumimos trato igualitario. Por otro lado, con la información provista de “grupos” de bonos para la reestructuración bajo ley extranjera, no es claro en cual podría quedar ubicado el Bonar 2040. Asumimos que ingresa al grupo 2 y recibiría el Nuevo Bono 2035.

⁴ Para profundizar y tener acceso a un análisis similar pero alternativo, recomendamos la nota de Julián Yosovitch para El Cronista “Dolarización: el bono estrella del contado con liqui está caro y sugieren usar otro activo”:
<https://www.cronista.com/finanzasmercados/Dolarizacion-el-bono-estrella-del-contado-con-liqui-esta-caro-y-sugieren-usar-otro-activo-20200701-0017.html>

⁵ Para este análisis, se asumió que los AY24 y AO20 se venden en pesos a la cotización de cierre del 03/07 y luego se compra en pesos el bono al cual se desea arbitrar. Se utilizaron cotizaciones en pesos debido a las regulaciones imperantes para la venta en especie D.

⁶ Advertencia: esta estrategia no se diseñó en base a la propuesta del gobierno presentada el 05/07 por la noche, sino en base a la presentada en día 17 de junio. Este análisis es orientativo y no representa decisión de inversión. Cada bonista debe informarse a través de su bróker y/o efectuar su propio análisis.

en forma de una nueva propuesta oficial de canje. Si bien al sábado, desde el diario local La Capital señalaron que: “Fuentes gubernamentales precisaron que la presentación sería ‘la semana próxima’, teniendo en cuenta que ayer fue feriado en los Estados Unidos, que adelantó un día la celebración de su independencia”; ya hacia el domingo fuentes como Ámbito Financiero y Reuters señalaron que se daría a conocer en ese día la nueva propuesta a los acreedores, cosa que finalmente sucedió a última hora⁷.

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 +2,01% y el de Bonos Largos un +2,66%.

¡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.

⁷ <https://www.argentina.gob.ar/noticias/comunicado-de-prensa-sobre-enmienda-de-oferta-de-deuda>