

Informe de bonos: semanas del 06 al 10 de julio

12 de julio, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 06 al 10 de julio?

Tras una un cierre alcista de la semana finalizada el 03 de julio, el S&P 500 y el DAX alemán cerraron el 10 de julio el primer septenario completo del séptimo mes del año con avances del +1,76% y +0,20%, de la mano de la tracción positiva que generó una marcada actitud de “risk on” en los mercados internacionales, principalmente en Asia. Por citar dos referencias de este continente, el Hang Seng Index de Hong Kong y el CSI 300, que replica la performance de las 300 principales acciones negociadas en las bolsas de Shanghai y Shenzhen, avanzaron aproximadamente un 2,40% y 9,62%, respectivamente. Concretamente, hasta el jueves el índice chino tenía anotada ocho jornadas alcistas consecutivas tras percibir el mayor ingreso de capitales desde 2015 según comentó el diario español Expansión. No obstante, el viernes se observó una retracción del -1,8%, que según Expansión tuvo una razón muy marcada que ya hemos comentado en informes anteriores: “El giro bajista en la renta variable de China ha coincidido con el resurgir de la amenaza de nuevas sanciones por parte de Estados Unidos. La Casa Blanca estudia sancionar a los bancos que tengan negocio en Hong Kong como respuesta a la adopción de la nueva ley de seguridad aprobada por Pekín para el excolonia británica”.

Por otro lado, en el mundo occidental no parece haber una clara retracción de la pandemia de coronavirus. Sobre la situación de la pandemia en Estados Unidos, en la edición impresa de La Nación del jueves 09 de julio comentaron: “Justo cuando la pandemia del coronavirus arrasa con Estados Unidos, el presidente Donald Trump elige darle la espalda. La primera potencia global, aislada, quebrada y sin una estrategia nacional para afrontar la crisis, superó ayer los tres millones de casos confirmados de Covid-19, y en los estados donde la pandemia hace estragos las muertes diarias aumentan. Pero Trump, con la mira puesta en la elección presidencial de noviembre, se muestra decidido a presionar para continuar con la apertura”. Asimismo, desde la fuente antes mencionada comentaron que, si bien Trump sostiene que su país tiene de las menores tasas de mortalidad en el mundo, “... en realidad tiene la segunda tasa más alta entre los

países más afectados, detrás de Gran Bretaña, según la Universidad Johns Hopkins. Esa tasa, que además aumenta, se ubica en 40,19 por cada 100.000 habitantes”.

Por el momento, si bien los datos de empleo no agrícola de las últimas dos mediciones vienen mostrando una recuperación en la creación de trabajo, la confianza del consumidor aún se muestra deprimida a pesar de su recuperación del +13,28% en junio tras la caída de -34,19% de enero a mayo. De esta manera, el principal apoyo de los activos de riesgo es la política monetaria expansiva, con el agregado M3 mostrando un avance en lo que va del año del +46,0% (+50,3% en mayo). Si bien desde Oxford Economics estiman que las tasas cercanas a cero se mantendrán por lo menos por cinco años o más, mientras la presidente del Banco Central Europeo, Christine Lagarde, sostiene que “... el riesgo ahora no es gastar demasiado, sino demasiado poco”, el indicador clave a mirar por parte de los inversores en el mediano plazo será la evolución de agregados monetarios en Estados Unidos. Cualquier indicio que hable de una reversión en la política monetaria expansiva, podría marcar el inicio de una posible corrección en el mercado accionario.



Fuente: elaboración propia en base a Reuters Eikon (datos desde jul-18 a jun-20)

Finalmente, en una mirada más general sobre los mercados, la renta fija y variable emergente tuvieron una evolución favorable 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 +0,42% y +4,55%. Además, vimos como el Índice Dólar o DXY cedió espacios, retrocediendo un -0,68% con la tasa a 10 años de los Estados Unidos cediendo levemente desde el nivel de 0,669% a 0,643% mientras que los futuros de oro (Agosto 2020) avanzaron un +0,66% y los futuros de petróleo Brent (Septiembre 2020) lo hicieron por un +0,23%.

Sobre la dinámica que tomó el metal precioso, el pasado miércoles por primera vez desde el 2011 superó los 1.800 dólares por onza spot debido a las preocupaciones sobre un rebrote del coronavirus. Concretamente, influyó sobre esto que el martes en la ciudad australiana de Melbourne se volvió a imponer a una cuarentena estricta, mientras que en Miami nuevamente cerraron los restaurantes y gimnasios.

A nivel local, la propuesta presentada a la sociedad el pasado domingo fue recibida de manera favorable el lunes por el mercado, con el S&P Merval medido en dólares avanzando un +9,62%, mientras el Global X MSCI Argentina ETF lo hizo por un +6,92%. Ambas referencias en la semana tuvieron un avance del +6,81% (hasta el miércoles, por los feriados locales) y +6,75% (al viernes). Además, ADRs como la de Banco Galicia (GGAL.O) y Cresud (CRESY.O) tuvieron sorprendentes avances en la primera jornada de la semana, del +22,78% y +39,80%, mientras que al viernes cerraron +23,32% y +17,39%.

A pesar de que la nueva oferta de canje representó una evolución en términos económicos y en ciertos aspectos legales, la misma fue rechazada por los bonistas más duros: el grupo Ad Hoc y el grupo Exchange. Sobre esto, el pasado jueves desde La Nación comentaron: “Luego de casi tres días de silencio, los dos grupos, que nuclean a los fondos más grandes con los que ha negociado el Gobierno, entre ellos BlackRock, Ashmore, Fidelity, T. Rowe y Monarch, dijeron en un extenso comunicado conjunto que no podían respaldar la última oferta oficial porque ‘no llega’ a cubrir sus expectativas y ninguno de los fondos fue consultado para elaborarla”. Si bien el gobierno ahora accedió a respetar el Indenture 2005 a los tenedores de bonos del canje anterior y fijar un nivel mínimo de aceptaciones para dar por exitoso el canje, el gobierno no decidió abdicar en la polémica facultad de “re-designación”.

¿Cuál es el impacto de la re-designación? Dado que los viejos bonos a ser reestructurados tienen CACs, para modificar condiciones sustanciales de los mismos debe contarse con el consentimiento de la mayoría de los tenedores. Para ello, no solamente se cuentan los bonos de las series a nivel individual sino también a nivel colectivo. Si las reglas de mayorías se cumplen, los cambios se aplican a todos los tenedores de las series afectadas aunque no hayan dado su consentimiento para participar del canje. Por citar un ejemplo, si se reestructurasen tres series de

bono bajo la regla del *Indenture 2016*, sería necesario más del 66,67% del monto agregado de las series afectadas en el proceso de reestructuración y además un 50% de cada serie a nivel individual. Supongamos entonces que de tres series las aceptaciones son de 70%, 67% y 50%, dado que la aceptación es agregada es del 62,3% no es posible aplicar los cambios a todos los bonistas. A través de la re-designación, el gobierno puede excluir la serie que aceptó al 50%, y así lograr reestructurar la totalidad de las otras dos series. De esta manera, puede darse una situación en donde un bonista que no participó del canje recibe bonos que no pidió por activarse las CACs, mientras que también podrían existir bonistas que quisieron participar del canje pero que no recibirán sus bonos nuevos porque el gobierno decidió excluir su serie del canje porque no lo beneficiaba en el cómputo de mayorías.

A través de esta operación, se observa una suerte de “voto calificado”, en donde solo los consentimientos que sean afines al éxito del canje serán tenidos en cuenta. Por eso, los fondos extranjeros sostienen que esta maniobra legal es signo de una negociación de mala fe por parte del gobierno en las negociaciones. Sobre esto, el periodista Carlos Pagni comentó en su columna del pasado jueves de La Nación lo siguiente: “La recriminación por la mala fe está en el corazón del conflicto. Los que rechazaron la propuesta se quejan de que el Estado pretenda, una vez que se conozcan los niveles de aceptación el canje, manipular las mayorías a partir de las cuales queda bloqueado el camino a la Justicia. Entienden que esa manipulación –conocida como ‘redesignación’ de los títulos- puede sentar un precedente muy negativo en futuras reestructuraciones a nivel global. Por supuesto, en el caso de aceptar la redesignación, aspiran a ser compensados con un mejor precio en los bonos que recibirán”.

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			
08/07/2020	0,59%	5,15%	5,88%	12,10%	9,50%	2,93%	2.318

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 2.319 puntos, lo que indica una compresión semanal de apenas 226 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue positiva +9,50% en pesos y +9,04% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$70,94 (+0,60% del 03 al 08 de julio) por dólar el miércoles, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 108,90 y avanzó un +2,93% a lo largo de la corta semana.

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 +5,43% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por +11,63%. A manera de resumen, en el informe Cierre Mercados 08-07-20 de Portfolio Personal Inversiones publicado en su sitio web comentaron: “Si bien fueron pocos días, la intensidad no fue menor en el plano local. La llegada de la nueva propuesta oficial marcó desde el inicio la tendencia del mercado, e impulsó la baja del Riesgo País que se ubica hoy en su nivel más bajo de los últimos cuatro meses. Es importante entender que si bien ya estamos en la recta final -se estima sea la última oferta del Gobierno-, desde los grupos Ad Hoc y Exchange comunicaron esta tarde su rechazo a la misma. Aunque vale aclarar se mostraron abiertos a continuar con las negociaciones. Hasta el momento, desde el Ministerio de Economía no descartan apuntar a un acuerdo parcial, aunque no está claro el porcentaje de adhesión que definiría dicho acuerdo. Recordemos que la fecha límite para entrar al canje prevista para el 24 de este mes pasa al próximo 4 de agosto”.

Con respecto a la nueva propuesta, a grandes rasgos, se ofrecerán cinco nuevos bonos en dólares, con vencimientos 2030, 2035, 2038, 2041 y 2046, con quitas nominales (cantidad de nominales del bono nuevo que recibo por la cantidad del bono viejo que entrego) que van desde el

0% al 3% dependiendo de los títulos que se entregan. Los títulos comenzaran a devengar intereses a partir de la fecha de liquidación del canje, tentativamente el 04/09, pero pagarán recién su primer servicio de interés el 04/09/2021 (primer cupón largo). Además, ahora los inversores que acepten esta propuesta recibirán un bono a 2030 que abonará los intereses adeudados de los bonos viejos, que se devengarán hasta el 04/09, mientras que aquellos que no consientan recibirán sólo los cupones adeudados hasta el 22 de abril¹. A continuación, se presenta un resumen de las alternativas por las que pueden optar los inversores y de los nuevos bonos a emitirse en canje:

	Grupo 1		Grupo 2		Grupo 3		Grupo 4		Grupo 5	
Bonos considerados	AA21		AA26		AA46		DICY		PARY	
	A2E2		A2E7		AE48					
	A2E3		A2E8		AC17					
¿Qué bono puedo elegir?	Vto	Rel. Canje								
	2030	97,00	2035	97,00	2035	97,00	2038	140,20	2041	100,00
	2035	97,00	2046	97,00	2046	97,00	2041	140,20	2047	97,00
	2046	97,00					2046	136,00		

Fuente: Elaboración propia de Julio Calcagnino en base al Ministerio de Economía.

¹ Recordamos a los lectores del Informe de Bonos que es clave la lectura del prospecto actualizado del canje presentado ante la SEC, dado que en el presente trabajo no se aborda la totalidad de los aspectos contractuales y legales de la actual propuesta:

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/914021/000119312520188103/d935251d424b5.htm>

Nuevo Bono	Vencimiento	Intereses: todas las opciones son Step-Up		Amortizaciones: anuales e iguales
2030	04/09/2030	2020 a 2021	0,13%	12 cuotas a partir de 04/03/25
		2021 a 2023	0,50%	
		2023 a 2027	0,75%	
		2027 a 2030	1,75%	
2035	04/09/2035	2020 a 2021	0,13%	10 cuotas a partir de 04/03/31
		2021 a 2022	1,13%	
		2022 a 2023	1,50%	
		2023 a 2024	3,63%	
		2024 a 2027	4,13%	
		2027 a 2028	4,75%	
2038	04/09/2038	2020 a 2021	0,13%	22 cuotas a partir de 04/03/28
		2021 a 2022	2,00%	
		2022 a 2023	3,88%	
		2023 a 2024	4,25%	
2041	04/09/2041	2020 a 2021	0,13%	28 cuotas a partir de 04/03/28
		2021 a 2022	2,50%	
		2022 a 2029	3,50%	
		2029 a 2041	4,88%	
2046	04/09/2046	2020 a 2021	0,13%	44 cuotas a partir de 04/03/25
		2021 a 2022	1,13%	
		2022 a 2023	1,50%	
		2023 a 2024	3,63%	
		2024 a 2027	4,13%	
		2027 a 2028	4,38%	
2028 a 2035	5,00%			

Fuente: Elaboración propia de Julio Calcagnino en base al Ministerio de Economía.

En base a las metodologías que comentamos en los Informes de Bonos anteriores, estructura de flujos, exit yield y fecha de valuación, elaboramos una tabla en donde estimamos cuáles serían los posibles valores de nuevos bonos a emitirse. Como fecha de valuación, elegimos el 04/09/2020. A continuación, se presenta una tabla de sensibilidad del valor de los nuevos bonos a recibir:

Tabla de sensibilidad

	Exit Yield														
	8,00%	8,50%	9,00%	9,50%	10,00%	10,50%	11,00%	11,50%	12,00%	12,50%	13,00%	13,50%	14,00%	14,50%	15,00%
Nuevo 2030	61,22	59,30	57,46	55,68	53,97	52,32	50,73	49,21	47,73	46,31	44,95	43,63	42,36	41,13	39,95
Nuevo 2035	63,70	60,71	57,88	55,21	52,69	50,30	48,05	45,92	43,90	42,00	40,19	38,48	36,86	35,32	33,86
Nuevo 2038	69,01	65,98	63,12	60,42	57,87	55,45	53,17	51,01	48,96	47,02	45,17	43,43	41,77	40,19	38,70
Nuevo 2041	62,81	59,81	56,99	54,35	51,87	49,53	47,33	45,26	43,32	41,48	39,74	38,11	36,56	35,10	33,72
Nuevo 2046	62,57	59,56	56,74	54,11	51,64	49,33	47,16	45,12	43,20	41,40	39,70	38,09	36,58	35,15	33,80
Sweetener	59,14	57,06	55,08	53,17	51,34	49,59	47,90	46,29	44,74	43,25	41,81	40,44	39,12	37,85	36,63
Promedio	63,08	60,40	57,88	55,49	53,23	51,09	49,06	47,13	45,31	43,57	41,93	40,36	38,87	37,46	36,11
Mediana	62,69	59,68	57,23	54,78	52,28	49,94	47,98	46,10	44,32	42,62	41,00	39,46	37,99	36,59	35,25

Fuente: elaboración propia de Julio Calcagnino

Luego, si un tenedor en base a estos datos quiere saber cuál es su situación, debe aplicar la relación de canje al valor del bono nuevo elegido: por ejemplo, un tenedor del AC17 que quiere ingresar en la opción 2035 recibiría por 100 nominales del bono original, con un valor técnico de 103,84 y un precio dirty al miércoles en BYMA de 42,60, 97 nominales del nuevo bono y además 4,83 nominales del bono 2030 “sweetener” que paga un 1% de cupón por el cupón corrido al 04/09. Estos 97 nominales del nuevo bono, con un exit yield del 10% tendrían un valor de 51,11, mientras que con rendimientos del 10,5% el valor de lo recibido sería de 48,79. Luego, a eso sumamos el VPN del bono que se entregarán por los cupones corridos, por lo que el valor total estimado a recibir por participar en el canje se ubicaría en 53,58 y 51,19 (EY = 10%, EY = 10,5%). De esta manera, el upside esperado debería ser del +26% y +20% con respecto a la valuación de la propuesta, dado que el AC17 opera con una Exit Yield implícita de entre el 12,5% y 13,0%.

De una muestra de los ocho principales bonos bajo ley extranjera, observamos que los mismos operan con una Exit Yield implícita entre el 11,5% y 12% para el A2E7, entre el 12,0% y 12,5% para el AC17, PARY y DICY, entre el 12,5% y 13,0% para el A2E2 y AA26 y entre el 13,0% y 13,5% para el AA21 y A2E8. Concretamente, si el mercado se “arbitrase” al valor de la propuesta con un EY = 10,5%, el upside promedio en esta muestra se bonos sería del +18,78%, con un rango que va del 12,99% para el A2E7 y +28,46% para el A2E8.

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 +0,59% y el de Bonos Largos un +5,15%.

¡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.