

Informe de bonos: semanas del 13 al 17 de julio

19 de julio, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 13 al 17 de julio?

El pasado viernes, registramos el tercer cierre semanal en terreno positivo del S&P 500 y el DAX alemán, que finalizaron el septenario el 17 de julio +1,25% y +2,26% arriba, anotando en lo que va del mes unos avances del +4,01% y +4,94%, respectivamente. A manera de resumen, desde el diario español Expansión comentaron lo siguiente antes de dar por comenzado el fin de semana: “Las Bolsas europeas han cerrado con signo mixto, con los inversores dubitativos entre las crecientes tensiones entre Estados Unidos y China y las expectativas de nuevos estímulos, sin perder de vista la reunión del Consejo Europeo”.

Asimismo, comenzó la temporada de balances en EEUU, destacándose la presentación de resultados de bancos y de la tecnológica Netflix. En primer lugar, el martes JP Morgan presentó sus resultados contables correspondientes al segundo trimestre de este año. Si bien las ganancias por acción fueron inferiores a las observadas el año pasado, los ingresos y beneficios por acción conocidos resultaron mejores a los esperados por el consenso de mercado. Por otro lado, Citigroup también logró sorprender, mientras que si bien las ganancias de Wells Fargo fueron menores a las esperadas, el miércoles el mercado recibió favorablemente la decisión del banco de reducir fuertemente su dividendo e incrementar las reservas para hacer frente al contexto actual.

Luego, el miércoles por la mañana los bancos americanos Goldman Sachs y Bank of New York Mellon presentaron sus beneficios por acción que también resultaron superiores a las esperadas por el consenso de mercado. Finalmente, el jueves por la mañana Morgan Stanley y Bank of America reportaron y los datos finales estuvieron por encima de las expectativas, mientras que al cierre Netflix sorprendió con 10,1 millones de nuevos suscriptores, superando las expectativas de 7,5 millones aunque las ganancias por acción quedaron por debajo de lo estimado por el consenso de mercado (EPS esperado en 1,81 y reportado en 1,59).

Beneficios por acción del 2Q20 de bancos americanos seleccionados

Banco	BPA estimado	BPA reportado	Sorpresa
JPMorgan Chase & Co	1,04	1,38	32,7%
Citigroup Inc	0,28	0,50	78,6%
Wells Fargo & Company	-0,20	-0,66	-230,0%
Bank of New York Mellon Corp	0,91	1,01	11,0%
Goldman Sachs Group Inc	3,78	6,26	65,6%
Bank of America Corp	0,27	0,37	37,0%
Morgan Stanley	1,12	1,96	75,0%

Fuente: elaboración propia de Julio Calcagnino en bases a datos de Yahoo Finance

No obstante esto, diversos medios de comunicación remarcaron el hecho de que las principales entidades norteamericanas están previsionando una gran cantidad de dinero para hacer frente a un posible aumento en la morosidad. Concretamente, en la edición impresa de Clarín del domingo 19 de julio, en un artículo especial del New York Times para el diario local se comentó: “Tres de los bancos más grandes de EEUU revelaron que el martes han reservado miles de millones de dólares para cubrir posibles pérdidas en créditos, señalando que no esperan que los consumidores y las empresas puedan pagar sus deudas en los próximos meses porque la pandemia continúa destruyendo el empleo y el comercio”. Asimismo, en el artículo remarcaban que la asistencia del gobierno a trabajadores vía políticas fiscales expansivas comenzarán a expirar en los próximos meses, por lo que “...los bancos calculan que aumentarán sus pérdidas en préstamos porque es probable que se incrementen los defaults crediticios”. Si bien estas previsiones por deudores incobrables están incorporadas, como un egreso, en el cálculo del resultado neto y, en consecuencia, en el beneficio por acción, la clave hacia adelante es ver si la economía permitirá un recupero de las mismas que debería liberar fondos, o por el contrario, terminan siendo insuficientes.

Finalmente, en una mirada más general sobre los mercados, la renta fija y variable emergente tuvieron una evolución 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 +0,56% y -1,09%. Además, vimos como el Índice Dólar o DXY cedió espacios, retrocediendo un -0,73% con la tasa a 10 años de los Estados Unidos cediendo levemente desde el nivel de 0,643% a 0,623% mientras que los futuros de oro (Agosto 2020) avanzaron un +0,53% y los futuros de petróleo Brent (Septiembre 2020) retrocedieron por un -0,23%.

Resumen semanal

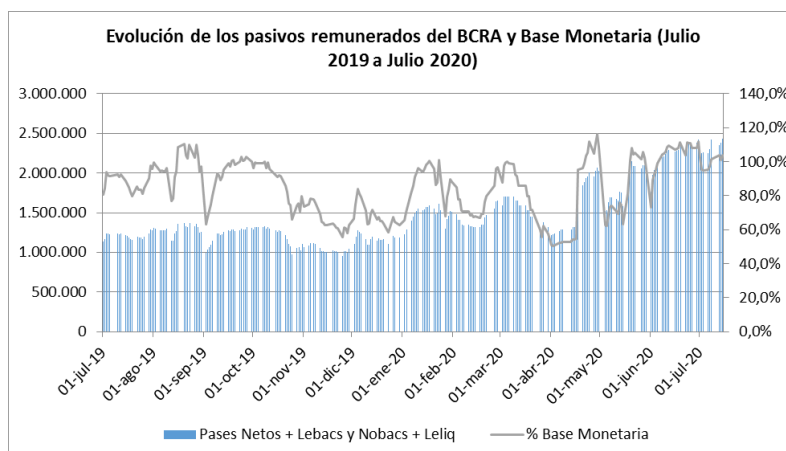
Como todas las semanas, repasamos como le fue al conjunto de bonos mirando las carteras del IAMC y el cierre del mercado cambiario. Recordemos que el IAMC mide la variación de una cartera de bonos conformada a su vez por 4 subcarteras. Estas son de bonos cortos y largos, en pesos y en dólares. Todas 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			
19/07/2020	0,31%	-0,85%	4,69%	8,09%	6,36%	5,97%	2.344

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 2.344 puntos, lo que indica un avance semanal de apenas 34 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue positiva +6,36% en pesos y +5,55% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$71,48 (+0,60% del 08 al 17 de julio)¹ por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 115,39 y avanzó un +5,97% con respecto al cierre de 9 días atrás. Por otro lado, en lo que va de julio, la base monetaria aumentó un +0,32% mientras que el stock de pasivos netos y Leliq lo hizo por un +8,06%.

¹ Fe de erratas Nro. 1: En el informe de bonos anterior se plasmó un avance del tipo de cambio oficial semanal al 03/07/2020 del 0,6%, cuando en realidad la misma fue del +0,42%.



Finalmente, señalamos un evento ruidoso, aunque con un menor revuelo que el que supo causar en 2015, el retorno de una vieja regulación: la general número 646/2015. Sobre esto, en la columna semanal de *Ámbito Financiero* “Lo que se dice en las mesas” comentaron: “...la CNV se destaca al salir ahora con una norma que obliga a los fondos en pesos a valorar activos y tenencia en dólares al tipo de cambio oficial. Cómo era hasta ahora, los FCI en pesos que tenían algún activo con cotización en dólares lo valuaba al dólar al cual lo podía vender, o sea el dólar MEP. Qué pasa ahora si un FCI tiene dólares y se permiten los rescates antes de adecuarse a la nueva normativa iban a haber ganadores y perdedores por distinta valuación. Una “distribución del ingreso” sui generis. Pero como el mercado se la veía venir, ni lerdo ni perezoso ya hizo la “adecuación”. Esto mismo ocurrió en 2015. Otro dêjá vú. En el mercado estimaban que había unos u\$s250 millones en FCI en pesos entre cash y activos del exterior. Pero cuidado con los que aún no vendieron (bonos soberanos, provinciales y corporativos), puede afectar, transitoriamente, las cotizaciones, aunque marginalmente”.

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 +3,90% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD lo hizo por +7,27%. A manera de resumen, en el informe Cierre Mercados 17-07-20 de Portfolio Personal Inversiones publicado en su sitio web comentaron: “Al mismo tiempo, el proyecto para reestructurar los bonos de legislación local llegó el jueves por la noche. En términos generales, Guzmán cumplió su promesa de ofrecer un tratamiento equivalente

por lo que los nuevos bonos mantienen las mismas condiciones que los de la reestructuración externa, pero lógicamente con Ley Argentina. La iniciativa, recordemos, busca reestructurar los bonos y letras en dólares emitidos bajo legislación argentina que rondan los USD 46 mil millones, de los cuales se estima que un 55% está en manos privadas”.

A continuación presentamos un cuadro resumen de las condiciones tanto del canje bajo ley extranjera², como del propuesto para ley local:

Canje de deuda en bonos bajo ley extranjera										
	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	Vto	Rel. Canje	Vto	Rel. Canje	Vto	Rel. Canje	Vto	Rel. Canje
	2030	97,00	2030	97,00	2035	97,00	2038	140,20	2041	100,00
	2035	97,00	2035	97,00	2046	97,00	2041	140,20	2046	97,00
	2046	97,00	2046	97,00			2046	136,00		

Canje de deuda en bonos bajo ley local												
Bonos considerados	Letes				AA25		DICA		PARA			
	AQ20				AA37							
	AY24											
¿Qué bono puedo elegir?	Vto	Rel. Canje		Vto	Rel. Canje		Vto	Rel. Canje		Vto	Rel. Canje	
	2030	97,00		2035	97,00		2038	140,20		2041	100,00	
	2035	97,00					2041	140,20				

Aviso: la quita de capital del 3% se aplica sobre el Valor Residual (capital adeudado) de los bonos viejos. Por eso, en ciertas Letes y AY24, no se recibirán 97 nominales del nuevo bono cada 100 nominales del bono viejo entregado.

Concretamente, el jueves por la noche el gobierno presentó el proyecto de ley para reestructurar la deuda en bonos en dólares emitida bajo legislación local y Letes en dólares en el congreso³. La iniciativa propone un tratamiento similar a la propuesta realizada para los acreedores bajo ley extranjera. Además, aquellos bonistas que lo deseen pueden canjear voluntariamente sus bonos en dólares por otros en pesos atados al CER con vencimientos en 2026 y 2028. Los títulos elegibles para entrar en el canje serán los Bonar, DICA, PARA, Letes, Lelink, AF20 y TV21 (aunque estos últimos tres sólo podrán elegir la opción en pesos más CER).

Quienes ingresen en esta etapa del canje recibirán el interés corrido hasta el 4 de septiembre a través de un bono 2030 con cupón del 1%, mientras los que entren más tarde obtendrán lo

² Fe de erratas 2: en el informe de bonos anterior, se omitió aclarar que los bonos bajo ley extranjera correspondientes al Grupo 2 también pueden optar por los Nuevos Bonos 2030. Asimismo, el PARY puede aclararnos que el PARY solo puede ir al Nuevo Bono 2041 y al Nuevo Bono 2046.

³ <https://www.ambito.com/economia/deuda/gobierno-envio-al-congreso-el-proyecto-ley-el-canje-local-dolares-n5117870>

acumulado solamente al 6 de abril y quienes no adhieran verán diferidos sus pagos de capital e intereses hasta el 31 de diciembre de 2021 a la espera de una nueva propuesta. Finalmente, el gobierno agregó una “cláusula simil RUFO” que igualará cualquier oferta superior de los próximos 5 años. En virtud de esto último, podría estimarse poco probable que el gobierno abone lo adeudado a los inversores que no decidan participar de este canje el 31 de diciembre de 2021.

En lo que respecta a la reestructuración de la deuda en bonos bajo ley extranjera, en la edición impresa de Clarín del 19 de julio, el periodista Gustavo Bazzan señaló: “En las últimas horas empezó a circular la versión de cierto avance crucial en la negociación. Desde fuentes cercanas a los bonistas se habla de que se estaría por salvar un escollo importante: la discusión por la ‘letra chica’, es decir, por el marco legal en el cual se desarrolla el canje. Pero puntualmente, en la capacidad del gobierno para agrupar ciertas emisiones de bonos que entren al canje para manipular los porcentajes de adhesión y así dar por cumplidas las metas establecidas en las ‘cláusulas de acción colectiva’”.

Finalmente, en lo que respecta a la situación de los tenedores de bonos bajo ley extranjera que participaron del canje en algunas instancias anteriores, Caja de Valores informó en su Comunicado N° 10217 que aquellos inversores que ya han ingresado en la oferta con anterioridad a las modificaciones planteadas por el gobierno no deberán realizar ninguna acción. Los nuevos términos serán aplicables a las instrucciones de canje ya recibidas y procesadas.

Análisis y Estrategias: Títulos públicos en pesos

Con respecto a los títulos en moneda blanda, los mismos tuvieron también una dinámica mixta en la última semana, con el Subíndice de Bonos Cortos en pesos del IAMC avanzando un +0,31% y el de Bonos Largos cediendo un -0,85%.

Entre las principales noticias del segmento, se resalta el viernes el gobierno reabrió la posibilidad de canjear Letes en dólares reperfiladas a diciembre, el remanente del AF20, Lelink y TV21, por dos bonos ligados al CER (TX23 y TX24). Sobre esto, el sábado 18 de julio desde el diario local La Capital comentaron: “...el Ministerio de Economía canjeó ayer u\$s 4.109 millones de bonos en dólares emitidos bajo legislación local por dos títulos en pesos, ajustados por la inflación y una

sobretasa, con vencimientos en el 2023 y 2024. Los papeles canjeados son suman \$ 268.937 millones, el 30% de ellos a través del Bono del Tesoro ajustado por el CER”.

En cuanto al éxito de la estrategia, cabe resaltar que diversas fuentes de mercado y medios de comunicación hablaban de un remanente de Letes que se ubicaría en un rango entre USD 6.300 millones y USD 7.000 millones (¿valor nominal o valor residual?), y el gobierno logró canjear el equivalente a un valor nominal de USD 4.306 (lo que indicaría entre un 68,3% y 61,5% del stock) o a un valor residual de 3.689 millones (58,6% y 52,7% del stock)⁴. En cuanto a las cifras totales, considerando canjes anteriores, desde el Ministerio de Economía comentaron: “En esta línea, se destaca que la actual administración ha recibido un total de US\$ 9.106 millones en Letras del Tesoro en Dólares diferidas, de los cuales US\$ 5.881 millones han sido convertidos en activos en situación de pago regular”⁵, lo que nos habla de que 64,6% del stock de Letes ya ha sido ‘pesificado’.

Si bien en función de los precios de mercado de cierre del viernes de las Letes, el TX23 y TX24 y el dólar MEP se observaba una ganancia promedio de aproximadamente un +8,27% (mediana en +5,92%) en dólares por participar del canje (USD 51,89 cada 100 nominales en precio de la canasta de bonos CER), una caída en los precios de los bonos atados con CER del 5% llevaría a terreno de pérdida a aquellos que cambiaron cuatro de las especies elegibles, mientras que acotaría la ganancia promedio al +2,86% (mediana 0,62%). Finalmente, si esa caída fuese del 7,0%, 7 de las 12 especies elegibles que participen del canje lo harían a pérdida frente a la valuación de mercado de las Letes del viernes, con un upside promedio del +1,24% (mediana en pérdidas por -0,97%).

Aclaremos esto porque, si bien el valor de la canasta valuada al MEP es superior a lo que se recibiría por vender las Letes en el mercado secundario o, por esperar a recibir el Nuevo Bono 2030 Ley Local (con la correspondiente quita de capital del 3%) a niveles de Exit Yield superiores al 10,0% (por debajo ese nivel ya mantener las Letes y esperar que sean reestructuradas es más provechoso), una fuerte presión vendedora de inversores que desearían vender la canasta para

⁴ <https://www.argentina.gob.ar/noticias/resultado-de-la-licitacion-para-la-conversion-de-titulos-elegibles>

⁵ <https://www.argentina.gob.ar/noticias/estrategia-de-financiamiento>

luego volver a bonos en dólares o un fuerte avance del dólar financiero podría borrar las ganancias que en las planillas de cálculo la semana pasada parecían evidentes.

¡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.