

## Informe de bonos: semanas del 10 al 14 de agosto

17 de agosto, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (\*)

### ¿Qué pasó en los mercados del 10 al 14 de agosto?

Nuevo cierre de semana alcista en Estados Unidos y Alemania, con el S&P 500 avanzando +0,64%, mientras al otro lado del océano el DAX alemán cerraba un +1,79% arriba. En el mismo período, la renta fija y variable emergente tuvieron una evolución levemente 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 +0,59% y +0,84%. Además, vimos como el Índice Dólar o DXY cedió espacios, cayendo un -0,36% mientras la tasa a 10 años de los Estados Unidos subió desde el nivel de 0,566% a 0,709% mientras que los futuros de oro (Agosto 2020) retrocedieron un -3,64% y los futuros de petróleo Brent (Octubre 2020) avanzaron un +0,90%.

En cuanto a algunas de las principales monedas del mundo, el tipo de cambio EUR/USD avanzó 0,47%, mientras que el GBP/USD lo hizo 0,25% y el USD/CHF presentó una variación del -0,36%. De esta manera, se verifica una tendencia bajista del dólar, aunque quizás más llamativo fue la performance del oro: -4,47% abajo. Puntualmente, esta dinámica se observó el día martes, tras conocerse la noticia que Rusia registró la primera vacuna contra el Covid-19. Además, en esa jornada se verificó se dio una leve ampliación del diferencial de tasas americanas frente a las otras economías desarrolladas, lo que jugó a favor de la demanda de dólares y búsqueda de rendimientos.

No obstante, en la última columna semanal de *Ámbito Financiero* titulada “Lo que se dice en las mesas” hacen una interesante observación sobre la dinámica futura que podría tener el metal precioso. Concretamente: “Un grupo de operadores internacionales de metales debatieron sobre el oro luego del martes negro (cayó 5%, la peor caída diaria en siete años, y cerró por debajo de los u\$s2.000) con la idea de responder al intríngulis: “The gold bull dead?” (¿El toro de oro murió?). Si bien los precios se estabilizaron en zona de u\$s1.960, la ola de ventas alimentó la

especulación de que la carrera alcista del oro podría haber culminado. Un trader suizo aportó un sencillo autotest, de Michael Maharrey (SchiffGold), antes de declarar muerto al toro de oro: 1) ¿Cree que la economía puede recuperarse rápidamente? Digamos que mañana desarrollan una vacuna contra el coronavirus, ¿cree que la economía puede volver a la normalidad?; 2) ¿Cree que el Gobierno de EE.UU. dejará de pedir prestado y gastar miles de millones de dólares cada mes en el corto plazo? Tenga en cuenta que el Gobierno federal estaba pidiendo prestado y gastando miles de millones de dólares al mes, antes de la pandemia; y 3) ¿Cree que la Fed dejará de imprimir dinero, aumentará las tasas de interés y reducirá su balance en un futuro próximo? Del mismo modo, considere que la Fed estaba recortando las tasas, imprimiendo dinero y haciendo crecer su balance antes de que el coronavirus asomara. Respuesta: ‘Si responde No a cualquiera de estas preguntas, entonces, declarar muerto al mercado alcista del oro podría ser prematuro’.

## 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			
14/7/2020	-0,26%	-5,91%	-3,32%	-2,51%	-2,37%	-0,35%	2.119

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 2.119 puntos, lo que indica un avance semanal de 28 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue negativa: -2,37% en pesos y -2,89% en USD, con todos los segmentos ganando espacios.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$73,16 (+0,54% del 07 al 14 de agosto) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en el Bonar 2024 (AY24) lo hizo en 124,22 y retrocedió levemente, apenas un -0,35%, con respecto al cierre de 7 días atrás.

## **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 -3,84% medido en moneda dura, mientras que el Subíndice de Bonos Largos en USD avanzó por -3,03%. A manera de resumen, en el informe Cierre Mercados 14-08-20 de Portfolio Personal Inversiones publicado en su sitio web comentaron: “Terminamos una semana relativamente tranquila en el mercado de deuda local. Habiendo alcanzado los respectivos acuerdos privados, y en medio de los últimos detalles técnicos para terminar de formalizar la propuesta de reestructuración de la deuda en dólares ante la SEC, los bonos poco se movieron en las últimas ruedas. No obstante, las pequeñas variaciones fueron en su mayoría negativas impulsando una corrección del 1/2% a lo largo de toda la curva si miramos el balance semanal. El Riesgo País, en tanto, siguió una dinámica similar acumulando una suba del 4.5% desde la firma del acuerdo”. Asimismo, desde Reuters comentaron tras el cierre del viernes: “Los mercados financieros de Argentina cerraron en baja el viernes mientras se demoraba la presentación de la reestructuración de deuda soberana ante las autoridades estadounidenses, al tiempo que se aguarda por el inicio de las conversaciones del Gobierno con el Fondo Monetario Internacional (FMI)”.

En función de los precios del viernes 14 de agosto y en función de la mejor alternativa ofrecida por el gobierno en su última oferta (presentada la semana pasada), los títulos viejos cerraron con una Exit Yield implícita de entre el 11,50% y 12,00% en el caso del AC17, DICY, PARY y el PARA, mientras que del A2E2, AA25 y AA37 lo hicieron en el rango de 12,00% a 12,50% y el DICA y AO20 entre 12,50% y 13,00%. Finalmente, en lo que respecta al A2E7 y A2E8 todos cotizan con EY implícitas superiores al 13,50% sobre la última propuesta haciendo base sobre el Nuevo Bono 2030. No obstante, observamos que la EY implícita si se opta por la alternativa 2035 se encuentra entre 12,50% y 13,00% sobre el AA26 y A2E8, y sobre el rango 11,50% a 12,00% sobre el A2E7.

Finalmente, el lunes 17 se oficializó ante la SEC la nueva propuesta argentina de reestructuración de deuda bajo ley extranjera de manera oficial, y desde Reuters comentaron: “El Gobierno argentino presentó el lunes su oferta revisada de reestructuración de bonos a la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC, por su sigla en inglés) y confirmó que los acreedores

tienen hasta el 28 de agosto para aprobar el acuerdo”. Además, desde la fuente antes mencionada comentaron que los acreedores reafirmaron su aceptación: “Tras un compromiso constructivo y exitoso con el Gobierno argentino para llegar a un acuerdo para la reestructuración de la deuda pendiente de Argentina, el Grupo Ad Hoc de tenedores de bonos argentinos y el Grupo Exchange de tenedores de bonos confirmamos nuestro apoyo a la oferta’, indicaron ambas agrupaciones de bonistas en un comunicado al que tuvo acceso Reuters”.

### **Análisis y Estrategias: Títulos públicos en pesos**

Con respecto a los títulos en moneda blanda, los mismos tuvieron también una dinámica negativa en la última semana, con el Subíndice de Bonos Cortos en pesos del IAMC cayendo un -0,26% y el de Bonos Largos un -5,91%. Sobre la dinámica que tomó este segmento, en el informe Cierre Mercados 13-08-20 de Portfolio Personal Inversiones publicado en su sitio web el pasado jueves comentaron: “...la deuda en pesos extendió las correcciones. Los rojos se repitieron a lo largo de toda la curva e incluso vuelven a profundizaron en la parte media/larga de la curva CER. Los bonos indexados por CER reflejaron una caída del 1.2% en promedio, alcanzando bajas de hasta un 2/3%. De esta manera, van en camino de cerrar la semana con una caída promedio del 1.5/2.0%. No obstante, siguen mostrando la mejor performance en lo que va del mes con una suba promedio del 3/4%”.

En línea con lo expuesto desde Portfolio Personal, en las Claves del Día de Delphos Investment del 14-08-20 publicadas en el sitio web de Cohen agregaron: “...el triángulo entre paridad en USD, tipo de cambio y rendimiento de la curva CER debe mostrarse en equilibrio para que las posibilidades de arbitraje sean nulas. En este sentido, en las últimas dos ruedas, vimos como la expansión de la curva CER es el comportamiento que se encuentra ajustando el resto de las variables en este momento y ya se observa como el rendimiento de los nuevos TX se encuentra en el medio del DICP y del TX24. Una expansión de la curva CER parecía ser la opción más lógica, dado que, de seguir con rendimientos hasta incluso negativos en el tramo corto de la curva, la paridad de los bonos en USD debía comprimir unos 150/200 bps, o el tipo de cambio subir hasta niveles de AR\$ 135. Habrá que estar atento al comportamiento de estas 3 variables hasta que el canje ley local se efectúe”.

Más concretamente, y haciendo pie en lo expuesto en el párrafo anterior, cabe resaltar que la curva actual de bonos CER debería tener un límite a la compresión de spreads. Ese límite puede venir por el hecho de que los AY24 y AO20 pueden ser utilizados como puente para adquirir bonos con CER a 2026 y 2028. De esta manera, en la medida en que los rendimientos de los 'TC' y/o 'TX' sean escasos, se produce un ingreso a la curva CER vía bonos en USD ley local o ventas sobre la curva CER para volver a "arbitrar al mercado". Concretamente, los precios de cierre del AO20 del pasado viernes indican una Exit Yield en pesos reales implícita de entre el 6,0% y 7,0% tanto para el Nuevo CER 2026 como para el Nuevo CER 2028. Estos niveles de rendimiento implícito también se ven reflejados sobre los precios de cierre del AY24 el pasado viernes.

¡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.**