

## Informe de bonos: semana del 7 al 11 de septiembre

14 de septiembre, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (\*)

### ¿Qué pasó en los mercados del 7 al 11 de septiembre?

Cierre de semana bajista en Estados Unidos y mixto en Europa, con el S&P 500 retrocediendo -2,51% (-4,55% en lo que va del mes), mientras al otro lado del océano el DAX alemán cerró un +2,80% arriba y el IBEX 35 español un -0,67% abajo. Sobre esta imagen, desde el diario español Expansión comentaron: “Concluye una semana en la que el mercado más alcista de los últimos tiempos, el tecnológico Nasdaq, se ha convertido en el principal foco de inestabilidad. Ayer perdió otro 2%, y en las cinco sesiones anteriores ha sufrido cuatro caídas, dos de ellas al borde del 5%. El índice Fang+, que engloba a las diez mayores tecnológicas de Wall Street, va camino de registrar su peor semana desde los derrumbes de marzo. Las valoraciones billonarias alcanzadas por el sector fruto de su espectacular rally alimentan los temores a un brusco pinchazo en las subidas, y los mercados se han puesto en guardia ante la magnitud que pueda alcanzar la recogida de beneficios. A su vez, esta toma de plusvalías ha sido un toque de atención generalizado para otros activos muy revalorizados desde marzo”.

En el mismo período, la renta fija y la renta variable emergente tuvieron una evolución negativa, 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 -0,62% y -0,92%. Además, vimos como el Índice Dólar o DXY mostró un leve sesgo positivo, subiendo un +0,66% (con el euro avanzando +0,06% y la libra retrocediendo -3,68%) mientras la tasa a 10 años de los Estados Unidos bajó desde el nivel de 0,721% a 0,669%. Finalmente, los futuros de oro (Diciembre 2020) avanzaron un +0,70% y los futuros de petróleo Brent (Noviembre 2020) un retrocedieron un -6,63%.

Finalmente, entre los principales eventos económicos y financieros podemos destacar:

1. AstraZeneca y la Universidad de Oxford suspendieron sus pruebas de la vacuna contra el Covid-19. LA razón: un paciente del estudio sufrió una reacción adversa grave.
2. El Banco Central Europeo decidió mantener sus tipos de interés sin cambios y continuar el QE (compra de activos financieros). Además, se espera que las tasas se mantengan en sus niveles actuales o inferiores, hasta que las perspectivas de inflación converjan sólidamente a un nivel suficientemente cercano al 2%.
3. Las nuevas peticiones de subsidio por desempleo en EEUU se ubicaron en un nivel similar al de dos semanas atrás, aunque defraudaron al consenso de mercado que esperaba una reducción en la demanda de ayudas.

### 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 3 subcarteras (tras la reestructuración de la deuda). Estas son de bonos cortos y largos en pesos y de bonos largos 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 (ARSMEP= Reuters)	Riesgo País
	Cortos	Largos	Largos			
11/9/2020	1,26%	0,80%	1,91%	1,68%	4,28%	1.108

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 1.108 puntos, lo que indica un marcado retroceso de -1.043 puntos básicos tras la inclusión de consideración de los nuevos bonos bajo ley extranjera para calcular su diferencial contra las tasas libres de riesgo. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue moderadamente positiva: +1,68% en pesos y +1,04% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$74,435 (+0,63% del 04 al 11 de septiembre) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en bonos

o MEP reportado por Refinitiv Eikon lo hizo en 124,764, mostrando un avance semanal del +1,68%.

En cuanto a las variables monetarias, durante julio la Base Monetaria creció 264.399 millones (+12,22% MoM), mientras que el stock de Leliqs y Pases Pasivos cayó 73.967 (-3,06% MoM). En agosto, la dinámica fue inversa con un retracción de la base monetaria de -141.675 millones (-5,83% MoM) y un avance del stock de instrumentos de esterilización de 169.606 millones (+7,23% MoM). En lo que va del año, y desde la victoria de Alberto Fernández en octubre, el crecimiento del stock de Leliqs y pases pasivos superó al de la Base Monetaria mostrando un esfuerzo de esterilización por parte del BCRA, aunque alertando nuevamente sobre los riesgos en torno al déficit cuasi-fiscal como así también el potencial de la necesidad de una fuerte emisión monetaria si ocurriese una corrida sobre los plazos fijos en pesos. Sin embargo, estos riesgos se ven acotados por el limitado acceso al mercado de cambios como así también a la falta de tasas de rendimiento competitivas en términos comparativos en el mercado de capitales.

En cuanto a la dinámica de reservas internacionales brutas, las mismas mostraron una importante caída en agosto, de -544 millones. Esta merma implica una salida de reservas por -1.843 millones (-1.279 millones en venta de divisas), parcialmente compensada por un aumento de los encajes en dólares y otras operaciones. Concretamente, la dinámica públicamente conocida de demanda de “dólar solidario” implica una venta de divisas por parte del BCRA, parcialmente compensada por un aumento en los encajes dado que en muchos casos los billetes quedan depositados en los bancos. Concretamente, el stock promedio de depósitos privados en dólares (expresados en pesos) creció en agosto un +3,92% (+1,34% en USD en base al A3500).

Por su parte, según los datos del último “Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario” del BCRA para julio, el BCRA vendió 600 millones de dólares, dado que la liquidación por cereales y oleaginosas, si bien logró compensar las salidas del sector real excluyendo este rubro, el saldo remanente de 609 millones se encontró por debajo de la demanda de personas humanas de 876 millones. En este sentido, podríamos decir que la balanza comercial en meses en donde la liquidación del agro es comparativamente mayor no logró compensar la demanda particular de divisas.

En este sentido, la continuación de esta dinámica podría implicar mayores restricciones, y según medios de comunicación, se plantean alternativas en torno a qué hacer con el cupo de compra de dólares minorista y el esquema cambiario. A su vez, el BCRA analiza obligar a las empresas, que tengan vencimientos de deuda en dólares en las próximas semanas, a conseguir el "rollover" o las divisas para pagar en el mercado dado que tras la reestructuración de deuda estiman que la refinanciación podría ser posible. Una de las variables claves a monitorear entonces será la disponibilidad de divisas para el pago de obligaciones negociables y deudas en dólares por parte de empresas, dado que si las mismas no acceden al MULC para el pago de deudas verán presionados aún más sus balances y cuadros de resultados en caso de tener que acceder a las divisas a través del MEP.

No obstante esto, la dinámica puede volverse favorable en el mediano plazo. Los momentos de debilidad del dólar y fuertes políticas monetarias expansivas por parte de la FED han favorecido a las materias primas. Concretamente, el analista Andy Hecht de Investing remarcó en un análisis del 10 de agosto: "Creo que la acción del precio en los mercados de materias primas desde 2008 hasta 2011 es un modelo para los próximos años. A raíz de la crisis financiera mundial de 2008, el estímulo del banco central creó una avalancha de liquidez que provocó un repunte en la clase de activos de materias primas. En 2020, es probable que los niveles de estímulo mucho más altos de los bancos centrales y los gobiernos hagan lo mismo"<sup>1</sup>. Concretamente, el autor señaló que la distancia entre los mínimos de 2008 y los máximos de 2011 en los futuros de azúcar y café fue del +282% y 201%. Por su parte, según datos de Macro Trends, la soja subió +85,51% desde su mínimo de 2008 hasta su máximo de 2011, mientras que la variación con respecto al promedio anual fue de +7,02% (+18,69% contra el promedio de 2012). Con estos datos en mente, podría darse una dinámica de corto plazo que mejore tanto la dinámica fiscal vía recaudación por retenciones, como la balanza comercial y las reservas internacionales. No obstante, estas podrían verse acotadas o no ser plenas ante atraso del tipo de cambio real que desaliente las liquidaciones como así también por factores climáticos que podrían impactar sobre los rindes.

---

<sup>1</sup> <https://es.investing.com/analysis/el-cafe-y-el-azucar-cotizan-al-alza-tras-la-caida-del-dolar-200437823>

Concretamente, se espera con alta probabilidad que América del Sur sufra de sequías<sup>2</sup>. Todo está por verse.

### **Análisis y Estrategias: Bonos en dólares**

En primer lugar, a manera de resumen, repasamos la performance semanal de la renta fija en moneda extranjera. Debido a que ahora la curva soberana en dólares incluye solamente títulos de elevada duration, el IAMC presenta solamente un Subíndice de Bonos Largos emitidos en dólares, que mostró una variación positiva del +1,27% en dólares a lo largo de la última semana.

Además, el riesgo país medido por el EMBI+ cayó a niveles en torno a los 1.101 puntos en la jornada del jueves. Esto sucedió luego de que el banco JP Morgan modificara la cartera del índice, como consecuencia de la reestructuración de deuda bajo ley extranjera. Esta renovación sitúa al índice en el menor nivel del año, pero aún por encima de los niveles observados antes de las PASO de 2019.

En cuanto a la nueva curva bajo ley local, los rendimientos promediaron 11,67% al cierre del viernes 11 de septiembre, en un rango entre 11,10% en el AL30 y 11,98% en el AE38. Por su parte, los nuevos títulos bajo ley extranjera promediaron rendimientos en 11,55%, con un rango con extremos en 11,09% (GD30) y 11,77% (GD35). Por su parte, las paridades dentro de la ley local promediaron 49,42, con extremos entre 45,75 (GD35) y 53,21 (AL29). En ley extranjera, promediaron 49,15, con extremos en 45,44 (GD46) y 54,09 (GD29).

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

Con respecto a los títulos en moneda blanda, los mismos tuvieron también una dinámica positiva en la última semana, con el Subíndice de Bonos Cortos en pesos del IAMC avanzando un +1,26% y el de Bonos Largos un +0,80%.

Por un lado, en lo que respecta a los títulos que ajustan por CER, aquellos con vencimiento a lo largo del 2021 (TC21, T2X1, TX21), los mismo mostraron un retroceso promedio del -0,2% viernes

---

<sup>2</sup> <https://news.agrofy.com.ar/noticia/189267/its-here-agencia-climatica-estados-unidos-confirmando-que-nina-ya-esta-presente>

a viernes. En lo que respecta a aquellos que vencen entre 2022 y 2025 (TX22, T2X2, TX23, TX24, TC25P) cayeron -0,9%. Finalmente, aquellos más largos (DICP, PARP, CUAP) operaron con un alza promedio del +0,2%. En cuanto a rendimientos, el primer grupo oscila entre 1,85% y 2,42%, el segundo entre 2,59% y 5,28% y el tercero entre 6,37% y 7,60%.

En relación a las presiones inflacionarias, el último REM del BCRA ubica la inflación entre septiembre y noviembre entre el 3,0% y 4,0%, y en diciembre por encima del 4,0%. Además, para los próximos 12 meses se espera un avance en los precios del 51,2%, niveles levemente por encima del 40% (mediana) y 45% (promedio) de las expectativas de inflación reflejadas en la última encuesta de la Universidad Torcuato Di Tella.

Con estas especulaciones en torno al avance de los precios, que precisamente no son recientes, el mercado se posicionó fuertemente en CER en vistas, principalmente con apoyo del sector institucional con los fondos comunes de inversión en pesos y dollar linked (a través de estrategias de sintéticos) demandando estos instrumentos. Desde una perspectiva histórica, el TC21 rendía a finales de febrero de 2018 casi un 4,0% cuando ahora se ubica por debajo del 2,5%. Temporalmente, esta diferencia refleja no solo expectativas sino también una mayor escasez de coberturas sobre el poder adquisitivo de las inversiones. Si bien el mercado de CER reflejó semanas atrás rendimientos cercanos a cero, ahora repetir ese escenario sería menos probable dada la disponibilidad de nuevos títulos dólares que podría limitar la demanda de activos distintos a aquellos denominados en pesos nominales.

No obstante esto, en el último programa radial “#Aftermarket: Fin del canje, cae el #riesgopais y pérdida de #reservas. ¿Dónde invertir los pesos?” de Julian Yosovitch y Andrés Vilella Weisz, los invitados comentaron al analizar la curva de bonos con CER que podrían observarse espacios para potenciales ganancias en la parte media de la misma en función de las experiencias históricas. Concretamente, mencionaron la posibilidad de rendimientos negativos en esta zona y además remarcaron marcados rendimientos por debajo de cero al corregir los rendimientos de los bonos con CER por la inflación estimada por privados dada la intervención del INDEC durante el período en torno al año 2010. Finalmente, se remarcó también la volatilidad de los bonos más

largos, como así también el posible impacto negativo en los mismos por una suba de tasas para responder a escaladas inflacionarias.

En cuanto a las alternativas de inversión en pesos, en el Comentario Semanal de Nuevo Chaco Bursátil publicado el 31 de agosto de 2020 se señaló: “Las mejores opciones para hacer tasa en pesos siguen siendo los plazos fijos tradicionales y las letras provinciales, que resultan atractivas si tenemos un período de relativa estabilidad cambiaria [...] Las letras a descuento del Tesoro Nacional ofrecen buenos rendimientos pero solamente a los inversores dispuestos a comprometer su capital por más de 3 o 4 meses, lo cual reduce su atractivo para los inversores minoristas”.

Concretamente, en lo que respecta a las tasas de plazo fijo online reportadas en el sitio web del BCRA al 11/09, las tasas en bancos de primera línea tanto para clientes como para no clientes se ubicaron en torno a 33,06% de TNA. Asimismo, el máximo para clientes se ubicó en 33,15%, el mínimo en 26,60%, el promedio en 32,51% y la mediana en 33,09%. Por su parte, para no clientes, las métricas antes mencionada se ubicaron en 33,15%, 26,60%, 32,38% y 33,06%.

Finalmente, sobre las licitaciones, el gobierno colocó la semana pasada Ledes S29E1 (reapertura) al 34,13% (cuando la tasa máxima era 34,15%) y Ledes S26F1 (nuevas) a la tasa máxima de 35,15%. También se licitaron las Lecer X26F1 a la tasa máxima establecida del 0,75% (en términos reales, dado que el capital se ajusta por inflación) con vencimiento el 26/02/2020 (esto, en función de las proyecciones de inflación del último REM del BCRA, podría implicar una TNA en torno al 45,0%/46,0%). En cuanto a los rendimientos de Ledes en el mercado secundario, para plazos que van desde 15 a 136 días, los rendimientos se ubicaron entre 20,10% (S30S0) y 36,31% (S29E1). Las próximas licitaciones de instrumentos tendrán lugar el 16 de septiembre y el 28 de septiembre.

¡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.