Informe de bonos: semana del 14 al 18 de septiembre

20 de septiembre, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 14 al 18 de septiembre?

Nuevo cierre de semana bajista en Estados Unidos, con el S&P 500 cediendo -0,64% desde el viernes 11 de septiembre al viernes 18, y marcando una caída del -7,30% con respecto al máximo de 2020 alcanzado el pasado dos de septiembre. Por su parte, tanto el DAX alemán como el IBEX 35 español también convalidaron retrocesos, del -0,66% y -0,19% respectivamente. Concretamente, el S&P 500 cerró en 3.319,47 puntos, levemente por debajo de su media móvil de 50 ruedas de 3.347,79 aunque por encima de la de 200 ubicada en 3.105,24. Por su parte, el DAX cerró en 13.116,25, por encima de tanto de la media móvil de 20 jornadas, como así también de la 50 y de 200, marcando una clara tendencia alcista.

Puntualmente sobre el mercado norteamericano, cabe resaltar que agosto, septiembre y octubre suelen ser los meses más débiles del año para el mercado de acciones. A esto se suma la volatilidad propia de las elecciones, las operatorias inusuales en el mercado de opciones que exacerbaban las alzas y bajas, y la decepción hacia la FED por brindar datos insuficientes sobre su política monetaria expansiva en su reunión del pasado miércoles. Es por eso, que el monitoreo de los indicadores técnicos como así también la evolución de las variables macroeconómicas es importante a la hora de pensar en canalizar flujos hacia renta variable americana (por ejemplo, a través de Cedears).

Para completar la lectura, acercamos lo expresado en las Claves del Día de Delphos Investment del 18-09-2020 publicadas en el sitio web de Cohen: "Hoy vencen opciones en el mercado estadounidense. Desde el vencimiento del 21 de febrero pasado, casi todos los vencimientos posteriores estuvieron asociados a incrementos de la volatilidad realizada y/o implícita. Las volatilidades implícitas, ya en niveles elevados y que ameritan extrema cautela, subieron desde el lunes pasado. Las volatilidades realizadas (30 ruedas) se mantuvieron más estables, el S&P 500

se movió en un rango de un 3% (piso-techo), el Nasdaq 100 un poco más amplio en un 5%. Mantenemos cautela. Las volatilidades son elevadas, y ya no hay tendencia clara. Hoy salen datos de la encuesta a consumidores de la universidad de Michigan, que hasta ahora no mejoraron con la caída en los seguros de desempleo tradicionales. Algo entendible si consideramos que los seguros de desempleo totales (incluidos los programas por el COVID-19, PUA y PEUC) se mantienen elevados (casi en 30 millones). La producción industrial viene amesetada a pesar de los PMIs subiendo. Todo apunta al frente fiscal, en el que republicanos y demócratas no lograron llegar a un acuerdo aún¹.

Por otro lado, la renta fija y la renta variable emergente tuvieron una evolución mixta, 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 -0,94% y +1,34%. Además, vimos como el Índice Dólar o DXY mostró un leve sesgo negativo, retrocediendo un -0,44% mientras la tasa a 10 años de los Estados Unidos subiendo desde el nivel de 0,669% a 0,697%. Finalmente, los futuros de oro (Diciembre 2020) avanzaron un +0,73% y los futuros de petróleo Brent (Noviembre 2020) un avanzaron un +8,34%. Sobre la dinámica del petróleo, fueron claves las lecturas de consumo mayor al esperado de inventarios del pasado miércoles, como así también las fuertes declaraciones del ministro del petróleo y príncipe de Arabia Saudita hacia los miembros de la OPEP+ que no respetaron sus cuotas de producción y presionaron los precios del crudo a la baja. Emiratos Árabes respondió que reducirá sus exportaciones hacia mercados asiáticos. A pesar de esto, las previsiones sobre la demanda de petróleo para lo que resta de 2020 y 2021 no son muy favorables y se estima que la demanda diaria podría no volver a superar los 100 millones de barriles por día, que se proyecta se ubicara en 91,7 en 2020 frente a los 100,1 observados en 2019².

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).

¹ <https://www.cohen.com.ar/contenido/detail/6723/clavesdeldia18092020>

² <https://es.investing.com/analysis/why-oil-prices-could-remain-in-a-tight-range-at-least-shortterm-200438552>

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			
18/9/2020	1,75%	0,51%	-4,63%	-3,30%	3,89%	1.258

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 1.258 puntos, lo que indica un avance de 150 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue negativa: -3,30% en pesos y -3,91% en USD.

Puntualmente, esta dinámica negativa estuvo atravesada por la imposición de nuevos controles cambiarios por parte del BCRA³. La introducción de estas últimas, cuya posibilidad habíamos adelantado en el informe de bonos anterior, no hace más que reflejar la insuficiencia proveniente de la balanza comercial no sólo para hacer frente a la demanda para atesoramiento individual por parte de privados, sino también para el repago de deudas corporativas de corto plazo. Para conocer el impacto de las mismas sobre inversores individuales, recomendamos la lectura de la nota “¿Cuáles son las nuevas medidas del BCRA y la CNV?” publicada en la página web de TSA Bursátil de Grupo Transatlántica⁴.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$75,38 (+0,63% del 11 al 18 de septiembre)⁵ por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en bonos o MEP reportado por Refinitiv Eikon lo hizo en 129,618, mostrando un avance semanal del +3,89%.

En cuanto a las variables monetarias, durante septiembre la Base Monetaria cayó 186 millones (-0,01%), mientras que el stock de Leliqs y Pases Pasivos creció +3,41% o 85.756 millones. En

³ <http://www.bcra.gov.ar/Noticias/medidas-bcra-garantizan-divisas-para-recuperacion-economica-asp>

⁴ <https://tsabursatil.com/novedades/Cuales-son-las-nuevas-medidas-del-BCRA-y-la-CNV>

⁵ Fe de erratas: En el informe de Bonos anterior se escribió “\$74,435 (+0,63% del 04 al 11 de septiembre)” cuando en realidad debería haber sido “\$74,91 (+0,63% del 04 al 11 de septiembre)”.

cuanto a la dinámica de reservas internacionales brutas, las mismas muestran nuevamente una importante caída en lo que va del mes, de -348 millones (-544 millones en agosto). Esta merma implica una salida de reservas por -1.028 millones en concepto de venta de divisas (-1.279 en agosto), parcialmente compensada por un aumento de los encajes en dólares por +679 millones. Por su parte, el stock de depósitos en dólares medido en pesos muestra un crecimiento del +2,87%.

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 negativa del -5,23% en dólares a lo largo de la última semana.

En cuanto a la nueva curva bajo ley local, los rendimientos promediaron 13,28% al cierre del viernes 18 de septiembre, en un rango entre 12,88% en el AL30 y AL35 y 13,85% en el AE38. Por su parte, los nuevos títulos bajo ley extranjera promediaron rendimientos en 13,10%, con un rango con extremos en 12,96% (GD30 y GD46) y 13,57% (GD29). Por su parte, las paridades dentro de la ley local promediaron 44,26 (frente a 49,42 la semana pasada), con extremos entre 40,00 (AL41) y 48,33 (AL29). En ley extranjera, promediaron 44,14 (frente a 49,15 la semana pasada), con extremos en 40,60 (GD41) y 48,43 (GD29).

¿Por qué los bonos argentinos no comprimen?

Muchas veces recurrir a la academia para intentar entender dinámicas de mercado puede ser un ejercicio interesante. Puntualmente, llama la atención por qué en un mundo donde las tasas de interés en moneda dura son cercanas a cero no existe apetito inversor por los bonos argentinos.

Por un lado, sugerimos la lectura de un paper de Hong G. Min del Banco Mundial titulado “Determinants of emerging market bond spread: do economic fundamentals matter?”⁶. En el

6

http://documents1.worldbank.org/curated/en/281041468764417283/109509322_20041117180532/additional/multi0page.pdf

mismo, el autor plantea un modelo econométrico que busca explicar los spreads de los bonos emergentes con respecto a las tasas libres de riesgo. Se encuentra que variables explicativas que afectan tanto a la liquidez como a la solvencia de los países como el ratio Deuda/PIB, RR/II/PIB, Exportaciones/Deuda y el crecimiento de las exportaciones e importaciones son variables claves a la hora de determinar la tasa a la cual se pueden endeudar los países. Por su parte, variables macroeconómicas que impactan directamente sobre la solvencia como la tasa de inflación doméstica, la formación de activos externos, los términos de intercambio y el tipo de cambio real también resultan cruciales a la hora de determinar los spreads. Un hallazgo discutible, es que los shocks sobre el precio real del petróleo y las tasas de interés internacionales no son significativos a la hora de determinar los rendimientos de los bonos emergentes.

En este sentido, podríamos tomar una primera conclusión apresurada que podría ser que a pesar de la falta de rendimientos atractivos en el mundo, los desequilibrios macro locales como la inflación persistente y su consecuencia, la formación de activos externos (compra de dólares para atesoramiento e inversión en activos denominados en moneda distintas al peso), como así también el persistente deterioro en el volumen de exportaciones desde 2011, con marcada caídas en 2012, 2014, 2018 y 2019 y una desfavorable dinámica de balanza comercial desde 2016 a 2019, con importaciones corriendo a mayor velocidad que las exportaciones sin duda tienen un impacto material en explicar la falta de demanda por los papeles locales.

Impacto de las nuevas regulaciones del BCRA en los bonos corporativos

Por su parte, las obligaciones negociables “hard dollar” sufrieron una de las aristas de las nuevas regulaciones del BCRA. Puntualmente, la entidad monetaria indicó que aquellas compañías con endeudamientos en dólares y vencimientos de capital superiores al millón a vencer hasta el 31 de marzo del 2021 deberán presentar un plan de reestructuración de sus pasivos en moneda extranjera para poder acceder a un monto equivalente al 40% del pago en el mercado oficial de cambios. En cuanto al posible impacto de esta medida, desde La Nación comentaron: “Voceros del Banco Central confirmaron que, para la porción restante, la firma endeudada debería echar

mano de sus billetes atesorados o, en su defecto, refinanciar: acceder al tipo de cambio financiero no sería posible porque esa empresa ya se hizo de dólares en el mercado oficial”⁷.

Esto provocó fuertes caídas en los precios de bonos corporativos, con la IRC1D de IRSA que vence el 15 de noviembre de este año dejándose un -10,08% en su precio viernes a viernes. Por otro lado, la VSC1D de Vista Oil & Gas cayó -3,39% y la VSC3D -2,05% y la YPCUD de YPF un -6,35% (si bien estas tres últimas a priori no estarían afectadas).

Además, durante la jornada del viernes numerosas compañías afectadas por la normativa publicaron hechos relevantes vía CNV informando que se encontraban analizando alternativas. Entre las mismas se destacan: Agrofina, Banco Hipotecario, IRSA (IRC1O), Cresud (CSEPO), Genneia, Newsan, John Deere Credit Compañía Financiera, San Miguel, EDESA y Petroquímica Comodoro Rivadavia (PQC2O). Finalmente, desde La Nación también agregaron: “Lo paradójico es que la principal afectada con esta medida es YPF, la empresa controlada por el Estado, que tiene que hacer frente a un pago de US\$415,8 millones en marzo próximo, luego de que el 41% de los acreedores de su ON de US\$1000 millones no entrara en la reestructuración que propuso en julio pasado”.

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 +1,75% y el de Bonos Largos un +0,51%. En lo que respecta a la performance del segmento, en el informe Cierre Mercados publicado en el sitio web de Portfolio Personal Inversiones señalaron: “...el impacto de las nuevas restricciones en la curva soberana en moneda local fue menor. La tendencia de esta semana fue mixta, con algunas correcciones de entre 0.5%/0.7% en promedio. Si nos concentramos en los movimientos dentro de la curva CER, las bajas se fueron acentuando en los bonos de mayor duration con rojos de hasta 2/2.5% en la semana. En estos títulos observamos una curva completamente normalizada, con Tires Reales que promedian el 1% en la parte corta, el 4% en la parte media y casi el 7% en los de mayor duration”.

⁷ <https://www.lanacion.com.ar/economia/dolar-incertidumbre-empresas-deberan-renegociar-us3300-millones-nid2452172>

¡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.