

Informe de bonos: semana del 21 al 25 de septiembre

26 de septiembre, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 21 al 25 de septiembre?

Nuevo cierre de semana bajista en Estados Unidos, con el S&P 500 cediendo -0,63% desde el viernes 18 de septiembre al viernes 25, y marcando una caída del -7,89% con respecto al máximo de 2020 alcanzado el pasado dos de septiembre. Por su parte, el DAX alemán retrocedió -4,93%, mientras que el IBEX 35 español lo hizo por -4,35%. De esta manera, los comentarios por la tarde del viernes del diario español Expansión eran los siguientes: “La semana se despide con otra jornada de recortes en las Bolsas europeas. La propagación de la segunda ola de coronavirus y sus consecuencias económicas han marcado la semana en los mercados financieros del Viejo Continente, con el consiguiente predominio de las ventas. Las expectativas de una rápida recuperación económica se han visto truncadas por la amenaza de nuevas restricciones para intentar atajar la extensión del coronavirus. Las medidas restrictivas adoptadas en España, Francia o Reino Unido podrían agravarse en próximas fechas o extenderse a nuevos países, un escenario que supondría frenar en seco la recuperación”.

Por otro lado, 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 -2,37% y -3,55%. Además, vimos como el Índice Dólar o DXY mostró un marcado sesgo positivo, avanzando +1,85% mientras la tasa a 10 años de los Estados Unidos retrocedió desde el nivel de 0,697% a 0,656%. Finalmente, los futuros de oro (Diciembre 2020) se dejaron un -4,88% y los futuros de petróleo Brent (Noviembre 2020) -2,85%. Finalmente, sobre la dinámica regional, desde Reuters comentaron: “La mayoría de las monedas de América Latina cerraron en baja el viernes en medio de un alza global del dólar y dudas con respecto a la recuperación de la economía mundial tras el aumento de nuevos casos de contagio de coronavirus, mientras que las bolsas de valores mostraron un comportamiento dispar”.

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			
25/9/2020	-0,24%	-2,62%	1,16%	0,32%	4,24%	1.330

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 1.330 puntos, lo que indica un avance de 75 puntos básicos (211 desde la imposición de los nuevos controles cambiarios). Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue mixta: +0,32% en pesos y -0,31% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$75,85 (+0,62% del 18 al 25 de septiembre) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en bonos o MEP reportado por Refinitiv Eikon lo hizo en 135,11, mostrando un avance semanal del +4,24%.

En cuanto a las variables monetarias, durante septiembre la Base Monetaria avanzó 24.754 millones (+1,08%), mientras que el stock de Leliqs y Pases Pasivos creció +3,52% o 88.580 millones. En cuanto a la dinámica de reservas internacionales brutas, las mismas muestran nuevamente una importante caída en lo que va del mes, de -616 millones (-544 millones en agosto). Esta merma implica una salida de reservas por -1.236 millones en concepto de venta de divisas (-1.279 en agosto), parcialmente compensada por un aumento de los encajes en dólares por +775 millones. Por su parte, el stock de depósitos en dólares muestra una caída del -0,41% en lo que va del mes (-0,47% del sector privado), mientras que la salida desde la imposición de los nuevos controles cambiarios es del -1,75% (-1,69% en el sector privado).

En cuanto al resto de variables económicas, según cifras del INDEC, la balanza comercial registró un superávit de 1.436 millones de dólares en agosto. Sondeos de Reuters estimaba un superávit promedio de 1.333 millones de dólares. Interanualmente, las exportaciones cayeron -11,9% y las importaciones un -20,4%. En igual mes de 2019, se observó un superávit de 1.168 millones de dólares mientras que en julio de este año se alcanzaron los 1.451 millones de dólares. Según se comentó en la edición impresa del diario Clarín del sábado 29 de septiembre, las manufacturas de origen industrial fueron las que más cayeron en el contexto de pandemia: “Hoy la participación de las MOI dentro del total de las exportaciones es del 22%, muy por debajo del promedio histórico de 32% en los últimos 15 años [...]...el coronavirus contribuyó a incentivar la dependencia de las exportaciones argentinas de los productos agrícolas. Las ventas externas de los productos primarios crecieron 10% en el año, mientras que las de las manufacturas de origen agropecuario acumulan una caída del 8,9% y los combustibles bajaron 23,9%”¹. Por su parte, el PIB argentino se contrajo -16,2% en términos des estacionalizados respecto del primer trimestre de 2020. La caída fue del -19,1% en términos interanuales e inferior al -19,6% esperado por el consenso de mercado. Sin embargo, en Capital Federal el impacto fue mayor, y se observó una caída interanual del -21,5%, el mayor retroceso desde el inicio de la serie en 2013.

Finalmente, en lo que respecta a las cifras del frente fiscal, en el informe Renta Fija Semanal 25-09-2020 de Allaria Ledesma señalaron: “Durante agosto, el resultado fiscal arrojó un déficit primario de \$89.499 mln (desde un déficit de \$155.524 mln en julio y un superávit de \$13.746 mln en agosto de 2019). De esta manera se observa un descenso por segundo mes consecutivo (desde el mayor déficit registrado en mayo por \$253.706 mln), a medida que la economía comienza a reactivarse de la mano de la reducción de las restricciones impuestas en el marco de la pandemia”.

¹ El seguimiento de la dinámica de la balanza comercial y la evolución de los commodities será un driver clave sobre la evolución de los activos locales. Asimismo, hay que tener especial cuidado en los factores climáticos. Para profundizar, recomendamos la lectura de las siguientes notas:

- “La locomotora china: importa 10,3 M de toneladas de soja por mes”, publicada en El Economista el 25 de septiembre. <https://eleconomista.com.ar/2020-09-china-importa-soja/>
- “La crisis cambiaría es una crisis política y la soja es la respuesta”, publicada en Clarín el 26 de septiembre. https://www.clarin.com/rural/crisis-cambiaría-crisis-política-soja-respuesta_0_BNNgVWBjm.html
- “Las lluvias trajeron algo de alivio al campo... y también a la Argentina”, publicada en Clarín el 26 de septiembre. https://www.clarin.com/rural/lluvias-trajeron-alivio-campo-argentina_0_n7nkuDpsv.html

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 leve del +0,54% en dólares a lo largo de la última semana.

En cuanto a la dinámica del mercado de la semana, en la edición impresa del diario Clarín del sábado 29 de septiembre, la periodista Annabella Quiroga comentó: “Tras una semana de tensiones en el mercado cambiario, la publicación de la peor caída histórica del PBI, suba del desempleo y rumores de cambios en el gabinete económico, este viernes hubo fumata blanca entre el Banco Central y los bancos por el tema dólar. El acuerdo abrió las puertas para que el próximo lunes todos los homebanking vuelvan a vender masivamente divisas, tras ocho días hábiles de transacciones paralizadas”.

Por su parte, Gustavo Bazzan señaló en el medio antes mencionado: “...el riesgo país se disparó por culpa de las últimas decisiones del Banco Central. Sobre todo, la de reforzar el super cepo y obligar a las empresas endeudadas en dólares a encarar una refinanciación de al menos el 60% de los pasivos”. También el periodista trajo a colación un “tema olvidado”: las licitaciones de bonos en dólares usando pesos para darle salida a fondos del exterior y así evitar presiones en la brecha cambiaria. Sobre esto, el periodista comentó: “Más allá de que no hubo explicaciones oficiales, las razones de la suspensión están a la vista. Es impensable –y resultaría carísimo- emitir deuda en dólares en estas condiciones. Sería un verdadero escándalo colocar deuda al 13% o 14% o tal vez 15%, tal la tasa que rinden hoy los bonos post canje. Bien arriba de la exit yield del 10% que el Gobierno y los bonistas utilizaron como referencia para diseñar la oferta de canje”.

En cuanto a la nueva curva bajo ley local, los rendimientos promediaron 13,71% al cierre del viernes 25 de septiembre, en un rango entre 12,94% en el AL35 y 14,43% en el AL29. Por su parte, los nuevos títulos bajo ley extranjera promediaron rendimientos en 13,11%, con un rango con extremos en 12,49% (GD41) y 13,80% (GD29). Por su parte, las paridades dentro de la ley local promediaron 43,20 (frente a 44,26 la semana pasada), con extremos entre 40,00 (AL41) y

46,41 (AL29). En ley extranjera, promediaron 44,34 (frente a 44,14 la semana pasada), con extremos en 41,25 (GD35) y 47,97 (GD29).

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 avanzando un -0,24% y el de Bonos Largos un -2,62%. En lo que respecta a la performance del segmento, en el informe Cierre Mercados 25-09-2020 publicado en el sitio web de Portfolio Personal Inversiones señalaron: "...los bonos en pesos sufrieron, principalmente la parte larga de la curva CER, con bajas de hasta el 5/7% para el PARP y CUAP. La curva de pesos sigue manteniendo su atractivo, al menos mientras el Gobierno logre exitosas renovaciones en las licitaciones agendadas"².

Con respecto a las licitaciones, el viernes el gobierno llamó a licitación del Letras y Bonos del Tesoro Nacional en Pesos, concretamente de letras a descuento con vencimiento el 26/02/2021, letras a descuento que ajustan por CER al 26/02/2021 y TB21 a tasa Badlar³. En función de los precios mínimos fijados por el gobierno para la licitación, podemos estimar las TNA de las letras en aproximadamente 35,00% y 2,93% (en términos reales, corrigiendo el saldo de capital en función del último dato publicado de CER correspondiente al 30/09). Por su parte, el TB21 se licitará en un precio mínimo de 1.029,26 por cada 1.000 nominales (102,926 cada 100 nominales), levemente por encima del observado al cierre del viernes de 102,85 (TIR del 36,80%).

¡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.

² https://portfoliopersonal.com/Research/Informe/Bonos_TIR_Reservas

³ <https://www.argentina.gob.ar/noticias/llamado-licitacion-del-letras-y-bonos-del-tesoro-nacional-en-pesos-2>