

Informe de bonos: semana del 28 de septiembre al 2 de octubre

05 de octubre, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 28 de septiembre al 2 de octubre?

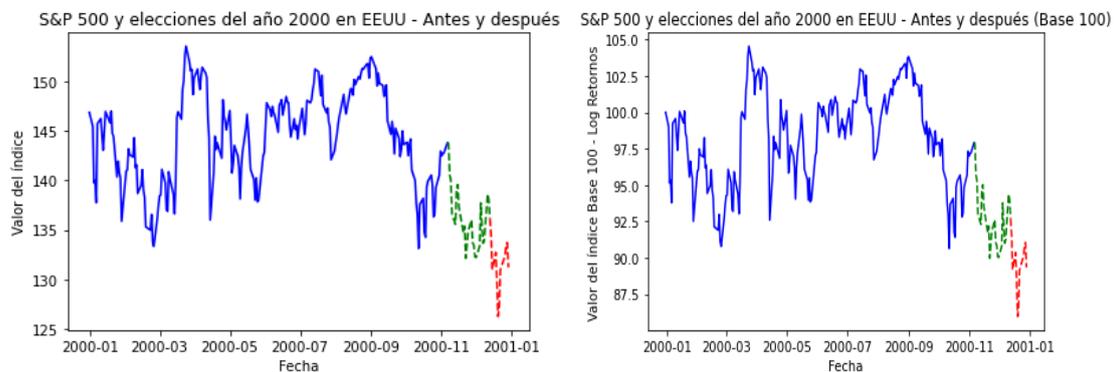
Cierre de semana alcista en Estados Unidos, con el S&P 500 avanzando +1,52% desde el viernes 25 de septiembre al viernes 2 de octubre, y marcando una caída del -5,59% con respecto al máximo de 2020 alcanzado el pasado dos de septiembre. Por su parte, el DAX alemán subió un +1,76%, mientras que el IBEX 35 español lo hizo por +1,90%. De esta manera, los comentarios por la tarde del viernes en el informe Cierre Mercados 02-10-20 de Portfolio Personal Inversiones publicado en su sitio web eran los siguientes: “Octubre arrancó con una volatilidad no menor en el plano internacional. Los temores de una segunda ola de contagios y posibles nuevos cierres en algunas economías del mundo complicó por momentos la dinámica de los principales índices de referencia. A un mes de las elecciones presidenciales norteamericanas, la noticia del contagio de Trump no hizo más que alimentar la incertidumbre en este sentido. Mientras tanto, los mercados continúan evaluando el ritmo de recuperación económica a la espera de un nuevo paquete de estímulos fiscales”.

En lo que respecta a las elecciones en EEUU, hace días que analistas y medios especializados comentan el riesgo de que no conozcamos los resultados el día 3 de noviembre, abriéndose la posibilidad de un ‘revival’ de las elecciones del año 2000 que tuvieron como principales contendientes a George W. Bush y a Al Gore. La contienda tuvo lugar el 7 de noviembre, hubo recuento de votos e intervenciones de la justicia tanto del estado de Florida como de la Corte Suprema. Finalmente, Al Gore reconoce su derrota el día 13 de diciembre¹.

¿Cuál fue la dinámica de mercado en estas idas y vueltas? En primer lugar, la crisis de las .COM estaba en su pleno apogeo, por lo cual los movimientos de mercado a lo largo del año 2000

¹ Para más información, recomendamos la nota de Clarín del 01/08/2020: “Bush versus Gore, la última elección presidencial que mantuvo en vilo a Estados Unidos”. https://www.clarin.com/mundo/bush-versus-gore-ultima-eleccion-presidencial-mantuvo-vilo-unidos_0_u23_nVoHz.html

estuvieron teñidos de una marcada volatilidad. Sin embargo, en los próximos gráficos podemos observar los movimientos del S&P 500 desde el día de las elecciones hasta que Al Gore reconoce su derrota. La línea verde nos marca la dinámica desde el día de las elecciones hasta que el demócrata reconoció su derrota, mientras que la línea azul nos marca los movimientos anteriores y la roja los posteriores. Desde el día de las elecciones hasta el fin de las ideas y vueltas el S&P 500 se dejó en torno a un -5,0%, para luego profundizar su tendencia bajista.



Fuente: elaboración propia en Spyder (Python 3.8) en base a datos de yfinance

¿Por qué las elecciones del 2020 podrían ser parecidas a las del 2000? La respuesta la podemos obtener de la columna semanal “Lo que se dice en las mesas” publicada todos los viernes por *Ámbito Financiero*: “Lo cierto es que más que analistas, encuestadores y duranbarbistas, los candidatos han contratado un ejército de abogados, sobre todo, en los principales estados que pueden llegar a generar controversias en el recuento de votos. Como venimos señalando, la opción de votar anticipadamente por correo promete serios inconvenientes y ya el propio Trump advirtió al respecto. En Wall Street ya se preparan para tener un 4 de noviembre sin presidente electo, con un escenario muy cercano a la actualidad argentina, ya que también la Corte Suprema tendrá el mayor protagonismo. Un tema no menor dado el reciente fallecimiento de la jueza Ginsburg. Serán semanas volátiles. Ya avisó Donald, sobre todo si pierde por poquito”².

Por otro lado, la renta fija y la renta variable emergente tuvieron una evolución positiva, con sus referencias el iShares J.P. Morgan EM High Yield Bond ETF (EMHY) y iShares MSCI Emerging

² <https://www.ambito.com/economia/trump/lo-que-se-dice-las-mesas-n5137370>

Markets ETF (EEM), mostrando una performance del +0,14% y +2,45%. Además, vimos como el Índice Dólar o DXY mostró un marcado sesgo negativo, retrocediendo -0,84% 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) avanzaron un +2,21% y los futuros de petróleo Brent (Diciembre 2020) -7,40%. Finalmente, sobre la dinámica regional, desde Reuters comentaron: “La mayoría de las monedas de América Latina retrocedieron el viernes, luego de que se disparó la aversión global al riesgo por la noticia de que el presidente de Estados Unidos, Donald Trump, está contagiado con coronavirus”. Además, desde el medio internacional agregaron: “Un sondeo de Reuters mostró que las monedas de América Latina continuarían agobiadas este trimestre por los continuos temores sobre las finanzas públicas de Brasil y el vínculo cercano de México con la política de Estados Unidos antes de las elecciones presidenciales de noviembre”.

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			
2/10/2020	0,48%	2,25%	0,70%	0,92%	2,97%	1.350

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 1.350 puntos, lo que indica un avance de 20 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue mixta: +0,92% en pesos y -0,52% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$76,945 (+1,45% del 25 de septiembre al 02 de octubre) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito

en bonos o MEP reportado por Refinitiv Eikon lo hizo en 139,121, mostrando un avance semanal del +2,97%. Cabe resaltar, que entre las nuevas medidas introducidas por el BCRA y el Ministerio de Economía para preservar las reservas internacionales, se encuentra “...abandonar el mecanismo de devaluación uniforme, otorgando mayor volatilidad y manteniendo el nivel competitivo del tipo de cambio real multilateral. En el marco de la estrategia de flotación administrada, el ritmo de depreciación diario se adecuará en forma gradual a las necesidades de la coyuntura”³.

En cuanto a las variables monetarias, durante hasta el último dato de septiembre la Base Monetaria avanzó 8.067 millones (+0,35%), mientras que el stock de Leliqs y Pases Pasivos creció +4,18% o 105.126 millones. En cuanto a la dinámica de reservas internacionales brutas, las mismas muestran nuevamente una importante caída hasta el 29 de septiembre (últimos datos disponibles), de -1.091 millones (-544 millones en agosto). Esta merma implica una salida de reservas por -1.606 millones en concepto de venta de divisas (-1.279 en agosto), parcialmente compensada por un aumento de los encajes en dólares por +901 millones. Por su parte, el stock de depósitos en dólares muestra una caída del -4,79% hasta el 29/09 (-5,33% del sector privado, acelerándose a partir del 29 de septiembre aunque las caídas diarias nunca superaron el -1,5%), mientras que la salida desde la imposición de los nuevos controles cambiarios es del -6,07% (-6,50% en el sector privado).

En vistas de quitar presiones a las reservas internacionales, el gobierno introdujo nuevas medidas que buscan, por un lado, favorecer la liquidación granos y, por el otro, quitar atractivo a las inversiones financieras en dólares. Puntualmente, podemos resaltar la “se reducen las alícuotas de forma transitoria tanto para las ventas al exterior de grano de soja como para sus principales derivados”⁴, como así también la licitación de instrumentos dollar-linked por parte del soberano⁵. Sin embargo, se prevé un escaso aporte de divisas por parte del complejo agroexportador según profesionales del sector privado, en un marco en dónde diversas asociaciones de productores

³ <http://www.bcra.gov.ar/Noticias/Nuevas-medidas-politica-monetaria.asp>

⁴ <https://www.argentina.gob.ar/noticias/el-gobierno-anuncio-una-bateria-de-medidas-para-impulsar-la-produccion-y-las-exportaciones>

⁵ <https://www.argentina.gob.ar/noticias/el-tesoro-nacional-amplia-el-menu-de-instrumentos-de-financiamiento-en-el-contexto-de-la>

recomendaron la no liquidación de stocks. Puntualmente, desde el diario La Nación señalaron: “Según Roulet, de una cosecha de 51,5 millones de toneladas ya se vendió el 62%, porcentaje que está entre los valores normales de los últimos cinco años, salvo en 2018, cuando a causa de una menor producción por la sequía se llevaba comercializado a esta altura del año el 82% [...] Para el productor, quedan sin vender 19,2 millones de toneladas por un valor de US\$7703 millones. En su opinión, siguiéndose el patrón de ventas habitual hasta fin de año los productores venderán el 14% de la cosecha [...] En este sentido, según su cálculo, hasta fin de año ingresarían 2867 millones de dólares”.

Finalmente, a manera de resumen sobre la situación del mercado cambiario y financiero en términos generales, traemos a colación una lectura volcada en el comentario semanal de Nuevo Chaco Bursátil del 28 de septiembre: “Tanto los mercados de divisas como los mercados de tasas en pesos están cada vez más segmentados y se pierden relaciones y posibilidad de arbitraje. En el caso del tipo de cambio, el dólar financiero libre (en sus distintas variables) sería excesivamente alto si se toma en cuenta cual sería el tipo de cambio necesario para que la cuenta corriente sea superavitaria. Pero los inversores de cartera no residentes que quieren cerrar posiciones en pesos no miran los flujos de importaciones y exportaciones en el mediano plazo así como los exportadores e importadores participan en un mercado de cambios distinto”⁶.

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 -0,70% en dólares a lo largo de la última semana.

En cuanto a la nueva curva bajo ley local, los rendimientos promediaron 13,95% al cierre del viernes 02 de octubre, en un rango entre 13,24% en el AL41 y 14,89% en el AL29. Por su parte, los nuevos títulos bajo ley extranjera promediaron rendimientos en 13,54%, con un rango con extremos en 12,65% (GD41) y 14,18% (GD30). Por su parte, las paridades dentro de la ley local

⁶ <http://www.nchacobursatil.com.ar/site/uploads/archivos/Comentario%20semanal%20280920.pdf>

promediaron 42,63 (frente a 43,20 la semana pasada), con extremos entre 40,00 (AL41) y 45,41 (AL29). En ley extranjera, promediaron 43,09 (frente a 44,34 la semana pasada), con extremos en 39,70 (GD35) y 47,28 (GD29).

A la hora de entender los drivers negativos que no permiten la compresión de spreads, recordamos las referencias a un paper comentado en uno de los informes anteriores. En el mismo, Hong G. Min (Banco Mundial) plantea un modelo econométrico que busca explicar los spreads de los bonos emergentes con respecto a las tasas libres de riesgo. Puntualmente, se encontró que variables explicativas que afectan tanto a la liquidez como a la solvencia de los países como el ratio Deuda/PIB, RRII/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, recordamos que 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 y 2018 y una desfavorable dinámica de balanza comercial desde 2016 a 2017⁷, 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.

Análisis y Estrategias: Títulos públicos en pesos

⁷ Fe de erratas: En el Informe de bonos: semana del 14 al 18 de septiembre se marcó como año de caída en las exportaciones el 2019 cuando en realidad no fue así. Por su parte las importaciones corrieron fuerte hasta el año 2017, y no en el periodo 2016 a 2019, dado que luego de la fuerte depreciación las mismas corrigieron a la baja en el bienio 2018-2019.

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 +0,48% y el de Bonos Largos un +2,25%.

De cara la próxima licitación de instrumentos del martes 6 de octubre⁸, los inversores tendrán que tener en cuenta la posibilidad de canalizar pesos vía las inversiones dollar linked que propone el gobierno. Asumiendo que el mismo podría endeudarse a tasa cero (al igual que compañías como Pan American Energy o Aluar con sus obligaciones negociables de la misma modalidad), podríamos tomar como referencia débil la tasa de depreciación anualizada observada desde el 31/08 al 30/09, como así también aquella observada desde el 02/09 al 02/10. Mientras que la primera fue del 32,81%, la segunda fue del 43,06%. De esta manera, antes que el gobierno admitiese una mayor volatilidad en el tipo de cambio, la tasa de plazo fijo se ubicó levemente por debajo de la tasa de depreciación del tipo de cambio oficial, mientras que en el segundo cálculo el cambio es más sustancial. En este sentido, los inversores tendrán que analizar los instrumentos a ofrecerse detenidamente, dado que podrían obtener cobertura en un contexto en donde la apreciación del dólar no parece ser el escenario más probable.

¡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.

⁸ <https://www.argentina.gob.ar/noticias/cronograma-preliminar-de-licitaciones-para-octubre-de-2020>