

Informe de bonos: semana del 23 al 30 de octubre

01 de noviembre, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 23 al 30 de octubre?

Nuevo cierre de semana bajista en Estados Unidos, con el S&P 500 retrocediendo -5,64% desde el viernes 23 al viernes 30 de octubre (-2,77% en el mes), y marcando ahora una caída del -8,68% con respecto al máximo de 2020 alcanzado el pasado dos de septiembre. Por su parte, el DAX alemán retrocedió un -8,61%, mientras que el IBEX 35 español anotó una baja del -6,40%. A manera de resumen, desde el diario español Expansión comentaron: “Los mercados despiden una semana negra. Wall Street regresa a las caídas con los resultados de Apple y los récords los contagios de coronavirus en EEUU y las nuevas restricciones en Europa pesan sobre las Bolsas europeas. El Ibex ha logrado rebotar un 0,63% hasta los 6.452,20 puntos apoyado por los resultados de BBVA. El selectivo español cierra octubre con una caída del 3,94% tras perder un 6,4% en su peor semana desde junio”. Además, a pesar de que la dinámica que va tomando la temporada de ganancias en EEUU es favorable, principalmente en el caso de las compañías tecnológicas, Florencia Bonacci de Portfolio Personal Inversiones comentó en la edición impresa del diario La Nación del pasado domingo lo siguiente: “...si bien estas empresas lograron en su mayoría números sólidos, los inversores comienzan a no convalidar las valoraciones, considerando cierta desilusión con las ventas y ganancias que las mismas compañías proyectaron para el último trimestre, algo que es producto de que la recuperación de la economía podría ralentizarse nuevamente. Hacia adelante, y despejado el panorama político, será interesante ver si eventos como el ‘Black Friday’ o el ‘Santa Rally’ se transforma en catalizadores positivos de cara al cierre anual de los balances de estas corporaciones”.

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 -0,80% y -3,48% (-0,82% y +1,41% en el mes). Además, vimos como el Índice Dólar o DXY operó alcista, avanzando +1,37% mientras la

tasa a 10 años de los Estados Unidos retrocedió desde el nivel de 0,841% a 0,859%. Finalmente, los futuros de oro (Diciembre 2020) cayeron un -1,33% y los futuros de petróleo Brent (Enero 2021) -9,82% (-0,82% y -11,25% en octubre).

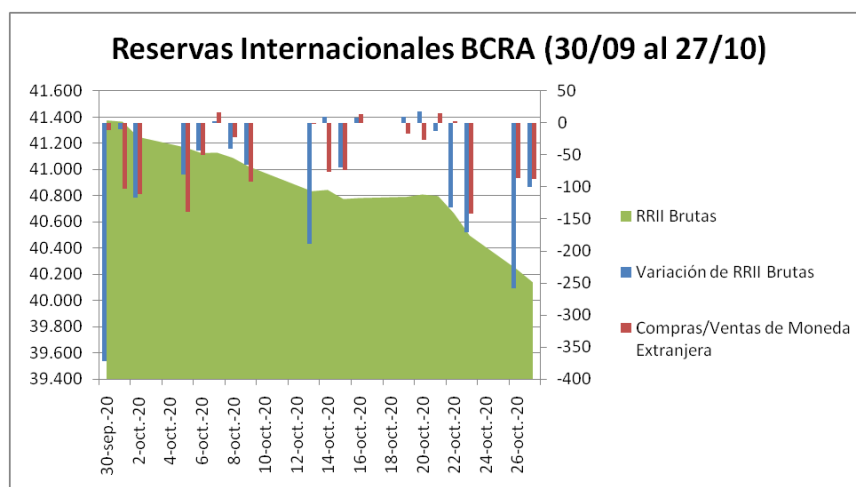
Resumen semanal

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			
30/10/2020	0,83%	-0,83%	-12,79%	-9,62%	-7,56%	1.482

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 1.482 puntos, lo que indica un avance de 57 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue mixta: -9,62% en pesos y -9,86% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$78,3283 (+0,31% del 23 al 30 de octubre) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en bonos o MEP reportado por Refinitiv Eikon lo hizo en 143,233, mostrando un retroceso semanal del -7,56% (frente a los 154,95 del viernes 23).



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 de -12,79% en dólares a lo largo de la última semana.

En cuanto a la nueva curva bajo ley local, los rendimientos promediaron 16,03% al cierre del viernes 30 de octubre, en un rango entre 15,34% en el AL29 y 17,08% en el AL30. Por su parte, los nuevos títulos bajo ley extranjera promediaron rendimientos en 15,00%, en un rango con extremos en 14,39% (GD41) y 16,20% (GD30). Por su parte, las paridades dentro de la ley local promediaron 37,48, con extremos entre 33,49 (AL41) y 44,83 (AL29). En ley extranjera, promediaron 30,29, con extremos en 35,99 (GD46) y 46,42 (GD29).

Canje de la ON Clase I de IRSA (IRC10) y el “Rulo Elsztain”

El jueves 22 de octubre, conforme a la Resolución “A” 7106 del Banco Central de la República Argentina (BCRA), IRSA anunció el inicio del proceso de oferta de canje de las obligaciones negociables Clase I (IRC10) con vencimiento el próximo 14 de noviembre. La compañía planteó dos alternativas¹:

¹ Para más información sobre el canje de IRSA, se recomienda el siguiente informe de TSA Bursátil de Grupo Transatlántica: <https://drive.google.com/file/d/1wkwcmjtMrafHFhD9ysDdEe16ujmgBc2l/view>

- Opción A: Recibir al menos el 40% del capital adeudado en función de su tenencia de IRC10 en dólares y el porcentaje restante en especie a través de las obligaciones negociables en dólares Clase VIII, con vencimiento el 12 de noviembre 2023 y tasa cupón del 10% anual e intereses pagaderos trimestralmente.
- Opción B: Canjear el 100% de su tenencia de IRC10 por las obligaciones negociables en dólares Clase IX, con vencimiento el 1 de marzo de 2023 y tasa cupón del 10% anual e intereses pagaderos trimestralmente. Éstos pagarán en “dólares cable”, dólares en plaza Nueva York o Especie 7.000. A su vez, quienes opten por esta alternativa antes del 30 de octubre recibirán un premio equivalente al 2% del valor nominal entregado en canje pagadero en tipo de cambio oficial BCRA A3500 y libre de impuesto país.

Trade 1: comprar usando pesos la IRC10 e ingresar al canje por la opción 1

A través de un análisis de descuento de flujos de fondos, con fecha de valuación 12/11/2020 y una Exit Yield del 10%, la valuación de las nuevas ON Clase VIII se ubicaría en torno a los USD 100,63 cada 100 nominales (aproximamos en USD 100 dado que la Exit Yield sería similar a la tasa de cupón). Asumiendo que se paga el piso regulatorio de USD 40 cada 100 nominales y además un 60% en la ON Clase VIII, obtenemos un valor de USD 100,38 por la posición de salida. De esta manera, tomando el último precio de contado inmediato en pesos de \$14.400 del pasado viernes (USD 100,54 según cotización del MEP de 143,233), podríamos hablar de una situación de prácticamente indiferencia en el escenario planteado entre los precios de las viejas ONs y el valor a obtener de salida. ¿Cuál podría ser la ventaja? Utilizando pesos, un inversor puede obtener una posición dolarizada de al menos USD 40 en cash y el resto en obligaciones negociables en dólares por cada VN 100 de las ONs viejas. De esta manera, si se compró USD solidario y el inversor no puede llevar adelante la alternativa de hacer dólar MEP, obtiene de esta manera una alternativa para hacerse de moneda extranjera².

Trade 2: bajar “dólares cable” y suscribir la ON Clase IX

² La fecha de límite para ingresar en el canje de IRSA es el 5 de noviembre. Tener en cuenta que Caja de Valores recibirá los títulos hasta las 20 hs de ese día (aunque los brokers pueden “acortar” el espacio de toma de órdenes por cuestiones operativas). Por eso, las operaciones concertadas en T+2 el lunes y el martes serán las únicas que podrán “calzarse” con la fecha de expiración de la operación de canje. Luego, tendrán que utilizarse exclusivamente los plazos T+1 y C.I.

El MEP y el CCL naturalmente tienen cotizaciones diferentes. Esto se debe a que los títulos especie C (utilizados en el CCL) suelen ser más costosos que los especies D (utilizados en el MEP), de manera que el tipo de cambio del Contado con Liqui suele ser superior al del Dólar Bolsa. Esto se debe a que en la especie C está cargado el costo de transferencia internacional de los activos, cosa que no sucede con la especie D. Naturalmente, un inversor que posee una determinada cantidad de “dólares cable” puede comprar especie C y luego vender especie D y pasar sus dólares de Nueva York a Buenos Aires y ganar una diferencia: se paga un costo por “subir” y se recibe un “beneficio” por “bajar”.

Dado que IRSA planea permitir la suscripción de la ON Clase IX a través de USD MEP (Buenos Aires) y el hecho de que luego este título pagará sus servicios en USD Cable (Nueva York), los inversores pueden hacerse de una ganancia convirtiendo sus dólares cable en MEP³ y suscribiendo estas ONs. Al vencimiento, volverán a obtener los dólares cable pero sin pagar el costo de “subida”. Como contrapunto, los inversores deberán inmovilizar su dinero y exponerse al riesgo crediticio de IRSA⁴.

Análisis y Estrategias: Títulos públicos en pesos

Con respecto a los títulos en moneda blanda, los mismos tuvieron también una dinámica mixta en la última semana, con el Subíndice de Bonos Cortos en pesos del IAMC avanzando un +0,83% y el de Bonos Largos retrocediendo un -0,83%.

Con respecto a la performance del soberano en la esperada licitación del pasado martes, Florencia Bonacci de Portfolio Personal Inversiones comentó en la edición impresa del diario La Nación del pasado domingo lo siguiente: “El atractivo de los bonos soberanos dólar linked (DL) volvió a demostrarse en la última licitación. De hecho, el bono DL con vencimiento 2021 refleja hoy una TIR negativa del orden del 5%, y el nuevo DL 2022 que salió a 0%, ya cotiza también en negativo (-2%). Incluso el apetito recibido y la necesidad del Tesoro de lograr financiamiento neto

³ La compra de especie C y venta de especie D para la posterior aplicación de los fondos no está afectada por ningún tipo de parking.

⁴ Para más información, se recomienda la nota: <https://www.cronista.com/finanzasmercados/El-nuevo-rulo-como-ganar-5-en-dolares-con-las-ON-de-IRSA-20201028-0058.html>

para descomprimir la presión sobre el Banco Central, hacen probable que el Gobierno siga armando una curva con este ajuste (más considerando la presión de meses como noviembre y diciembre)”.

Finalmente, recordamos que el gobierno nacional anunció su cronograma preliminar de licitaciones para Noviembre de 2020. Se llevarán adelante colocaciones los días 3, 9, 11, 19 y 26 de noviembre. En principio, se espera que la licitación programada para el 9 sea aquella que permita a inversores extranjeros atascados con posiciones en pesos y que presionan al ‘cable’ en su proceso de retirada. A priori, los inversores ingresarían en pesos a bonos que pagarían luego en dólares. Esto desata varios interrogantes: ¿Estarán interesados los importantes jugadores expuestos a mantener su exposición al riesgo argentino y sólo cambiar de moneda?, y más importante... ¿Qué tasas convalidará el gobierno? Una licitación a la par al tipo de cambio oficial sería claramente poco competitivo dado que los precios en el mercado secundario son notablemente inferiores. Además, dados los niveles de rendimiento actuales, si los inversores desearan exponerse a bonos argentinos surge el interrogante de por qué directamente no los adquieren en el mercado secundario. Naturalmente la ecuación no cierra, y se hace necesario esperar a tener más datos sobre la futura operación, como por ejemplo cuáles serán los títulos (¿serán similares a los emitidos o veremos nuevos papeles con una duration menor?) y sus características, como así también los rangos de precio y tasa que se ofrecerán.

¡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.