

Informe de bonos: semana del 6 al 13 de noviembre

16 de noviembre, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 6 al 13 de noviembre?

Cierre de semana alcista en Estados Unidos, con el S&P 500 avanzando +2,16% (+7,32% la semana pasada) desde el viernes 06 al viernes 13 de noviembre, logrando ahora superar su máximo de 2020 alcanzado el pasado dos de septiembre por +0,02%. Por su parte, el iShares Europe ETF (IEV) se vió impulsado un +5,63% mientras que el iShares MSCI World ETF logró un avance del +2,73%. Como resumen, desde el diario español Expansión comentaron al cierre: “Semana de euforia en las Bolsas marcada por el anuncio de la vacuna de Pfizer contra el coronavirus y la victoria de Joe Biden en las elecciones de Estados Unidos”. Además, desde el medio también señalaron: “Los inversores se debaten entre el miedo a la propagación del coronavirus en esta segunda ola, que podría dar al traste con la anhelada recuperación económica, y la esperanza en la eficacia en la vacuna de Pfizer. El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, advirtió ayer que "el principal riesgo que hay ahora en EEUU es la mayor propagación del virus" y avisó de que la economía no se recuperará del todo hasta que la gente vuelva a tener confianza. Por su parte, la presidenta del Banco Central Europeo (BCE), Christine Lagarde, consideró que tenemos "un poco menos" de incertidumbre que hace nueve meses, pero mostró cautela con la noticia de los avances en una vacuna del coronavirus”.

En cuanto a las elecciones de EEUU, ya no parece haber dudas de que el presidente electo es Biden. Sobre esto, Rafael Mathuis Ruiz comentó en su nota de la edición impresa de La Nación del sábado 14 de noviembre lo siguiente: “Las cadenas CNN, ABC, NBC y CBS declararon en las últimas horas ganador a Biden en Arizona y Georgia –que hará un recuento a mano de los votos-, y a Trump en Carolina del Norte. Con esas proyecciones, el resultado final de la elección, que debe ser certificado por los estados, fue de 306 electores para Biden y 232 para Trump. En 2016, Trump había triunfado con la misma cantidad de votos en el Colegio Electoral. Trump lanzó una ofensiva legal para impugnar los resultados y denunciar irregularidades en Pensilvania, Arizona,

Michigan, Nevada y Georgia”. A su vez, en lo que respecta a las acciones legales, en la nota se citaron las opiniones de Karl Rove, ex estrategia de George W. Bush: “Luego de elogiar el desempeño de Trump y los republicanos en las elecciones, Rove dijo que Trump tenía derecho a reclamar en los tribunales, aunque ‘era poco probable’ que la ofensiva logre cambiar algo”.

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 +1,61% y +0,81%. Además, vimos como el Índice Dólar o DXY operó alcista, avanzando +0,51% mientras la tasa a 10 años de los Estados Unidos subió desde el nivel de 0,82% a 0,898%. Finalmente, los futuros de oro (Diciembre 2020) cayeron un -3,36% y los futuros de petróleo Brent (Enero 2021) avanzaron +8,44%.

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 (MEP Ámbito Financiero)	Riesgo País
	Cortos	Largos	Largos			
13/11/2020	0,93%	8,82%	3,98%	3,75%	-25,00%	1.333

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 1.333 puntos, lo que indica un retroceso de 58 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue favorable: +3,75% en pesos y +2,88% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$79,73 (+0,81% del 05 de noviembre al 13 de noviembre) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en bonos o MEP reportado por Ámbito Financiero lo hizo en 141,23, mostrando un

retroceso semanal del -0,25%, frente la cifra de 141,58 reportada para el 6 de noviembre. De esta manera, en lo que va del mes el dólar financiero viene mostrando una caída del -1,40% y del -13,40% desde su máximo de 163,09 observado el 22 de octubre. Sobre la dinámica esperada del tipo de cambio y las intervenciones que viene llevando el gobierno sobre el MEP/CCL, en una entrevista de Candelaria de la Sota a Eduardo Ganapolsky de Proficio Investment para Iprofesional se remarca lo siguiente: “La evolución del mercado cambiario dependerá de que tan creíbles sean las medidas de reducción del gasto y déficit fiscal y qué grado de avance pueda lograrse en la negociación con el FMI. Como ambos procesos no son lineales, espero que siga habiendo mucha incertidumbre y volatilidad en el mercado en los próximos meses”. A esto, se suma la siguiente lectura: “Vender bonos en pesos para bajar el "contado con liqui" no es una buena estrategia, ya que la presión de los flujos en el corto plazo hace bajar solo por un tiempo el valor del dólar. Pero, al empeorar los fundamentals de la economía por mayor endeudamiento, mas proporción de la deuda en dólares, y mayores tasas de interés, las expectativas de los agentes no cambian y el tipo de cambio vuelve a su derrotero anterior”.

En lo que respecta a la dinámica de Reservas Internacionales, las mismas cayeron en lo que va de noviembre unos -535 millones (datos hasta el 10/11), con compras de divisas por parte del BCRA de +146 millones, pagos a organismos internacionales por -382 millones y caída de encajes por -441 millones. En este mismo período, el stock de depósitos en dólares total cayó -0,35% o -59 millones (menos que el efectivo mínimo). Sin embargo, si bien el BCRA llegó a totalizar compras netas de divisas por 173 millones desde el 02 al lunes 09 de noviembre (cinco ruedas, cuatro compradoras y una vendedora), jornada en dónde se hizo de 113 millones para luego vender 27 millones el día 10, desde los medios de comunicación indicaron que esta dinámica comenzó a revertirse. Puntualmente, el periodista Javier Blanco comentó en una nota de la edición impresa del diario La Nación del pasado sábado lo siguiente: “El Banco Central (BCRA) volvió en las últimas cuatro ruedas a su gimnasia habitual del año: vender reservas propias, esas que no le sobran. Tuvo que desprenderse del 80% de los dólares que había logrado recomprar desde inicios del mes hasta el lunes, lapso que se alzó con unos USD 173 millones a la luz de los mayores controles dispuestos para el pago de importaciones y del ‘veranito’ que había generado el giro discursivo hacia la ortodoxia en lo fiscal que ensayó el ministro de Economía, Martín Guzmán”.

Por otro lado, los pasivos totales en pesos (cuentas corrientes, cajas de ahorro, plazos fijos, etc.) cayeron -2,36% frente a un alza de +1,09% en octubre. Finalmente, al 10 de noviembre la base monetaria presentaba un crecimiento del +8,84% en lo que va del mes, equivalente a un aumento de 196.611 millones de pesos, frente a la caída de -168.634 millones de octubre. Finalmente, el stock de pases y Leliqs cayó -187.733 millones al 10 de noviembre y -196.201 millones al 12, tras mostrar un avance de +31.469 millones.

Finalmente, el pasado jueves se conoció que el Indec publicó el dato de inflación de octubre. Se ubicó en +3,8% mensual, por encima del estimado por el consenso del REM del BCRA de +3,2% y de Bloomberg de +3,1%. Los mayores incrementos se registraron en “prendas de vestir y calzado” con +6,2% mensual, seguido por “alimentos y bebidas” con una suba del +4,8%. Reactivamente, el BCRA anunció nuevos incrementos en las tasas de interés (recordamos que todos los jueves se reúne el directorio de la entidad). En primer lugar, subió la tasa de plazos fijos minoristas del 34% al 37% y la tasa Badlar al 34%. También, aumentó la tasa de pases pasivos a 1 día al 32% y la de 7 días por a 36,5%. Por último, la tasa de las Leliq incrementó del 36% al 38%.

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 de +3,11% en dólares a lo largo de la última semana. Sobre esto, en el informe Cierre Mercados 13-11-20 de Portfolio Personal Inversiones publicados en su web señalaron: “Nuevamente, los bonos ley NY fueron los de mejor performance. Cerraron la semana con subas del 4.1% en promedio, destacándose el GD46 y del GD41 con subas del 5% y 4.5%, respectivamente. De esta manera, vuelven a ampliar el diferencial según ley luego de que los de legislación local avancen únicamente un 3.5%. En tanto, los rendimientos de los títulos ley extranjera promedian el 14.8%, mientras que los de legislación Argentina alcanzan el 15.7%”.

En cuanto a la dinámica de otros países de la región, en lo que va de noviembre la tendencia fue hacia que el riesgo país se mantuviese o comprima. Puntualmente, Ecuador comprimió 22 puntos,

para ir a niveles de 1.007 el pasado viernes desde los 1.029 del 30 de octubre, haciendo mínimos el 09/11 en 952. Por su parte, Ucrania se movió desde los 683 puntos el 30 de octubre a 573 puntos el 13/11, 110 puntos de compresión y tocando mínimos el 09/11 en 571. Además, Perú comprimió 2 puntos en un contexto político particular, Egipto 65 puntos, Turquía 133 puntos y Sudáfrica 49 puntos, y exceptuando Turquía en su mayoría se tocaron mínimos el 09/11. Esta dinámica se dio, en general, a pesar de la suba en la tasa de los Treasuries a 10 años.

No obstante, primero es importante determinar qué información nos está dando la tasa a 10 años de EEUU, mientras que el la suba del 03/11 quizás nos hablaba más de que se comenzaba a incorporar un cambio de la política monetaria de la FED en respuesta a mayores estímulos monetarios y fiscales (asociados a una mayor inflación futura y posibles subas de tasas) en caso de una amplia victoria demócrata con mayoría en las cámaras, la suba de la semana pasada se dio en un contexto de risk on tras los anuncios de la vacuna de Pfizer. Esto se verifica que en el hecho de que, en general, hubo compresión en emergentes la semana pasada como se menciona en el párrafo anterior y un avance del +1,61% del iShares JP Morgan EM High Yield Bond ETF (EMHY).

Si la curva a 10 años indica un endurecimiento de la política monetaria americana a futuro, esto podría implicar para Argentina desde el punto de vista teórico la necesidad de compensar esto con un aumento de rendimientos de los bonos en una cuantía superior al aumento de la tasa libre de riesgo.

Dentro de la evidencia empírica, los resultados son más variopintos: hay quienes hablan de la clave son únicamente los factores locales como reservas, balanza comercial e inflación, y hay quienes también incluyen las tasas de política monetaria americana. Si bien la volatilidad de mercado medida por indicadores relacionados a la trayectoria esperada de la política monetaria americana tiene impacto adverso en los spreads, en Argentina los 'policymakers' tienen mucho trabajo por hacer desde el punto de vista de los fundamentals locales.

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 +0,93% y el de Bonos Largos un +8,82%.

¡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.