

## Informe de bonos: semana del 16 al 20 de noviembre

24 de noviembre, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (\*)

### ¿Qué pasó en los mercados del 16 al 20 de noviembre?

Cierre de semana bajista en Estados Unidos, con el S&P 500 retrocediendo -0,77% desde el viernes 13 al viernes 20 de noviembre, y marcando ahora una caída del -1,36% con respecto al máximo de 2020 alcanzado el pasado 16/11 en 3.626,91 puntos. Por su parte, el DAX alemán avanzó un +0,46%, mientras que el IBEX 35 español avanzó +2,49%. A manera de resumen, desde el diario español Expansión comentaron: “Las Bolsas europeas despiden la semana con una sesión de avances moderados, pendientes de la evolución de la pandemia y del nuevo foco de tensión abierto entre el Tesoro estadounidense y la Fed”. Esto se produjo en el marco de una semana en donde aumentaron las peticiones de subsidios por desempleo en EEUU y arrojaron una lectura peor a la esperada. Además, se redujo el índice manufacturero de la Fed Filadelfia de noviembre y la venta de viviendas usadas volvieron a registrar cifras mejores a las esperadas en octubre.

Las vacunas siguen dando que hablar, dado que el jueves se conoció que Oxford y AstraZeneca publicaron en la revista especializada "The Lancet" los resultados de la fase 2 de su inoculación. Detallan la efectividad en personas de todas las edades. Por su parte, Pfizer (PFE) anunció que su vacuna es 95% efectiva. Se abre la posibilidad de que antes de fin de año comience la distribución y vacunación de los grupos poblacionales de mayor riesgo en Europa y EE.UU. A la Argentina recién llegaría en el primer trimestre del 2021 y Alberto Fernández aclaró que "en marzo va a poder suministrarse la primera vacuna" fabricada entre Argentina y México. El presidente estimó que en 4 meses estará disponible la vacuna de Oxford-AstraZeneca y mantiene la expectativa de que en diciembre lleguen las dosis de Sputnik V (para lo cual el gobierno aspira a rubricar un acuerdo con Rusia en breve). Sin embargo, China no se queda atrás y desde el diario rosarino La Capital comentaron: “Casi un millón de personas recibieron una vacuna experimental contra el

Covid-19 desarrollada por la farmacéutica china Sinopharm, como parte de un programa de uso de emergencia autorizado por Beijing...”<sup>1</sup>.

En lo que respecta a los sectores ganadores dentro de la renta variable, el pasado 16 de noviembre en el Comentario Semanal de Nuevo Chaco Bursátil publicado en su sitio web acercaron una lectura que aún no perdió vigencia<sup>2</sup>: “...las acciones y las industrias postergadas en los últimos años y más golpeadas por la pandemia en los últimos trimestres han visto un renacer en sus cotizaciones, mientras que los grandes ganadores de la pandemia (que no han hecho más que exacerbar la tendencia de la década pasada) han devuelto algo de sus recientes subas”. Concretamente, del 13 al 20 se destacaron los ETFs dedicados a los siguientes sectores: energía (+5,7% semanal, +33,50% en lo que va del mes), materiales (+1,09%, 11,33%), industriales (+1,05%, +16,13%) y financieras (+0,55%, +16,05%).

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 +0,61% y +1,51%. Además, vimos como el Índice Dólar o DXY operó bajista, retrocediendo -0,39% mientras la tasa a 10 años de los Estados Unidos bajó desde el nivel de 0,893% a 0,829%. Finalmente, los futuros de oro (Diciembre 2020) cayeron un -0,73% (-0,40% en el mes) y los futuros de petróleo Brent (Enero 2021) avanzaron +5,10% (+18,50 en el mes).

### **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:

---

<sup>1</sup> Edición impresa del diario La Capital del domingo 23 de noviembre.

<sup>2</sup> <http://www.nchacobursatil.com.ar/site/uploads/archivos/Comentario%20semanal%20161120.pdf>

Semana finalizada el	Bonos en pesos		Bonos en dólares	Índice Bonos General	FX Implícito (ARSMEP= Reuters)	Riesgo País
	Cortos	Largos	Largos			
20/11/2020	0,88%	-2,03%	1,28%	0,99%	2,32%	1.377

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 1.377 puntos, lo que indica un avance de 44 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue favorable: +0,99% en pesos y +0,21% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$80,3583 (+0,79% del 13 al 20 de noviembre) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en bonos o MEP reportado por Refinitiv lo hizo en 149,8567, mostrando un avance semanal del +2,32%. De esta manera, en lo que va del mes el dólar financiero viene mostrando un avance del +2,80% y una caída del -9,59% desde su máximo de 162,864 observado el 22 de octubre.

En lo que respecta a la dinámica de Reservas Internacionales, las se ubicaron en aproximadamente USD 39.115 millones de dólares según el último dato del 17/11, acumulando así una caída de -740 millones en lo que va del mes. Por un lado, se observa una importante caída del efectivo mínimo (encajes) en lo que va del mes, repitiéndose la dinámica de octubre en términos de cantidades. Llama la atención, que la caída del stock total de depósitos en dólares en el décimo mes fue de -1.406 millones y en onceavo fue de -34 millones. Por el otro, se verificaron pagos a organismo internacionales de crédito y una desaceleración en la venta de divisas (aunque sin modificar la tendencia).

**Reservas Internacionales Brutas - Evolución 2020**

	Stock		Variaciones					
	Stock Reservas Internacionales	Variación Reservas Internacionales	Factores de explicación de las Reservas Internacionales					Otros (incl. pases pasivos en
			Compra de Divisas	Organismos Internacionales <sup>(2)</sup>	Otras Operaciones	Efectivo Mínimo		
ene-20	44.848							
feb-20	44.917	68	783	114	195	1.014	1.419	
mar-20	44.790	- 126	260	477	457	668	515	
abr-20	43.561	- 1.229	135	273	301	311	1.081	
may-20	43.568	7	547	94	119	554	25	
jun-20	42.588	- 980	679	466	435	352	623	
jul-20	43.241	653	672	26	141	705	801	
ago-20	43.386	145	568	242	256	186	542	
sep-20	42.842	- 544	1.279	420	144	692	607	
oct-20	41.378	- 1.463	1.618	287	32	575	102	
nov-20	39.856	- 1.522	1.090	137	64	491	261	
nov-20 (al día 17)	39.115	- 740	125	458	32	480	354	
<b>Var. Total</b>		<b>- 5.733</b>	<b>- 4.575</b>	<b>- 2.458</b>	<b>447</b>	<b>2.053</b>	<b>- 1.200</b>	

**Reservas Internacionales Brutas - Noviembre 2020 (al día 17)**

	Stock		Variaciones					
	Stock Reservas Internacionales	Variación Reservas Internacionales	Factores de explicación de las Reservas Internacionales					Otros (incl. pases pasivos en
			Compra de Divisas	Organismos Internacionales <sup>(2)</sup>	Otras Operaciones	Efectivo Mínimo		
30-oct-20	39.856							
2-nov-20	39.875	19	82	-	-	68	5	
3-nov-20	39.882	7	51	9	15	1	81	
4-nov-20	39.819	- 63	9	9	-	71	8	
5-nov-20	39.524	- 295	20	364	2	172	224	
9-nov-20	39.316	- 207	113	1	0	49	271	
10-nov-20	39.322	5	27	-	-	82	114	
11-nov-20	39.259	- 62	43	-	-	63	83	
12-nov-20	39.191	- 68	115	-	0	62	109	
13-nov-20	39.101	- 90	115	30	1	15	41	
16-nov-20	39.114	14	42	27	13	38	51	
17-nov-20	39.116	1	39	19	-	17	76	
<b>Var. Total</b>		<b>- 740</b>	<b>- 125</b>	<b>- 458</b>	<b>- 32</b>	<b>- 480</b>	<b>354</b>	

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Adicionalmente, es interesante además lo planteado acerca de la participación del oro dentro del stock de Reservas Internacionales por Salvador Di Stefano en una nota publicada en la edición impresa del diario La Capital el pasado domingo 22: "...en la actualidad las reservas son las siguientes: reservas u\$s 39.101, encajes u\$s 11.036, créditos (swap y otros) u\$s 23.012, caja u\$s533, reservas netas u\$s 4.520 [...] El stock de oro asciende a u\$s 3.864 millones, esto implica que son el 9,9% de las reservas totales y el 85,5% de las reservas netas. Si el precio del oro baja, las reservas netas pueden pasar a negativas rápidamente"<sup>3</sup>. Si bien según datos y proyecciones del Banco Mundial<sup>4</sup>, el oro registró al cierre del 3Q20 una suba del +12% apoyado en su status de "safe-haven asset" y en disrupciones en los procesos de extracción y reciclaje, se espera que el precio de la onza se mantenga relativamente en 2021 (USD 1.730 la onza; USD 1.873,7 cierre Oro

<sup>3</sup> <https://www.lacapital.com.ar/economia/si-el-oro-baja-se-devalua-el-peso-n2624944.html>

<sup>4</sup> <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/34621/CMO-October-2020.pdf?sequence=7&isAllowed=y>

Nueva York 20/11; USD 1.775 a finales de 2020 según el Banco Mundial) para luego tomar una dinámica descendente hasta ubicarse en USD 1.580 en 2025.

**World Bank Commodities Price Forecast (nominal US dollars)**

Commodity	Unidad	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2030
Oro	\$/toz	1.775	1.740	1.698	1.658	1.618	1.580	1.400

*Fuente: Commodity Markets Outlook, World Bank. Oct-20*

Relativamente alienado con estas perspectivas del metal amarillo, el analista rosarino comentó en La Capital: “El Banco Central de China viene bajando el stock de bonos de tesorería americano en su poder. Es lógico, la mega emisión en Estados Unidos hará bajar su valor, y no viene mal tomar utilidades [...] En el caso del oro sucede lo mismo a escala mundial. Las minas de oro comenzarán a trabajar nuevamente, y la oferta se haría sentir en el mercado. A esto hay que sumarle que muchos bancos centrales han vendido parte de su tenencia de oro como es el caso de Turquía, Filipinas y Uzbekistán. Más oferta que demanda implicará precios a la baja”<sup>5</sup>.

Hacia futuro, otro commodity será clave para el BCRA y no precisamente el oro. Puntualmente, la performance de los productos agrícolas y la cosecha será clave, no sólo para el comienzo de un proceso de recomposición de Reservas Internacionales, sino también para la compresión de tasas de bonos en dólares. Así, los comentarios de la columna semanal de Ámbito “Lo que se dice en las mesas” era el siguiente: “Mientras la novela FMI no gana en audiencia. A pesar de ‘lo barato’ que está Argentina para los extranjeros tanto las boutiques financieras como los bancos de inversión de Wall Street y Londres aún no reciben consultas de clientes para bucear oportunidades en este lado del Río de la Plata. Desde hace semanas se sigue hablando del factor sequía que puede ser una de cal y una de arena (caída de producción, suba de precios). Un tema relevante para el superávit comercial y las reservas del BCRA, que dicho sea de paso no para de perder...”<sup>6</sup>. Hasta el momento las previsiones son favorables, al menos en términos de precio por cantidad brutos: según un informe de la Bolsa de Comercio de Rosario recogido por La Capital, considerando mermas en cantidad producida pero los avances en los precios, el valor de la nueva

<sup>5</sup> <https://www.lacapital.com.ar/economia/si-el-oro-baja-se-devalua-el-peso-n2624944.html>

<sup>6</sup> <https://www.ambito.com/economia/dolar/lo-que-se-dice-las-mesas-n5149600>

cosecha gruesa alcanzaría los USD 24.356 millones. Además, considerando subproductos, "...el complejo sojero aportará divisas por u\$s 19.400 millones y el maíz u\$s 7.100 millones"<sup>7</sup>.

### **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 +0,50% en dólares a lo largo de la última semana. Sobre esto, en el informe Cierre Mercados 20-11-20 de Portfolio Personal Inversiones publicados en su web señalaron: "Haciendo foco en los movimientos semanales de mercado, los bonos registraron mayoría de bajas de entre 1.0/1.8%. Esta vez, las correcciones se acentuaron dentro de la curva ley NY con caídas que promediaron el 2.3%, llevando los rendimientos a un promedio en torno a los 15/16%. Los bonos Ley Arg también se mostraron mayormente ofrecidos y retrocedieron pero en menor medida (-1.6%), alcanzando una curva de rendimientos levemente por encima de la los de legislación extranjera".

En cuanto a la nueva curva bajo ley local, los rendimientos promediaron 15,86% al cierre del viernes 20 de noviembre, en un rango entre 15,09% en el AL41 y 16,76% en el AL29 y AL30. Por su parte, los nuevos títulos bajo ley extranjera promediaron rendimientos en 14,92%, en un rango con extremos en 14,14% (GD41) y 15,91% (GD29 y GD30). Por su parte, las paridades dentro de la ley local promediaron 38,37, con extremos entre 35,19 (AL41) y 42,11 (AL29). En ley extranjera, promediaron 49,96, con extremos en 37,49 (GD46) y 43,91 (GD29).

En cuanto a la dinámica de otros países emergentes, tanto desde el 13 al 20 de noviembre como en lo que va del mes la tendencia fue hacia que el riesgo país comprima, excepto a nivel semanal en Ecuador y Argentina, aunque nuestro país si continua con un saldo positivo a lo largo del onceavo mes del año.

---

<sup>7</sup> <https://www.lacapital.com.ar/economia/calculan-que-el-valor-la-nueva-cosecha-gruesa-sera-us-24356-millones-n2624985.html>

	Ecuador	Egipto	Turquia	Sudáfrica	Ucrania
<b>Cierre 20/11</b>	1.064	577	500	410	559
<b>Var. Semanal</b>	57	-9	-5	8	-14
<b>MTD</b>	35	-74	-138	-41	-124

Fuente: *Ámbito Financiero*

Finalmente, en base los datos de riesgo país y rendimiento de los bonos del tesoro americano a 10 años, estimamos de manera sumamente imperfecta posibles escenarios de rendimiento y elaboramos un escenario de valuación para el AL30/GD30 en caso de esperar una convergencia a niveles de otros países “comprables”... claro está que aún faltan razones convincentes.

**Valor Argentina 2030 según Riesgo País Emergentes**

	<i>Ecuador</i>	<i>Egipto</i>	<i>Ucrania</i>	<i>Turquia</i>	<i>Sudáfrica</i>
	<b>11,47%</b>	<b>6,60%</b>	<b>6,42%</b>	<b>5,83%</b>	<b>4,93%</b>
<b>AL30/GD30</b>	52,0	69,1	69,9	72,4	76,5

**Upside Argentina 2030 según Riesgo País Emergentes**

	<i>Ecuador</i>	<i>Egipto</i>	<i>Ucrania</i>	<i>Turquia</i>	<i>Sudáfrica</i>
	<b>11,47%</b>	<b>6,60%</b>	<b>6,42%</b>	<b>5,83%</b>	<b>4,93%</b>
<b>AL30</b>	33,3%	77,0%	78,9%	85,5%	96,0%
<b>GD30</b>	27,4%	69,2%	71,1%	77,3%	87,4%

**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 +0,88% y el de Bonos Largos un -2,03%. De esta manera, se apagó la dinámica fuertemente alcista observada en el segmento CER durante la semana del 9 al 13 de noviembre tras la publicación de datos de inflación por encima de los esperados.

Por su parte, según medios locales, la Municipalidad de Rosario anunció el pago de sus Letras Serie I Clase A con fecha de vencimiento 23 de noviembre de este año. La Serie I paga tasa Badlar más un margen, y fueron colocadas el pasado 6 de agosto<sup>8</sup>. Mientras que ambas clases tenían como objetivo la captación de 75 millones ampliables a 125, la Clase A a 105 días logró

<sup>8</sup> [http://www.mav-sa.com.ar/licitaciones-cerradas/licitacion/?tx\\_ttnews%5Btt\\_news%5D=245&cHash=0a9f7fa308ad016ef52cc7c483accf34](http://www.mav-sa.com.ar/licitaciones-cerradas/licitacion/?tx_ttnews%5Btt_news%5D=245&cHash=0a9f7fa308ad016ef52cc7c483accf34)

ARS 120,6 millones mientras que la Clase B a 166 días captó ARS 79,4 millones. Sobre la operación, desde el diario La Capital comentaron: “Después de décadas (desde el año 1966 que la Municipalidad no acudía al Mercado), el logro se concretó con el apoyo y el acompañamiento de Pymes y empresas de diversos sectores de la ciudad y la región, así como con el de las principales aseguradoras, los bancos y agentes de bolsa de Rosario y de todo el país”, a la vez que recogieron las siguientes palabras de intendente tras el anuncio de pago: “Habiendo pagado, lo que demuestra el compromiso del municipio en honrar la deuda con quienes confiaron en nosotros, vamos seguramente a volver a emitir”<sup>9</sup>.

¡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.**

---

<sup>9</sup> <https://www.lacapital.com.ar/politica/la-municipalidad-cancelo-deuda-letras-mas-120-millones-pesos-n2625153.html>