

Informe de bonos: semana del 7 al 11 de diciembre

13 de diciembre, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 7 al 11 de diciembre?

Cierre de semana bajista en Estados Unidos, con el S&P 500 retrocediendo -0,96% desde el viernes 4 al viernes 11 de diciembre, tras anotar una suba del +10,75% en noviembre y cerrando así en los 3.663,46 puntos (+1,16% MTD y +13,39% YTD). Por su parte, el DAX alemán retrocedió un -1,39%, mientras que el IBEX 35 español se dejó un -3,12%. A manera de resumen, en el diario español Expansión comentaron el viernes: “Jornada de ventas en las Bolsas europeas. Los mercados ya enfriaron la semana pasada el rally de noviembre, y finalmente esta semana han activado la corrección. El temor a un Brexit sin acuerdo ha extremado la cautela en Europa y ha dado rienda suelta a la recogida de beneficios”. Entre los principales hitos de la semana, tenemos que el pasado martes el Reino Unido empezó a vacunar a su población y dos pacientes alérgicos habrían tenido algún tipo de reacción adversa a la vacuna de Pfizer-BioNTech. Por su parte, la Federación de Alimentos y Medicamentos (FDA) aprobó el uso de emergencia de la vacuna de Pfizer (PFE) para EEUU. Finalmente, en los datos de empleo de EEUU reportados el jueves, los pedidos de seguro de desempleo alcanzaron las 853 mil solicitudes sobre las 730 mil esperadas por el mercado. Además, las tensiones en torno al paquete de estímulos fiscales arrastraron a los principales mercados americanos aportaron incertidumbre y presiones bajistas.

Por otro lado, la renta fija y la renta variable emergente tuvieron una evolución mixta, 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 +0,39% y -0,26%. Además, vimos como el Índice Dólar o DXY operó apenas alcista, avanzando +0,30% (-5,62% YTD) mientras la tasa a 10 años de los Estados Unidos comprimió desde el nivel de 0,969% a 0,891%. Finalmente, los futuros de oro (Febrero 2021) avanzaron un +0,20% y los futuros de petróleo Brent (Febrero 2021) avanzaron +1,46%.

Con respecto a la performance del petróleo, los inventarios de petróleo crudo de la AIE presentaron un crecimiento inesperado el pasado miércoles, +15,189M, cuando se esperaba una caída de -1,424M y la medición anterior se había ubicado en -0,679M. A pesar de esto, los futuros de Brent operaron prácticamente planos en esa jornada, para luego el jueves avanzar +2,84% y ubicarse en la zona de USD 50,25 el barril, nivel que no se observaba desde principios del mes de marzo. Para la próxima medición que tendrá lugar el 16/12, el mercado espera una caída en los inventarios de aproximadamente -1,424M.

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			
11/12/2020	-0,09%	-1,14%	1,12%	0,76%	-1,62%	1.396

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 1.396 puntos, lo que indica una compresión de 29 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue negativa: +0,76% en pesos y +0,07% en USD (-1,19% y -2,29% MTD).

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en \$82,215 (+0,69% del 04/12 al 11/12) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en bonos o MEP reportado por Refinitiv lo hizo en 139,624, mostrando un retroceso semanal del -1,62%. Así, el MEP finalizó nuevamente el septenario por debajo del Dólar Solidario, que se ubicó en 144,375 partiendo de la cotización vendedora del BNA de 87,5 y agregando impuestos. Esta dinámica del dólar financiero libre operando por encima del oficial más impuestos se observa de manera ininterrumpida en las cinco ruedas desde el 03/12 al 11/12. Por su parte, la fricciones que impone la regulación a la operación del de

uno y otro mercado (se debe esperar 90 días si se operó MULC para ir al MEP) puede hacer que el lógico ajuste para mantener los arbitrajes, ya sea al alza del MEP o a la baja del “Solidario”, no necesariamente deba cumplirse en el corto plazo. Finalmente, el dólar informal cerró la semana en 144 para la compra y 148 para la venta para operaciones mayoristas en Buenos Aires.

En cuanto a la evolución de las Reservas Internacionales, podemos recoger algunos comentarios interesantes de una nota de Sofía Terrile para La Nación y de otra de nota de Pablo Wende para Infobae que hablan tanto del nivel de las mismas como de su dinámica. Por un lado, Terrile destaca: “Hoy, si bien las reservas brutas están por debajo de los US\$40.000 millones, economistas estiman que las “netas”, el verdadero poder de fuego de la autoridad monetaria, se ubican por debajo de los US\$3000 millones”¹. Por el otro, Wende destacó: “‘Aún los que están autorizados a comprar dólar solidario no lo están haciendo’, aseguran en el Central, que festejan este círculo virtuoso que dio un respiro sobre el cierre del 2020. El objetivo era evitar una crisis cambiaria de proporciones y al menos en el corto plazo se logró. Pero además, al reducirse las distintas brechas, la entidad empezó a acumular reservas [...] Por supuesto que la época del año ayuda, porque crece fuerte la demanda de dinero y, por lo tanto, cae el interés por el dólar”².

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 +0,43% en dólares a lo largo de la última semana.

En cuanto a la nueva curva bajo ley local, los rendimientos promediaron 16,19% al cierre del viernes 11 de diciembre, en un rango entre 15,12% en el AL35 y 17,07% en el AL29. Por su parte, los nuevos títulos bajo ley extranjera promediaron rendimientos en 15,31%, en un rango con extremos en 14,35% (GD41) y 16,23% (GD29). Por su parte, las

¹ <https://www.lanacion.com.ar/economia/dolar/dolar-fernandez-como-les-fue-distintos-tipos-nid2536504>

² <https://www.infobae.com/economia/2020/12/11/el-banco-central-festeja-por-partida-doble-cae-la-brecha-cambiaria-y-empieza-a-recuperar-reservas/>

paridades dentro de la ley local promediaron 37,81, con extremos entre 34,91 (AL41) y 41,80 (AL29). En ley extranjera, promediaron 39,22, con extremos en 35,54 (GD46) y 43,57 (GD29).

A la hora de analizar los rendimientos, son interesantes algunas de las lecturas que hace Julian Yosovitch en una nota de El Cronista publicada el pasado viernes 11 de diciembre³. En primer lugar, el autor destaca que "...A nivel mundial, los bonos grado de inversión rinden menos del 2%, los de grado especulativo rinden entre 4% y 5% mientras que los bonos de mercados emergentes de alto rendimiento operan con tasas que van desde el 6,5% al 8%...". Además, consultado por el autor de la nota, Rodrigo Benítez, economista jefe de Quinquela Fondos señaló: "Luego de una reestructuración como la que hizo Argentina este año, debería ser mucho más baja la posibilidad de default, pero evidentemente desde la perspectiva del mercado, esa reestructuración no fue suficiente para aclarar el horizonte de largo plazo para la deuda argentina". En este contexto, y a pesar de que prácticamente no hay que realizar desembolsos de dólares en el corto plazo, potenciales malas noticias en torno a las negociaciones con el FMI como así también en torno al frente fiscal/monetario pueden profundizar el castigo a los papeles locales.

Finalmente, compartimos los comentarios de Delphos Investment vertidos en sus Claves del día 11-12-2020 publicadas en el sitio web de Cohen: "Basados en una brecha que ya se acomodó a niveles razonables, en el reacondicionamiento de las variables implícitas en la cotización de los bonos, en el creciente nivel de la tasa de interés real negativa y en el importante retraso relativo de los bonos Hard Dollar versus otros activos de riesgo, consideramos que comienza a abrirse la puerta para la rotación desde las inversiones en pesos CER, DLK y otros a inversiones Hard Dollar, tanto soberanas como corporativas. La estacionalidad de diciembre '20 abre una puerta para este movimiento, considerando que en enero '21 este fenómeno se revertirá"⁴.

Análisis y Estrategias: Títulos públicos en pesos

Con respecto a los títulos en moneda blanda, los mismos tuvieron una dinámica negativa en la última semana, con el Subíndice de Bonos Cortos en pesos del IAMC retrocediendo

³ <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Ven-oportunidades-en-bonos-pese-a-que-la-probabilidad-implicita-de-default-supera-el-70-20201210-0034.html>

⁴ <https://www.cohen.com.ar/contenido/detail/6831/clavesdeldia11122020>

un -0,09% y el de Bonos Largos un -1,14%. Concretamente, en el segmento CER, los bonos con fecha de vencimiento hasta finales de 2025 promediaron bajas de -0,59%, mientras que aquellos con vencimiento posterior a 2025 cayeron en torno a los -0,20% promedio (-1,04% si exceptuamos al TX28 que avanzó +3,16%).

Bono	Vencimiento	Var. Precio Semanal
TC21	22/7/2021	-0,07%
T2X1	17/4/2021	0,42%
TX21	5/8/2021	-0,27%
TX22	18/3/2022	-1,49%
T2X2	20/9/2022	-0,89%
TX23	25/3/2023	-1,23%
TX24	25/3/2024	-1,42%
TC23	6/3/2023	0,65%
TC25P	27/4/2025	0,63%
TX26	9/11/2026	-1,70%
TX28	9/11/2028	3,16%
DICP	31/12/2033	-0,43%
CUAP	31/12/2045	-1,55%
PARP	31/12/2038	-0,51%
PR13	15/3/2024	-2,17%

Fuente: Refinitiv Eikon

Por su parte, dentro de los bonos CER de largo plazo, el DICP con una paridad en torno a los 84,49, una TIR del 8,82% y una Duration Modificada del 5,80 luce poco atractivo frente a papeles como el TX26 y TX28. Estos últimos, con paridades de 76,77 y 73,98, y rendimientos de 8,00% y 8,36% con una DM de 4,42 y 4,91 ofrecen: prácticamente el mismo rendimiento, permiten recuperar antes el capital y tener una menor exposición a los cambios de tasa (que se esperan sean desfavorables para los bonos largos pues la inflación esperada puede requerir política monetaria contractiva).

Finalmente, en el segmento de tasas nominales en pesos, la Letras a descuento operan con tasas promedio en torno al 35,9% (TNA sin comisiones), con la S30D0 en 35,1%, la S29E1 en 36,9% y la S26F1 en 35,9%. Las mismas, plantean un escenario de no competitividad, ya sea contra el plazo fijo minorista o la caución ubicados en una TNA del 37%.

¡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 Reestructuraciones. Actualmente se desempeña como Analista de Renta Fija y Variable en TSA Bursátil de Grupo Transatlántica.