

Informe de bonos: semana del 28 al 31 de diciembre

03 de enero, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 28 al 31 de diciembre?

Cierre de semana alcista en Estados Unidos, con el S&P 500 avanzando +1,43% desde el jueves 24 al jueves (“semifestivo”) 31 de diciembre (con jornadas reducidas en ciertas plazas globales), tras anotar una suba del +10,75% en noviembre y cerrando un diciembre con un alza de +3,71% y un +16,26% en 2020. Por su parte, el DAX alemán avanzó un +0,97% mientras que el IBEX 35 español se dejó un -0,47% a lo largo del último septenario del año. A manera de resumen, en el diario español Expansión comentaron el jueves: “Las Bolsas europeas han despedido el año tras un ejercicio convulso marcado por la pandemia. Pese al desplome de marzo, el rally de noviembre ha dejado a algunas de las principales Bolsas en zona de máximos históricos, como Wall Street o el Dax alemán. El Ibex, sin embargo, ha terminado 2020 con una caída del 15,45%”. Además, desde el periódico ibérico agregaron: “Con algunas de las incertidumbres que pesaban sobre los mercados ya prácticamente resueltas, como el Brexit o el plan de estímulos en Estados Unidos, la principal preocupación de los inversores es la evolución de la pandemia”.

Por su parte, la renta fija y la renta variable emergente tuvieron también una evolución alcista durante la semana pasada, 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 +0,54% y +3,07% (+1,87% y +6,03% MTD, -2,03% y +15,15% YTD). Además, vimos como el Índice Dólar o DXY operó nuevamente bajista, dejándose -0,43% (-2,10% MTD y -6,69% YTD) mientras la tasa a 10 años de los Estados Unidos comprimió desde el nivel de 0,93% a 0,912%. Finalmente, los futuros de oro (Febrero 2021) avanzaron un +0,63% (+6,41% MTD y +21,86% YTD), los futuros de petróleo Brent (Marzo 2021) +0,90% (+8,03% MTD y -14,00% YTD) y los futuros de soja (Sc1; Vto. 14/12/21) +4,10% (+12,56% MTD y 39,48% YTD).

Resumen semanal

Como todas las semanas, repasamos como le fue al conjunto de bonos argentinos 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			
30/12/2020	1,80%	2,98%	0,34%	0,77%	-0,28%	1.372

En lo que respecta a la renta fija, el septenario cerró con un riesgo país en torno a los 1.372 puntos, lo que indica un avance de 17 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue mixta: +0,77% en pesos y -0,17% en USD (+1,96% y -1,47% MTD, +67,74% y +19,48% YTD). Puntualmente, podemos resaltar los rendimientos de los bonos en pesos en 2020, con el Subíndice de Bonos Cortos en pesos del IAMC avanzando en el año un +117,56% y el de Bonos Largos un +129,09%, frente al avance anual del dólar oficial mayorista del +40,49% y del MEP del +93,91%.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en 84,145 (+0,94% del 23/12 al 30/12, +3,50% MTD y +40,49% MTD) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en bonos o MEP reportado por Refinitiv lo hizo en 139,939, mostrando un retroceso semanal del -0,28% (-2,84% MTD y +93,91% YTD, aunque por momentos llegó a avanzar +125,67% cuando tocó los 162,864 el 22/10). Así, el MEP finalizó nuevamente el septenario por debajo del Dólar Solidario, que se ubicó en 147,26 partiendo de la cotización vendedora del BNA de 89,25 y agregando impuestos. Este fenómeno se mantiene ininterrumpido desde el 03/12/2020.

Fecha	MEP Bid Close	MEP Ask Close	BNA Vendedor	Solidario
30/12/2020	139,94	139,99	89,25	147,26
29/12/2020	139,89	140,02	89,00	146,85
28/12/2020	139,98	140,07	88,75	146,44
23/12/2020	140,34	140,38	88,50	146,03
22/12/2020	139,95	140,01	88,25	145,61
21/12/2020	139,02	139,09	88,25	145,61
18/12/2020	140,78	140,87	88,00	145,20
17/12/2020	140,55	140,76	87,75	144,79
16/12/2020	141,04	141,17	87,75	144,79
15/12/2020	141,72	141,82	87,75	144,79
14/12/2020	139,87	140,06	87,50	144,38
11/12/2020	139,62	139,79	87,50	144,38
10/12/2020	138,01	138,17	87,50	144,38
9/12/2020	139,36	139,46	87,25	143,96
4/12/2020	141,92	142,05	86,75	143,14
3/12/2020	139,51	139,91	86,75	143,14
2/12/2020	143,97	144,17	86,50	142,73
1/12/2020	144,47	144,73	86,50	142,73

Fuente: elaboración propia en base a datos de Refinitiv Eikon.

En cuanto a la evolución de las Reservas Internacionales, por primera vez desde el mes de julio viene observándose una dinámica favorable. A su vez, La compra-venta de divisas por parte del BCRA tiene un sesgo comprador por primera vez desde el mes de junio. No obstante, tanto la variación positiva en las Reservas Internacionales brutas como así también el saldo comprador de divisas es sustancialmente menor al observado en diciembre de 2019, cuando ambos saldos se ubicaron en +1.076 millones y +1.121 millones respectivamente.

En lo que respecta a la dinámica futura, en una nota publicada en la edición impresa de *Ámbito Financiero* del pasado jueves 31 de diciembre de 2020 el periodista Juan Pablo Álvarez comentaba: “En el gobierno confían que la frágil situación en materia de divisas mejore gracias a los precios internacionales, que vienen jugando a favor de la Argentina. La soja cerró ayer en USD 478,05 la tonelada. Algunos pesimistas, sin embargo, consideran que ese valor tiene implícito los pronósticos climáticos que anticipan año niña (es decir, con menor cantidad de lluvias) para la región”. A su vez, en el texto informativo se recogieron observaciones de consultoras y economistas locales. Por un lado, las reservas netas habrían presentado un repunte en el marco actual, y se mantienen en torno

a los USD 5.000 millones según un informe de la consultora LCG. Por otro lado, el economista Martín Carugati de Seido advirtió que hay que prestar atención sobre el hecho de que en enero la demanda estacional de pesos tiende a caer a la vez que advirtió: “En 2016 y 2018 el Banco Central se relajó en enero y febrero y después lo pagó”. Finalmente, Federico Moll de Ecolatina advirtió que “...un movimiento de la tasa de interés sería positivo. Y, por el lado de la política fiscal también sería positivo dejar claro cuál va a ser el déficit objetivo de 2021 y cómo se va a financiar.”.

	Stock		Variaciones					
	Stock Reservas Internacionales	Variación Reservas Internacionales	Factores de explicación de las Reservas Internacionales					
			Compra de Divisas	Organismos Internacionales	Otras Operaciones	Efectivo Mínimo	Otros	
	44.848							
ene-20	44.917	68	783	- 114	- 195	1.014	- 1.419	
feb-20	44.790	126	260	- 477	457	668	- 515	
mar-20	43.561	1.229	135	- 273	301	311	- 1.081	
abr-20	43.568	7	547	- 94	119	554	- 25	
may-20	42.588	980	679	- 466	435	352	- 623	
jun-20	43.241	653	672	26	141	705	801	
jul-20	43.386	145	568	242	256	186	542	
ago-20	42.842	544	1.279	- 420	144	692	607	
sep-20	41.378	1.463	1.618	- 287	32	575	- 102	
oct-20	39.856	1.522	1.090	- 137	64	491	261	
nov-20	38.652	1.204	327	- 480	67	323	- 8	
dic-20 (al día 23)	39.216	564	402	- 67	43	230	502	
Var. Total		5.633	4.375	- 2.547	369	1.980	- 1.060	

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

En cuanto al resto de variables, durante 2020 la Base Monetaria creció un +26,77% desde el 30/12/19 al 23/12/20 (último dato publicado), mientras que el Stock de Leliqs y Pases netos creció un +126,58% (+61,5% medido al dólar oficial mayorista). En lo que respecta a los depósitos, el total (público y privado, pesos y dólares) creció +64,70% medido en pesos con marcadas heterogeneidades. Mientras que los depósitos en pesos totales avanzaron +84,04% (+79,60% privados) medidos en tal moneda, aquellos en dólares medidos en moneda dura cayeron -17,44% (-20,57% privados). Sin embargo, si medimos en pesos, los depósitos totales en dólares avanzaron +14,91%.

En cuanto a la magnitud del stock de Leliqs y Pases del BCRA, el analista local Salvador Di Stefano advirtió en su columna en la edición impresa de La Capital del pasado domingo 27 de diciembre lo siguiente: “En el año 2018, cuando observamos que el stock de deuda [del BCRA] fue más elevado que el stock de reservas, sobrevino la inevitable devaluación del peso. En la actualidad estamos muy cerca de que ello ocurra, con datos del 16 de diciembre las reservas son de USD 38.899 millones y el endeudamiento de USD 32.535

millones, pronto esta ecuación se puede revertir, las deudas superarían a las reservas, y estaremos a un paso de una probable devaluación del dólar oficial". Si bien el stock de Leliqs y Pases ya totaliza con datos del 23 de diciembre los USD 31.128 millones, en la medida en que a pesar de las tasas reales negativas en plazo fijo continué siendo una alternativa de colocación en un contexto de controles cambiarios, la sostenibilidad actual del stock de pasivos del BCRA es menos inestable que cuando imperaba un sistema cambiario flotante con libre movilidad de capitales.

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 operó en baja (-0,60%) a lo largo de la última semana. Sobre la performance del segmento, en el informe Cierre Mercados 30-12-20 publicado en el sitio web de Portfolio Personal Inversiones comentaron: "Uno de los principales acontecimientos del 2020 fue la reestructuración de la deuda privada en moneda extranjera. Un hecho que era necesario, pero no suficiente, para que la economía despegue. Luego del acuerdo con los acreedores los bonos comprimieron spreads fuertemente hasta Tires del 11/12%. Pero rápidamente, sin las medidas correspondientes desde el Gobierno (y un BCRA perdiendo reservas diariamente), los títulos cayeron fuertemente trasladando sus Tires hacia niveles pre-reestructuración del 16/17%. Luego, con alguna medida más ortodoxa y la recompra de reservas del BCRA de diciembre (lo que genera cierta mejora en la capacidad de pago futura) los bonos rebotaron y las Tires promedian actualmente el 15/16%, con paridades que se acercan al 40%".

En cuanto a la nueva curva bajo ley local, los rendimientos promediaron 15,94% al cierre del miércoles 30 de diciembre, en un rango entre 14,91% en el AL35 y 17,05% en el AL29. Por su parte, los nuevos títulos bajo ley extranjera promediaron rendimientos en 15,02%, en un rango con extremos en 13,96% (GD41) y 15,88% (GD30). Por su parte, las paridades dentro de la ley local promediaron 38,73, con extremos entre 35,88 (AL41) y 42,21 (AL29). En ley extranjera, promediaron 40,27, con extremos en 37,68 (GD46) y 44,75 (GD29).

Entre posibles presiones bajistas, el periodista Carlos Burgueño comentó en la edición impresa de *Ámbito Financiero* del pasado jueves 31 de diciembre de 2020 sobre una “norma no escrita en el mundo financiero”. Puntualmente, señaló: “En teoría, los grandes fondos de inversión que participaron del canje de deuda cerrado en agosto pasado ya no tienen que mantener la mayoría de sus posiciones en los papeles recibidos; según la línea marcada en la jurisprudencia de los mercados financieros internacionales. Esta indica que cuando grandes bancos intervienen en un proceso de canje exitoso en cuanto al nivel de aceptación de los acreedores, para que este mantenga la calificación positiva, al menos por un tiempo importante los que aceptaron el ingreso deben sostener la mayor parte de esos activos”. En este sentido, estaríamos hablando de una suerte de “gesto” que aparentemente tendrían los principales fondos acreedores con las instituciones vinculadas al proceso: Bank of America, HSBC y Lazard. Sin embargo, este tiempo estaría llegando ya a su fin según lo comentado por Burgueño, a la vez que cita a fuentes del Ministerio de Economía que sostienen que un sell-off no sería probable. Esta no probabilidad, descansa principalmente en el hecho de que los bonos se han desvalorizado fuertemente desde el cierre del canje, a la vez que si Argentina cierra un acuerdo con el FMI en el primer cuatrimestre del año esto podría actuar como catalizador en los precios.

Título	TIR 30/12/20	Precio 30/12/20	TIR 14/09/2020	Precio a TIR del 14/09	Upside
AL29	17,05%	42,35	12,29%	53,64	26,66%
AL30	16,18%	40,94	11,17%	53,56	30,83%
AL35	14,91%	36,50	12,07%	46,11	26,33%
AE38	16,52%	38,20	12,42%	50,99	33,48%
AL41	15,04%	35,90	12,03%	45,65	27,16%

Fuente: en base a datos de IAMC, Refinitiv Eikon y cálculos propios.

Análisis y Estrategias: Títulos públicos en pesos

Con respecto a los títulos en moneda blanda, los mismos tuvieron una dinámica favorable en la última semana, con el Subíndice de Bonos Cortos en pesos del IAMC avanzando un +1,80% y el de Bonos Largos un +2,98%. Sobre la performance del segmento, en el informe Cierre Mercados 30-12-20 publicado en el sitio web de Portfolio Personal Inversiones comentaron: “...respecto a los movimientos de mercado, los bonos CER siguen firmes. Con alzas promedio del 0.8/1.0% en la jornada de hoy, en determinados bonos observamos avances que superaron el 70% a lo largo del año. Recordemos que las

tasas reales de rendimientos de la curva CER pasaron de promediar niveles del 30% al cierre del 2019 hasta el 5% actual. Mientras tanto, los Dólar Linked suben hoy un +1.6% en promedio. La demanda de estos activos justificada con la búsqueda de cobertura generó que estos bonos avancen un 12% en promedio desde sus emisiones. Hoy, el T2V1 alcanza rendimientos negativos del -6%, mientras que el TV22 se posiciona en torno al -3%”.

¡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.