

Informe de bonos: semana del 12 al 19 de febrero

23 de febrero, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 12 al 19 de febrero?

Cierre de semana alcista en Estados Unidos, con el S&P 500 retrocediendo -0,71% desde el viernes 12 al viernes 19 de febrero, cerrando así el septenario en máximos en torno a los 3.907 puntos (+4,01% YTD y tras anotar una suba del +16,26% en 2020). Esta tendencia se repitió en a nivel global, con el STOXX Global 1800 USD (SXW1) dejándose -0,46% (+4,23% YTD y +14,54% en 2020). Tras una formidable temporada de resultados en EUA, las expectativas de inflación comienzan a hacerse notar en la tasa a 10 años de los Treasuries dándole cierto atractivo a los activos seguros. Si bien se habla más bien de un rebote cíclico de la inflación, el cual es poco probable que la Reserva Federal decida combatir¹, comienza a hacerse notar la necesidad de noticias que le den soporte a unas valuaciones históricamente altas en el marco de un posicionamiento récord en instrumentos de renta variable²³.

Haciendo foco en los posicionamientos globales, según los “Asset Allocation Polls” de Refinitiv, al 31 de enero la participación en renta variable es del 49,014% en portafolios globales balanceados. Este nivel se encuentra prácticamente en los niveles pre-pandemia, que se ubicaron en 49,057% en febrero y 49,725% en enero, y lejos del piso de octubre de 2020 de 41,43% (mínimo nivel desde que se recopilan datos desde el 31-mar-16). Un interesante nivel a monitorear será el de 51,269% de finales de 2017 (máximo de la serie). En EEUU, las inversiones en equity global se encuentran en torno al 53%, tras los mínimos de 37% observados en octubre y a cierta distancia de los 57,946% máximos observados en abril de 2018. Por su parte, los bonos que en los portafolios globales norteamericanos

¹ Según datos publicados en la página web del CME Group, se asigna una probabilidad del 89,6% de que las tasas de interés se mantengan en el rango actual en la reunión que tendrá lugar el 15 de diciembre de 2021.

² Según reportó Reuters en base a datos del BofA, se observa un posicionamiento record en equities globales entre los clientes de los bancos de inversión americanos. Según la nota fechada el pasado 12 de febrero, el posicionamiento se ubica en torno a 63,1%, máximo histórico, a la vez que el posicionamiento en bonos se encuentra en mínimos. Fuente: <https://www.reuters.com/article/us-markets-flows-bofa-idUSKBN2ACORF>. Este posicionamiento agresivo debe ser monitoreado pues podría ser indicativo de la violencia de una posible corrección llegado el momento.

³ Nota recomendada: <https://www.lanacion.com.ar/economia/el-mercado-local-sigue-expectativa-nuevas-senales-nid2607307>

tocaron máximos con una participación del 48% en septiembre y octubre, actualmente ocupan el 38,7%. Finalmente, quienes ostentan una magra participación en los portafolios de bonos globales son los latinoamericanos, hoy con un peso del 1,4%, se mantuvo su participación prácticamente plana en torno al 0,7% desde noviembre de 2019 y lejos del máximo de 3,367% de finales de 2016 (máximo de la serie).

Por su parte, la renta fija y la renta variable emergente no fueron la excepción en términos de bajas, 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 -0,47% (-1,38% y +11,34% YTD, respectivamente). Además, vimos como el Índice Dólar o DXY operó bajista, dejándose -0,13% (+0,47% YTD) mientras la tasa a 10 años de los Estados Unidos avanzó desde el nivel de 1,2% a 1,345%. Finalmente, los futuros de oro (Febrero 2021) retrocedieron un -2,51% (-6,30% YTD), los futuros de petróleo Brent (Abril 2021) se mantuvieron alcistas escalando +0,77% (+21,40% YTD) mientras el Bloomberg Agriculture Subindex subió +2,26% (+7,18% YTD).

Resumen de la jornada del lunes 22 de febrero

En términos generales, el inicio de semana no mostró grandes cambios en relación a la tendencia observada la semana pasada. El S&P 500 operó bajista y se dejó un -0,77%, mientras la tasa de referencia a 10 años subió nuevamente y se ubicó en 1,369%. Los mercados emergentes tampoco dieron alegrías, con el EMHY retrocediendo -0,68% y el EEM -2,94%. El DXY operó bajista, y tanto el oro como el Brent tuvieron una jornada favorable.

Entre los datos destacados, podemos resaltar el nombramiento de un militar de reserva del Ejército para presidir Petrobras. Esto sucedió tras las críticas del presidente Bolsonaro en a los varios incrementos sucesivos en el precio del combustible. El mercado acusó recibo de esta noticia de manera negativa y las acciones de PBR que cotizan en Nueva York Se hundieron -20,995%, a la vez que el Bovespa (BVSP) se dejó un -4,87%.

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	MEP	CCL	Riesgo País
	Cortos	Largos	Cortos	Largos				
19/2/2021	0,81%	-0,18%	-1,90%	-6,38%	-4,91%	-4,28%	-4,58%	1.484

En lo que respecta a la renta fija, el tercer septenario de febrero cerró con un riesgo país en torno a los 1.484 puntos, lo que indica un avance de 23 puntos básicos. Por otro lado, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue marcadamente bajista: -4,91% en pesos y -5,57% en USD. Y, al igual que sucedió a nivel global, la tendencia bajista se mantuvo el lunes 22.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en 88,5388 (+0,70% del 12/02 al 19/02 y +5,96% YTD) por dólar el viernes, mientras que el dólar implícito en bonos o MEP reportado por Refinitiv lo hizo en 140,332, mostrando un retroceso semanal del -4,28% (+0,28% YTD frente al +2,23% del CCL). Así, el Dólar Bolsa finalizó nuevamente el septenario por debajo del Dólar Solidario, que se ubicó en 155,1 partiendo de la cotización vendedora del BNA de 94 y agregando impuestos. Este fenómeno se mantiene ininterrumpido desde el 03/12/2020. Esta dinámica se profundizó en la primer jornada de esta semana, con el MEP tocando los 138,561 el día 22.

Análisis y Estrategias: Bonos en dólares

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 nuevamente (-6,38% medido en moneda dura) a lo largo de la última semana, para repetir la tendencia bajista el lunes 22 con un retroceso de -1,65%.

En cuanto a la nueva curva bajo ley local, los rendimientos promediaron 18,11% al cierre del lunes 22 de febrero, en un rango entre 19,73% en el AL29 y 16,58% en el AL41. Por su parte, los nuevos títulos bajo ley extranjera promediaron rendimientos en 16,53%, en un rango con extremos en 15,26% (GD41) y 17,86% (GD30). Por su parte, las paridades

dentro de la ley local promediaron 34,75, con extremos entre 32,23 (AL35) y 38,07 (AL29). En ley extranjera, promediaron 37,32, con extremos en 33,48 (GD35) y 42,2 (GD29).

Análisis y Estrategias: Dollar-Linked

Para el seguimiento de los títulos públicos DLK, el IAMC incluyó dentro del Subíndice de Bonos Cortos emitidos en dólares al T2V1 y al TV22. Ambos mostraron una dinámica bajista semanal, -1,90%, a la vez que en lo que va del 2021 escalan -3,59%. Esta tendencia mostró cierta reversión el lunes 22, dado que el segmento mostró una recuperación del +0,44%. En cuanto a los rendimientos, el T2V1 muestra una TIR Anual negativa del +3,08%, mientras que el TV22 arroja un rendimiento del -0,02%.

En el segmento de obligaciones negociables, ahora predominan rentabilidades positivas aunque se mantiene la liquidez limitada. Puntualmente, destacamos las ONs de IRSA 2021 y 2022, IRC40 e IRC70, con rendimientos del +2,86% y +5,74% según lo informado por IAMC.

Por su parte, observamos como el T2V1 muestra ya rendimientos superiores al +50% si se cumpliera el escenario sugerido por el último REM del BCRA, mientras que bajo el escenario planteado por el ministro Guzmán los retornos serían magros. Estimamos que el escenario planteado por el ministro apunta más a anclar expectativas que a un objetivo escrito sobre piedra, aunque el escenario del REM podría ser ya demasiado optimista. En cuanto al escenario que sugieren los futuros de Rofex, el mismo se ubicaría en línea al que el REM sugiere para los Boncer TX21 en función de las proyecciones planteadas de inflación.

Escenarios de Rendimiento T2V1 (Precios en T+2 del 22/02)

Escenario 0: Tipo de Cambio Flat de 89,44 (22/02)						
Fecha	Cupón	Renta	Capital	Flujo Total	FX	Flujo ARS
24-feb					-	8.749,00
31-may	0,10%	0,06		0,06	89,44	5,64
30-nov	0,10%	0,05	100,00	100,05	89,44	8.948,38
TIR						3,08%

Escenario 1: Tipo de Cambio Top 10 Pronosticadores REM						
Fecha	Cupón	Renta	Capital	Flujo Total	FX	Flujo ARS
24-feb					-	8.749,00
31-may	0,10%	0,06	-	0,06	98,80	6,24
30-nov	0,10%	0,05	100,00	100,05	121,49	12.154,95
TIR						53,88%

Escenario 2: Tipo de Cambio Todos los Pronosticadores REM						
Fecha	Cupón	Renta	Capital	Flujo Total	FX	Flujo ARS
24-feb					-	8.749,00
31-may	0,10%	0,06	-	0,06	99,20	6,26
30-nov	0,10%	0,05	100,00	100,05	121,20	12.125,94
TIR						53,40%

Sensibilidad 1 - FX Guzmán						
Fecha	Cupón	Renta	Capital	Flujo Total	FX	Flujo ARS
24-feb					-	8.749,00
31-may	0,10%	0,06	-	0,06	93,30	5,89
30-nov	0,10%	0,05	100,00	100,05	100,99	10.103,93
TIR						20,83%

Sensibilidad 2 - Rofex						
Fecha	Cupón	Renta	Capital	Flujo Total	FX	Flujo ARS
24-feb					-	8.749,00
31-may	0,10%	0,06	-	0,06	98,83	6,24
30-nov	0,10%	0,05	100,00	100,05	118,25	11.830,79
TIR						48,53%

Análisis y Estrategias: Títulos públicos en pesos

Con respecto a los títulos en moneda blanda, los mismos tuvieron una dinámica mixta en la última semana, con el Subíndice de Bonos Cortos en pesos del IAMC avanzando un +0,81% y el de Bonos Largos cediendo un -0,18%. Estos signos también se mantuvieron durante el lunes 22, con la primer referencia avanzando +0,07% y la segunda retrocediendo -0,80%.

Escenarios de Rendimiento TX21 (Precios en T+2 del 22/02)

Escenario 0: Ajuste CER hasta 10 días hábiles antes del día de compra						
Fecha	Cupón	Renta	Capital	Capital Aj.	Flujo ARS	
24-feb					-	142,90
5-ago	1,00%	0,68	100,00	138,67		139,35
TIR						-5,51%

Escenario 1: Ajuste CER según inflación del Top 10 Pronosticadores REM						
Fecha	Cupón	Renta	Capital	Capital Aj.	Flujo ARS	
24-feb					-	142,90
5-ago	1,00%	0,82	100,00	167,66		168,48
TIR						44,92%

Escenario 2: Ajuste CER según inflación todos los Pronosticadores del REM						
Fecha	Cupón	Renta	Capital	Capital Aj.	Flujo ARS	
24-feb					-	142,90
5-ago	1,00%	0,83	100,00	169,68		170,51
TIR						48,89%

¡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.