

Informe de bonos: semana del 19 al 26 de febrero

01 de marzo, 2020

Por Julio Roque Calcagnino (*)

¿Qué pasó en los mercados del 19 al 26 de febrero?

Nuevo cierre de semana bajista en Estados Unidos, con el S&P 500 retrocediendo -2,45% desde el viernes 19 al viernes 29 de febrero, cerrando así el septenario en máximos en torno a los 3.811 puntos (+1,47% 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 -2,92% (+1,18% YTD y +14,54% en 2020). Predominó así nuevamente la cautela en los mercados, de la mano de mayores tasas de rendimiento en los Treasuries por las mayores expectativas de inflación que podrían favorecer la rotación desde renta variable hacia activos más seguros. Sin embargo, por el momento todo apuntaría más a un aumento cíclico de la inflación más que a una dinámica de aumento de precios de largo plazo. De esta manera, destacamos la necesidad de nuevos drivers positivos, tal como el paquete de estímulos de Biden o una aceleración en el proceso de vacunación, que le den soporte a los precios.

Sin embargo, el fenómeno del 2020 en el S&P 500 no necesariamente se debería repetirse en 2021. Observando la historia, el upside desde el piso de 2009 a un año después del mismo fue de +68,6%. Luego, un año después de ese momento la suba fue del +15,7%. Ahora, desde el mínimo de 2020 al cierre del pasado jueves la suba del mercado fue del +71,15%. Considerando el excesivo posicionamiento global en renta variable y la ponderación de las acciones americanas en los fondos globales cercanas a los máximos, creemos que el “dinero fácil” en equity americano podría comenzar a llegar a su fin. Si bien esto no implica necesariamente una percepción bajista sobre el S&P, podría aparecer una oportunidad para recortar la exposición a activos financieros cuyos fundamentals no se condicen con las valoraciones de las compañías. Sobre esto último, en la columna semanal de *Ámbito*, “Lo que se dice en las mesas” trajeron a colación lo expuesto en un conference de JP Morgan: “No ven una burbuja amplia en el mercado de renta variable, sino más bien ciertos sectores que están experimentando un gran crecimiento, como los vehículos eléctricos y las energías renovables”.

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 -1,27% y -6,61% (-2,63% y +3,99% YTD, respectivamente). Además, vimos como el Índice Dólar o DXY operó alcista, escalando +0,57% (+1,05% YTD) mientras la tasa a 10 años de los Estados Unidos avanzó desde el nivel de 1,345% a 1,456% (habiendo tocado 1,515% el pasado jueves). Finalmente, los futuros de oro (Abril 2021) retrocedieron un -2,73% (-8,99% YTD), los futuros de petróleo Brent (Abril 2021) se mantuvieron alcistas escalando +6,31% (+29,06% YTD) mientras el Bloomberg Agriculture Subindex subió +1,45% (+8,73% 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	MEP	CCL	Riesgo País
	Cortos	Largos	Cortos	Largos				
26/2/2021	0,84%	-0,73%	3,77%	2,00%	1,74%	1,10%	1,35%	1.517

En lo que respecta a la renta fija, el tercer septenario de febrero cerró con un riesgo país en torno a los 1.517 puntos, lo que indica un avance de 33 puntos básicos. Sin embargo, la performance semanal tanto en moneda local como extranjera del Índice de Bonos General del IAMC fue alcista: +1,74% en pesos y +0,98% en USD.

En el frente cambiario, el tipo de cambio mayorista “Comunicación A 3500” se ubicó en 88,5388 (+0,75% del 12/02 al 19/02 y +5,96% YTD) por dólar el viernes, con una depreciación observada en una TNA del +39,09% (frente a las mediciones de semanas anteriores de 36,42% y 31,60%, y 41,21% antes de los anuncios de Guzmán). Por su parte, el dólar implícito en bonos o MEP reportado por Refinitiv lo hizo en 141,873, mostrando un avance semanal del +1,10% (+1,38% YTD frente al +3,60% del CCL). Así, el Dólar Bolsa finalizó nuevamente el septenario por debajo del Dólar Solidario, que se ubicó

en 155,925 partiendo de la cotización vendedora del BNA de 94,5 y agregando impuestos. Este fenómeno se mantiene ininterrumpido desde el 03/12/2020.

En cuanto al fenómeno de las Reservas Internacionales del BCRA, en lo que va de 2021 la acumulación de brutas fue de 111,01 millones de USD (frente a una pérdida de -58,05 millones en el primer bimestre de 2020 y a una acumulación de 1.203,62 millones durante febrero de 2019). Esta variación vista durante el año hasta el pasado 23 de febrero (último dato disponible), se explica por una compra neta de divisas por 725,66 millones y un aumento en el efectivo mínimo de 752,56 millones, a la vez que la salida por el concepto organismos internacionales es de -461,02, por otras operaciones del sector público -403,75 y por otros (incl. pasivos en USD con el exterior) por -502,43 millones. Analizando este fenómeno en conjunto con la calma cambiaria en los dólares implícitos, diversos economistas y fuentes de mercado consideran que el BCRA estaría interviniendo sobre los mismos de dos maneras: vendiendo bonos contra moneda local y aspirando pesos, operando así sobre la pata de las cotizaciones en moneda local, mientras luego compra los bonos contra Reservas (dólares) operando así sobre la pata especie D. El efecto neto en cierta manera sería una suerte de compra de base monetaria contra Reservas Internacionales. ¿El objetivo de esto? Posponer la recuperación de las Reservas, estimando que luego se conseguirán numerosos recursos con la cosecha gruesa, y poner un freno a la formación de expectativas en los precios locales a través de los dólares financieros.

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 alcista (+1,24% medido en moneda dura) a lo largo de la última semana. Esto se dio a pesar de que el “catalizador” FMI no parece acercarse: en su viaje a México, Alberto Fernández admitió que hay dificultades importantes para poder alcanzar un acuerdo con el FMI, bajo las condiciones que pretende el gobierno argentino. El presidente le habría pedido a su colega mexicano López Obrador (AMLO), que interceda ante Joe Biden para que apoye el pedido de la Argentina de un acuerdo flexible y poco exigente.

En cuanto a la nueva curva bajo ley local, los rendimientos promediaron 18,00% al cierre del viernes 26 de febrero, en un rango entre 19,91% en el AL29 y 16,46% en el AL41. Por su parte, los nuevos títulos bajo ley extranjera promediaron rendimientos en 16,81%, en un rango con extremos en 15,39% (GD41) y 18,34% (GD30). Por su parte, las paridades dentro de la ley local promediaron 35,00, con extremos entre 32,98 (AL35) y 37,36 (AL29). En ley extranjera, promediaron 36,80, con extremos en 33,29 (GD35) y 41,3 (GD29).

En cuanto al segmento de bonos corporativos, desde el lado de los fundamentals, ahora el BCRA resolvió extender hasta fin de año la exigencia de que empresas lleven adelante procesos de reestructuración de su deuda en moneda extranjera. Se verán afectados los vencimientos de capital superiores a USD 2 millones, aunque libera de esa obligación a las empresas que a lo largo de 2020 hayan reestructurado sus deudas bajo la misma indicación del BCRA y que este año enfrenten vencimientos de esas reprogramaciones. De esta manera, probablemente se vean afectados títulos como las ONs de Vista Oil & Gas VSC10 con vto. 31/07/2021 y la Cresud CSFQO con vto. 11/07/2021. Por su parte, instrumentos como la nueva ON de IRSA, IRC80, surgida de la reestructuración de la IRC10, no se vería afectada a pesar de tener que enfrentar un servicio de amortización por más de USD 10,4 millones. En términos generales, la noticia no fue del todo bien recibida, dado que durante la semana predominaron los retrocesos en los corporativos con liquidez. Finalmente, entre posibles arbitrajes en el segmento, la ON de IRCP RPC20¹ (Ley NY) ha mantenido rendimientos en torno al 15% durante varias jornadas y cotiza marcadamente por encima de otros títulos de maturity similar de otras compañías del grupo (IRC90 e IRC80). Con un riesgo crediticio medianamente similar, la RPC20 luciría barata en relación a otros títulos (o estos últimos lucirían baratos).

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 alcista semanal, +3,77%, a la vez que en lo que va del 2021 escalan -3,59%. En cuanto a los rendimientos, el T2V1 muestra una TIR Anual negativa del +0,04%, mientras que el TV22 arroja un rendimiento del -3,05%.

¹ Lámina Mínima VN 500.

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 +11,17% y +8,47% según lo informado por IAMC.

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 +0,84% y el de Bonos Largos cediendo un -0,73%.

¡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.