



31 de agosto de 2020

UN REPASO RÁPIDO DE LO QUE DEJÓ LA SEMANA

Argentina

Llegó la hora de la verdad: a liquidar los canjes y ver la aceptación, pero con optimismo

Ya no queda mucho más por decir, el viernes 28/08 cerró el período de aceptación de adhesiones para el canje de deuda Ley Extranjera y, muy probablemente, este lunes tendremos los resultados que (como anticipamos, en contra de la corriente) serán muy bueno y permitirán activar las Cláusulas de Acción Colectiva en casi todos los casos. Como si fuese poco, el canje Ley Local también llega a un momento cúlmine, dado que este martes 01/09 vence el plazo de “aceptación temprana” del canje. Más aún, el 04/09 se emiten los nuevos bonos. La referencia a “temprana” es producto de que los que no entraron al canje de manera voluntaria hasta el 01/09, tienen la posibilidad de hacerlo hasta el 15/09 (“aceptación tardía”). Claro está, que los beneficios de una u otra opción son distintos: quienes entre de manera “temprana”, aparte del bono elegido para canjear, recibirán otro bono (vto. 2029, al 1%) que reconoce los intereses impagos y devengados desde el último pago hasta el 01/09, mientras que los que ingresen en la etapa “tardía” recibirán también dicho bono, pero sólo reconociéndoseles los intereses hasta el mes de abril (es decir, pierden 5 meses de intereses). Finalmente, a quienes no ingresen al canje pasado el 15/09 no se les reconocerá los intereses y, si la aceptación es muy alta (escenario más probable), recibirán compulsivamente el bono más largo.

Este escenario de liquidación de los canjes no tuvo impacto neutral en el mercado, más bien todo lo contrario. Durante la semana, *los dólares paralelos retrocedieron fuertemente por dos motivos: en primer lugar, en la zona de ARS 130 tanto el dólar MEP, como el CCL, encontraron cierta presión vendedora que*



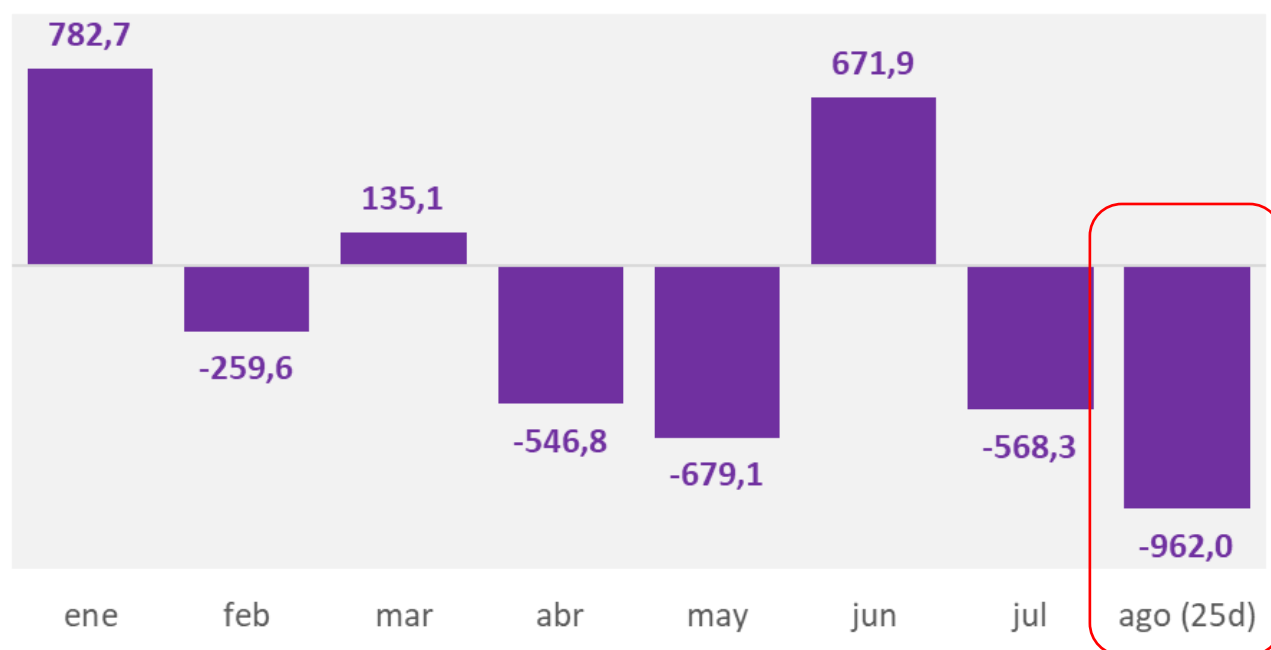
logró (sumado al ánimo en emergentes y la buena perspectiva del canje) un sostenido retroceso hasta la zona de ARS 121 y 125, respectivamente. Parte de este fuerte movimiento bajista se explica también por el bajo volumen negociado en bonos, principal instrumento utilizado para hacer esa operación. Claro está, que el volumen menor en renta fija estuvo asociado a las fechas de liquidación del canje: vale recordar que para hacer dólar MEP o CCL, es necesario aguardar 48hs de liquidación, más 5 días hábiles de parking, con lo que en muchos casos intentar una operación de ese tipo terminaba cuando la fecha de adhesión al canje había pasado. Por ello, muchos operadores prefirieron no correr tal riesgo de iliquidez y, naturalmente, el volumen operado cayó.

La mejor dinámica en el comportamiento de los dólares paralelos no implicó una mejora sustancial de la situación del BCRA en el MAE. *Según los datos públicos, que llegan al 25/08, la autoridad vendió USD 962 millones en agosto y se encamina a marcar un record de USD 1.000 millones en el mes.* En este punto es importante aclarar que el valor de Reservas Internacional habitualmente difundido de USD 42 mil millones, es sin descontar los pasivos en dólares del BCRA. Cuando se realiza ese ajuste se llega al valor de Reservas Internacionales Netas que, en otras palabras, son las reservas de libre disponibilidad que tiene la autoridad monetaria y las que marcan el techo del poder de fuego del Central en el mercado cambiario. Los principales pasivos a descontar de las RRII brutas son (en orden de importancia): el swap realizado con el Banco Popular de China (unos USD 19 mil millones), los encajes de los depósitos en dólares en bancos comerciales (están encajando muy por encima de lo exigido, casi un 80%, y representan USD 11 mil millones) y depósitos de organismos multilaterales (como el FMI o el BIS, por unos USD 5 mil millones). Descontado dichos importes, *el BCRA dispone de USD 5.000 millones (parte en oro y parte en divisa), lo que a este ritmo de ventas en el MAE muestra el nivel de insustentabilidad del esquema cambiario-monetario.*



VENTAS NETA DE RESERVAS POR PARTE DEL BCRA A PRIVADOS

En millones de USD



Fuente: ICB Argentina en base a BCRA.

Si bien los canjes despejaron el horizonte de vencimientos hasta mediados del próximo año, la pérdida de reservas hace que Argentina vaya a necesitar retornar a los mercados internacionales de deuda antes de lo esperado. Como si fuese poco, el principal factor de riesgo ahora en materia de solvencia son los vencimientos de deuda con el FMI por el SBA firmado en 2018. El plato fuerte de los mismos viene entre 2023 y 2024, pero ya en 2021 hay que hacer pagos. Para solucionar esto, y acorde al plan trazado desde el principio (primero Ley Extranjera, después Local y, finalmente, el FMI) *el Gobierno avanzó en las*



negociaciones con el Organismo Multilateral e invitó (a través de un comunicado) a un equipo técnico del Staff a venir al país a re-negociar el acuerdo y explorar alternativas de refinanciación a los vencimientos. En principio, el mercado espera que Argentina reciba un *Extended Fund Facility* (EFF) para despejar los vencimientos y pagarlos en un lapso de 10 años. La principal duda que surge del comunicado es si el Gobierno apunta sólo a refinanciar los pasivos con el FMI o si, aparte, solicitará nuevos desembolsos netos.

En otro ámbito de temas, el Tesoro realizó esta semana la segunda colocación en pesos del mes y volvió a tener un resultado muy satisfactorio. Ofrecía letras por ARS 70 mil millones, ante vencimientos levemente por encima, y consiguió absorber ARS 113 mil millones. De esta manera, volvió a adquirir financiamiento neto y continúa mejorando la relación colocación /vencimientos del año. Sin embargo, y al igual que sucediera en julio, en la licitación se dejaron ARS 17 mil millones sin adjudicar. Llama la atención que, en el actual contexto de fuerte exceso de liquidez, con las brechas cambiarias en niveles superiores al 70% y con el BCRA vendiendo reservas en el MAE, el Tesoro se de el lujo de rechazar posturas, más aún, cuando las licitaciones se hacen con precio mínimo. Es decir, la suscripción nunca puede salir con una tasa superior a la ya establecida por el Ministerio de Economía a la hora de fijar el precio mínimo por instrumento.

RESUMEN DE LA COLOCACIÓN

En millones de ARS y TNA

Letra	Vencimiento	Monto a Emitir	Monto ofertado	Monto adjudicado	Tasa pagada
LEDE	29/10/2020	10.000	36.925	36.925	26,43%
LEDE	30/11/2020	20.000	46.391	32.092	29,75%
LEDE	29/1/2021	20.000	34.491	23.574	34,19%
LECER	26/2/2021	20.000	20.585	20.509	0,75%
Total		70.000	138.392	113.100	

Fuente: ICB Argentina en base al Ministerio de Economía.



Finalmente, en relación al mercado de renta variable, sobre el fin de la semana tuvimos un importante rebote en los activos argentinos que permitió al Merval CCL recuperar la zona de USD 370.

EVOLUCIÓN DEL Merval EN DÓLARES

En dólares CCL



Fuente: ICB Argentina en base a TradingView.



Estados Unidos

S&P 3.500, la FED cambia el marco teórico y se despierta la volatilidad

La plaza americana volvió a tener una semana positiva, en este caso ya acelerando un poco las subas y llegando a marcar nuevos máximos históricos en el S&P 500 que cerró el viernes, por primera vez, arriba de los USD 3.500. Los principales drivers de estas subas (que también se vieron en el DJIA y el NASDAQ) puede rastrearse en los buenos datos económicos y el cambio de paradigma de la FED anunciado por J. Powell. Claro está que, en comparación a las semanas previas, las recientes subas se dieron prendiendo una leve señal de alerta en los indicadores de volatilidad. Si sumamos que esta señal se da en niveles de máximos históricos, la suba no parece ser ya tan sustentable en mediano plazo. Vale recordar que, justamente, en el mes de noviembre se realizarán las elecciones presidenciales en Estados Unidos lo que supondrá un fuerte aumento de la incertidumbre y, por ende, de la volatilidad.

Al igual que mencionábamos la semana pasada, con las subas registradas las últimas 5 ruedas, el único índice de los 3 más relevantes de Estados Unidos que aún no ha logrado marcar un nuevo máximo es el DJIA. Sin embargo, la suba de esta semana lo deja muy cerca de dicho objetivo y, observando el mapa de subas semanales, el dinamismo de las firmas industriales (atado a los buenos datos económicos) hace pensar que el primer gran índice americano logre superar la barrera de los USD 29 mil en el corto plazo.



EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DESDE LOS MÁXIMOS DE FEBRERO Y VARIACIÓN SEMANAL POR SECTOR

En % de variación desde el máximo histórico pre-Covid Y % semanal



Fuente: ICB Argentina en base a TradingView y FINVIZ.

En materia de datos, la semana tuvo sus principales insumos los días miércoles y jueves. El primer dato relevante en llegar fue el de órdenes de compra para bienes durables y de capital (ex-defensa). En relación a los bienes durables, la cantidad de órdenes para el mes de julio subió un 11,2% contra el 4% esperado. El dato no es bueno sólo por venir mucho mejor que la previsión, sino también porque marca una mejora respecto del dato anterior (+7,7%) y cambia la expectativa de caída que tenía el mercado, por una suba sustancial en el tiempo. Respecto de las órdenes para BK, las mismas arrojaron un crecimiento del 1,9%, en línea con lo esperado. Un día más tarde, se conoció el dato de PBI anualizado para el segundo



trimestre: la caída fue del 31,7%, levemente menor a la caída esperada (-32,5%), con lo que el dato no arrojó mucha más información de la ya puesta en precios. Asimismo, ese mismo día, los pedidos de seguro de desempleo hicieron lo propio y el dato semanal vino en 1 millón, acorde a lo esperado.

Indistintamente de los datos duros, el principal suceso de la semana fue la conferencia de J. Powell en el *Jackson Hole Symposium* donde el presidente de la Reserva Federal dio algunas precisiones sobre los cambios que la autoridad monetaria estadounidense está realizando sobre el Monetary Policy Framework del organismo. Es decir, Powell confirmó que están realizando cambios al marco teórico que utilizan y, por ende, al tipo de política monetaria que realizarán de aquí en adelante. El organismo definió el nuevo esquema a utilizar como “*flexible inflation targeting*” (metas de inflación flexibles).

El principal móvil que llevó a la Reserva Federal a trabajar sobre un nuevo marco teórico es, según palabras de Powell, el hecho de que la política actual no logró tener impactos considerables sobre la inflación. Es decir, pese a la batería de instrumentos usados por la autoridad para que el aumento de precios converja a la meta del 2%, la inflación se mantuvo persistentemente por debajo de dicho valor. Como si fuese poco, también manifestó un serio problema para comprobar la relación entre empleo e inflación (lo que conocemos como “Curva de Phillips”), que es uno de los pilares teóricos de la política monetaria anterior de la FED. Finalmente, pero no menos importante, Powell advirtió que en el esquema actual, la baja inflación y su persistencia por debajo de la meta del 2%, obligan a la Reserva Federal a dejar la tasa en niveles muy bajos, desde los cuales no tiene margen para hacer más política expansiva en caso de una eventual recesión futura. Esto se debe a que la tasa actual ya está próxima a 0%.

Luego de diagnosticar los principales problemas del abordaje monetario actual, Powell dio algunos lineamientos de que puede venir. Si bien los instrumentos de política monetaria continuarán siendo los mismos (tasa de referencia, trabajo sobre expectativas y *Quantitative Easing*) el abordaje y la utilización de los mismos cambiará. En primer lugar, el organismo considerará por primera vez la posibilidad de poner la tasa de referencia en valores negativos (como hacen el BoJ o el SNB), modificará el abordaje sobre las expectativas (que, al ser negativas sobre la inflación en el largo plazo, terminan afectando los valores actuales) y evaluará intervenir la curva soberana para manejar los rendimientos de los *treasuries* (como hacen actualmente el BoJ o el RBA). Por último, manifestó también que se reservarán el derecho a, en



determinadas coyunturas, impulsar de manera voluntaria que la inflación se aleja de la meta del 2% para lograr el resto de los mandatos de empleo y crecimiento que tiene el organismo.

En relación al mercado de divisas, el DXY bajó durante la semana un 1% y volvió a operarse cerca de los mínimos de los últimos 2 años en 92,10. Como veníamos advirtiendo, los rebotes desde dicha zona fueron cada vez más débiles y la presión bajista sobre la moneda americana continuaba. El principal driver puede hallarse no sólo en la emisión de la FED y su proporción con la del ECB (que es sumamente más lenta), dado el peso superior al 50% del EURUSD en el DXY; sino también al buen andar de los índices accionarios que despeja la aversión al riesgo global y empuja a los operadores a desprenderse de las monedas refugio de valor como el USD, el JPY o, incluso, otros activos de cobertura como el Oro.

EVOLUCIÓN DEL DOLLAR INDEX

En USD, compresión diaria



Fuente: ICB Argentina en base a TradingView.



En lo referido al mercado de deuda soberana, *la Reserva Federal desaceleró el ritmo de emisión e incrementó el stock de tenencias soberanas sólo en USD 13.000 millones*. La menor demanda compradora en el mercado de títulos soberanos hizo subir la tasa a 10 años hasta 0,73%, marcando el máximo de rendimiento desde junio.



Resto del Mundo

En una semana sin muchos datos Europa tuvo un rebote, pero Asia y Oceanía operaron a la baja

La semana bursátil en el resto del mundo fue mixta: en Europa las ruedas continentales fueron buenas, comandadas por un buen andar de las plazas alemana (+2% el DAX) y francesa (+2% el CAC), pero con acompañamiento de las plazas de segundo orden (Italia, España, Portugal). La única excepción del continente fue Gran Bretaña: el FTSE retrocedió 0,6% en una semana donde la Libra ganó 2% contra el dólar americano. En sintonía parecida, las ruedas en Asia y Oceanía fueron malas: el Nikei estuvo neutral con una relevante baja sobre el final de la semana, mientras que el ASX aussie perdió un 0,6% aunque sigue operándose por encima del soporte de AUD 6.000.

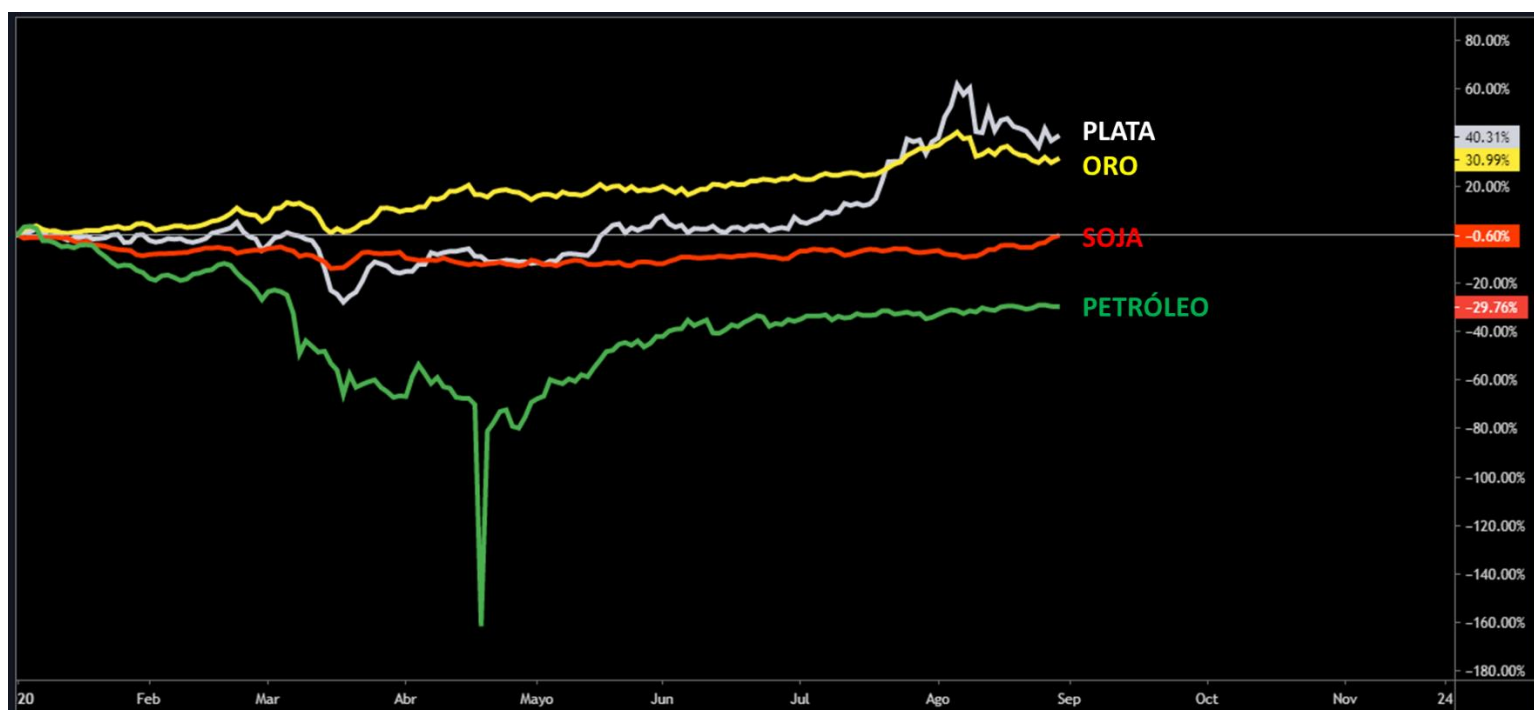
En relación a estas últimas plazas, vale destacar que tanto Japón, como Australia, han logrado mejorar sustancialmente sus niveles de contagios diarios de Covid-19, alejando así los impactos negativos de la “segunda ola”. Por el contrario, *en varios países de Europa esta dinámica de nuevo salto en la cantidad de casos recién comienza a materializarse y el impacto de la “segunda ola” en la economía y los mercados empieza a complejizar el escenario.* La principal alerta en Europa está actualmente en Francia, que registró el 28/08 7.400 casos (a penas al borde del máximo histórico registrado en abril) y España, que en la misma fecha registró su máxima cantidad de casos diarios, a penas por debajo de los 7.800.



Finalmente, en materia de *commodities* el petróleo tuvo una buena semana y quedó al borde de los USD 43/por barril, mientras que los metales hicieron lo propio con subas de entre 1% y 4%. En este último segmento se pudo apreciar una mayor demanda por plata, en detrimento del Oro, que también tuvo un saldo de leve variación y volvió a la zona de USD 1.970 la onza. *Si se compara el rendimiento de los distintos tipos de commodity desde el comienzo de 2020, los metales son claramente los grandes ganadores de esta etapa, por encima de commodities energéticos o agrícolas.*

EVOLUCIÓN DE COMMODITIES SELECCIONADOS EN 2020

En % de variación desde el 31/12/2019



Fuente: ICB Argentina en base a TradingView.



EL TABLERO SEMANAL

PANEL FOREX	Últ. Precio	Variación Semanal	Variación YTD
DOLLAR INDEX	92,30	-0,99%	-4,24%
EURUSD	1,19	0,98%	6,32%
USDJPY	105,33	-0,47%	-3,26%
GBPUSD	1,33	1,99%	1,80%
AUDUSD	0,74	2,89%	5,27%

PANEL CRIPTOS	Últ. Precio	Variación Semanal	Variación YTD
BTCUSD	11.492,11	-1,72%	59,75%
ETHUSD	392,22	-1,76%	202,62%

PANEL COMMODITIES	Últ. Precio	Variación Semanal	Variación YTD
PETRÓLEO	42,93	1,59%	-29,69%
ORO	1.972,60	1,36%	29,82%
PLATA	27,76	3,60%	55,71%
SOJA	903,75	0,00%	-4,16%
AZÚCAR	12,63	-1,41%	-5,89%
CAFÉ	126,40	5,64%	-2,54%

PANEL INDEXS	Últ. Precio	Variación Semanal	Variación YTD
SPX 500	3.508,01	3,26%	8,58%
DJIA	28.653,87	2,59%	0,40%
NASDAQ 100	11.695,63	3,39%	30,35%
VIX	22,96	3,24%	66,62%
FTSE 100	5.963,57	-0,64%	-21,76%
DAX 100	13.033,20	2,10%	-1,63%
CAC 40	5.002,94	2,18%	-16,31%
IBEX 35	7.133,00	2,16%	-25,30%
NIKKEI 225	22.882,65	-0,16%	-3,27%
ASX 200	6.073,80	-0,61%	-9,13%

PANEL ARGY	Últ. Precio	Variación Semanal	Variación YTD
DÓLAR OFICIAL (MAYORISTA)	74,00	0,57%	23,55%
DÓLAR CCL	125,84	-6,79%	69,12%
BRECHA	70%	-13,42	45,82
MERVAL en ARS	46.397	-2,25%	11,34%
MERVAL en USD CCL	369	4,86%	-34,16%
RIESGO PAÍS	2.147	0,14%	10,27%
Tasa PF BNA	33	0,00	-4,00
Bonos en ARS (TO21)	44,75	-0,12	-68,86
Spread Bonos CER (TC21)	1,19	0,06	-47,05
Inflación BEP	43,56	-0,18	-21,81



LO DESTACADO DEL CALENDARIO DE LA SEMANA QUE VIENE

LUNES

Hora Argentina	País	Indicador
9:00	Alemania	Dato de IPC

MARTES

Hora Argentina	País	Indicador
1:30	Australia	Decisión de tasas RBA
6:00	Unión Europea	Dato de IPC
11:00	Estados Unidos	PMI manufacturero
22:30	Australia	Dato de PBI

MIÉRCOLES

Hora Argentina	País	Indicador
3:00	Alemania	Ventas minoristas
22:30	Australia	Balance Comercial

JUEVES

Hora Argentina	País	Indicador
6:00	Unión Europea	Ventas minoristas
11:00	Estados Unidos	PMI servicios
11:00	Gran Bretaña	Discurso de Bailey (BoE)
21:30	Australia	Ventas minoristas

VIERNES

Hora Argentina	País	Indicador
9:30	Estados Unidos	Nómina salarial no-agrícola
9:30	Canadá	Tasa de desempleo