



07 de septiembre de 2020

## UN REPASO RÁPIDO DE LO QUE DEJÓ LA SEMANA

### Argentina

**La adhesión a los dos canjes fue masiva y de los datos del “grey market” se desprende una *exit yield* del 11%**

Esta semana la novela de la reestructuración de la deuda en dólares, tanto legislación local, como extranjera, llegó a su fin. El Gobierno anunció los niveles de adhesión final para el canje ley extranjera y temprana para ley local (donde la oferta estará vigente hasta el 15 de septiembre).

En el primer caso, ya sin prórroga posible *la aceptación por parte de los acreedores de títulos ley extranjera llegó al 93,5%. Al ser tan elevada, en la mayoría de los casos esta adhesión permitió activar las Cláusulas de Acción Colectiva y lleva a reestructurar el 99% de la deuda elegible.* El 1% de holdouts se originó en la cartera Indenture 2005, donde las series PAR en Euros resultantes del canje del 2010 no tuvieron buena adhesión. Este resultado se intuía y no se corresponde con un rechazo por parte de dichos acreedores, sino con el hecho de que se trata de series chicas (de apenas USD 650 millones), en manos de minoristas europeos que no pudieron participar de la negociación, dado que la oferta sólo se presentó en Estados Unidos (SEC). El Gobierno afirmó que en el futuro intentará acercar la propuesta a estos tenedores para evitar problemas de tipo legales que disparen la activación de la cláusula RUFO o litigios en los tribunales de NY. En tanto *para la etapa “temprana” del canje ley local, el Gobierno anunció un 98,8% de adhesión y, incluso, espera poder cerrar el 100% hacia el vencimiento de la aceptación “tardía”.*



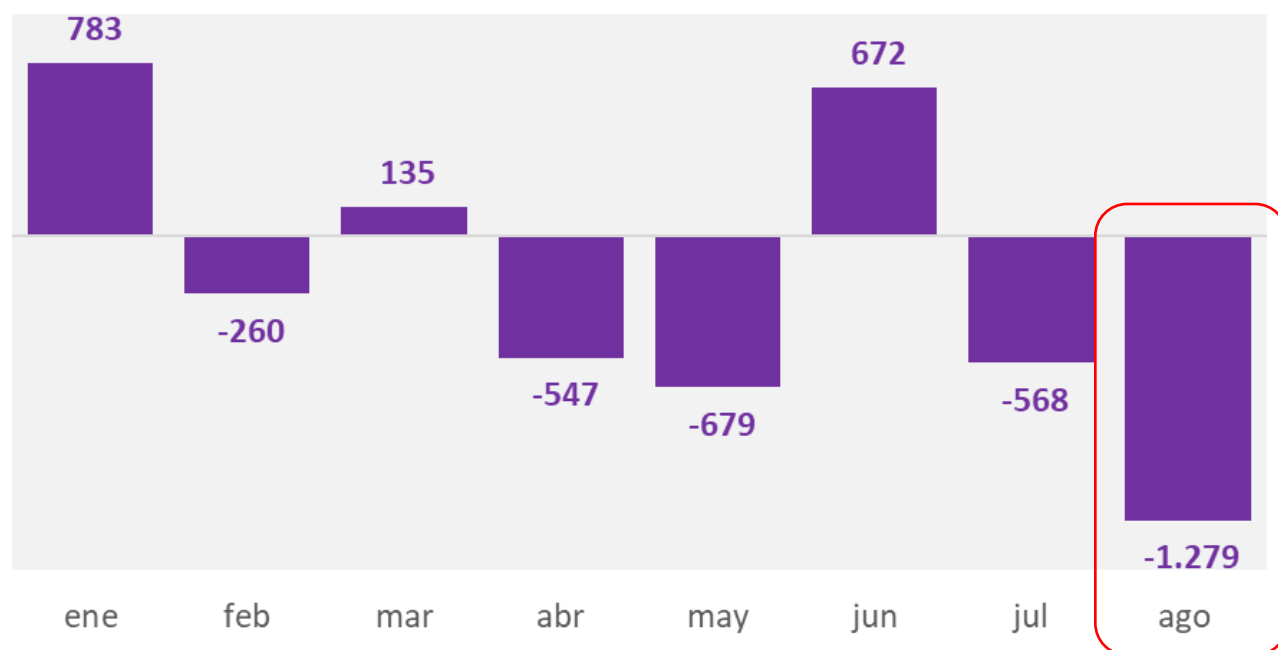
Si bien los nuevos bonos aún no están liquidados y podrán operarse de manera normal recién el lunes 07 de septiembre (en el caso de Estados Unidos un día después, debido a que el lunes la plaza estará cerrada por el “*labor day*”), durante la semana se podían negociar en pesos vía subastas en la rueda OTC (“*when and if*” o “*grey market*”). Si se observan los precios operados y se les aplica un dólar MEP o CCL observado en otros instrumentos (como las LEDEs, el principal utilizado hoy para dicha operatoria), *se observa que el viernes la curva ley local rindió en promedio 11,25%, mientras que la ley extranjera 11%, con el tramo corto (GD29 y GD30) en torno a 10,5%*. Si bien estos precios sirven como referencia, vale recordar que el volumen operado en el “*grey market*” es sustancialmente inferior al esperado para una rueda normal de dichos activos. Por esta razón, los precios y rendimientos mencionados deben ser tomados simplemente como eso: una referencia. *Recién el martes se conocerán precios más representativos, dado que la rueda del lunes también tendrá una particularidad: el mercado de Estados Unidos estará cerrado.*

Hacia adelante, el objetivo de compresión de spreads soberanos estará en torno a un rendimiento a 10 años del 10%, es decir: un riesgo país en torno a los 1.000 puntos. Ese debería ser el punto de partida para los bonos argentinos, con un destino de llegada en 8% si las cosas salen bien y 12% si las cosas salen mal. En este sentido, el principal componente de incertidumbre macroeconómica sigue siendo la brecha y su impacto en las reservas. Si bien durante la semana los dólares paralelos no tuvieron mucho mayor dinamismo, el lento andar del dólar oficial volvió a colocar la brecha por encima del 70%. Si se observa el dato de agosto, *la venta de reservas al sector privado estuvo por encima de los USD 1.275 millones, a lo que debe sumarse también ventas al Tesoro por USD 560 millones. Como si fuese poco, las estimaciones indican que en los primeros días de septiembre la intervención del BCRA en el MAE habría sido fuerte también, cercana a los USD 300 millones. De hecho, si se observa el volumen operado en dicho mercado el día 01/09 el mismo es el más alto de los últimos 3 meses.* Esto se debe, principalmente, a que el primer día hábil de cada mes se libera el cupo mensual de USD 200 “solidarios” por persona. Vale destacar que se estima para agosto un total de 5 millones de personas haciendo uso de ese derecho, récord histórico en la cantidad de compradores, muy por encima ya de los niveles de 2017/2018 o 2019.



## VENTAS NETA DE RESERVAS POR PARTE DEL BCRA A PRIVADOS

En millones de USD



Fuente: ICB Argentina en base a BCRA.

En otro ámbito de información, durante la semana el INDEC dio a conocer los datos del Índice de la Producción Industrial (IPI) y del Índice Sintético de la Actividad de la Construcción. Ambos experimentaron subas intermensuales en julio, en la medición desestacionalizada: +2% y +6%, respectivamente. Sin embargo, cuando se observa las tasas de crecimiento que mostraron dichos índices el mes anterior, se puede observar una clara desaceleración del rebote que venían mostrando. En parte, esta merma en el



crecimiento era esperable debido a que julio contiene el efecto de retorno a Fase 1 en el AMBA, por lo que se descontaba una desaceleración en la recuperación de la actividad.

Finalmente, en relación al mercado de renta variable, y pese a la fuerte contracción del mercado americano en las últimas dos ruedas semanales, *los activos argentinos supieron aguantar el bear market y el Merval medido en dólares CCL (usando GGAL) cerró el viernes en 364.*

## EVOLUCIÓN DEL Merval EN DÓLARES

En dólares CCL de GGAL



Fuente: ICB Argentina en base a TradingView.



## Estados Unidos

### Finalmente, el mercado americano corrigió y lo hizo con fuerza

*La semana bursátil en Estados Unidos puede dividirse fácilmente en dos partes: la primera de ellas abarca a las tres primeras ruedas de subas, donde los índices accionarios marcaron importantes alzas coronando dicho movimiento con una rueda muy positiva el día miércoles (subas superiores al 1%). A partir de allí, el ánimo de mercado cambió rotundamente y las fuertes subas en los indicadores de volatilidad comenzaron a disparar un fuerte sell-off desde la zona de máximos. Tal es así, que si se mira la evolución del SPX desde la zona de máximos del miércoles (USD 3.588) a la de mínimos del viernes por la mañana (USD 3.349), se observa una caída del 7% en menos de dos ruedas. Para el resto de los índices la situación fue parecida, el NASDAQ hizo lo propio marcando su mayor *beta* y entre máximo del miércoles y mínimo del viernes perdió el 10% de su valor, mientras que en igual comparación el DJIA cayó un 5%. Vale mencionar que, pese al negativismo reinante, desde los mínimos matutinos de la rueda del viernes pudo verse un rebote con cierta consistencia que permitió a los índices cerrar con bajas semanales de tan sólo el 2/3%.*

*En materia sectorial, las bajas fueron generalizadas el día jueves, donde el retroceso no distinguió entre sectores; pero algo menos disgregadas el viernes, donde sectores como el financiero, industrial, real state y materiales básicos, mostraron mejores performances.*



## EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DURANTE LA SEMANA

En % de variación desde el comienzo de semana, compresión 30 minutos



Fuente: ICB Argentina en base a TradingView y FINVIZ.

*Si bien las bajas tan bruscas sorprendieron a buena parte de los operadores, si se observaba el andar de los indicadores de volatilidad durante las semanas anteriores, podría concluirse que los últimos movimientos de suba no habían sido tan armónicos.* Incluso, en versiones anteriores mencionamos que la suba del VIX (Índice de Volatilidad Implícita en opciones del SPX) por encima de niveles de 25 podría estar marcando un límite al período de subas sin frente que tenemos desde comienzos de julio. Finalmente, la corrección llegó y con la misma la volatilidad (OTM) saltó de niveles de 25 a máximos locales de 40. Claro está que con la fuerte baja del jueves en los índices, el día viernes la volatilidad se retrajo levemente y, de hecho, los futuros del VIX muestran una pendiente negativa a partir de octubre. Esto puede estar



vinculado a que las alertas que prendió esta corrección, el salto del ratio put-call (de 0,30 a 0,79) y la contienda electoral en noviembre, vaticinan un escenario de mucha volatilidad en el corto plazo y, post-elecciones, un retorno hacia una tendencia más marcada.

En materia de datos, la semana tuvo varios indicadores que no dejaron mayores sorpresas: los PMI manufactureros y de servicios vinieron ambos en la zona de 56/57 (algo mejor que la proyección en el primer caso), el cambio en los datos de empleo fue de 428 mil puestos (contra 700 mil de previsión) y, finalmente, la creación de empleo no agrícola para el mes de agosto fue de 1,4 millones (en línea con lo esperado).

En relación al mercado de divisas, *el DXY rompió la racha bajista y consolidó un modesto rebote del 0,55% en la semana. De todos modos, la suba no le alcanzó para recuperar la zona de 93 y, aún más, sobre el cierre de la rueda del viernes volvió a mostrar cierta debilidad. Claro está que, por más debilidad que muestre hoy, si la corrección en equity continua la próxima semana la divisa americana seguirá con un comportamiento de fortalecimiento, producto de que continúa siendo la reserva de valor a nivel global y el activo a demandar para cobertura.* En línea con esto, la Reserva Federal tuvo un fuerte incremento de los stocks de bonos soberanos durante la semana, emitiendo para compras hasta por USD 28.000 millones, valor más alto desde los máximos registrados en mayo. Al respecto, vale aclarar que el dato de tenencias se informa de manera semanal todos los miércoles, con lo que aún no hay información disponible sobre la operatoria de la FED en los días jueves y viernes.



## EVOLUCIÓN DEL DOLLAR INDEX

En USD, compresión diaria



Fuente: ICB Argentina en base a TradingView.





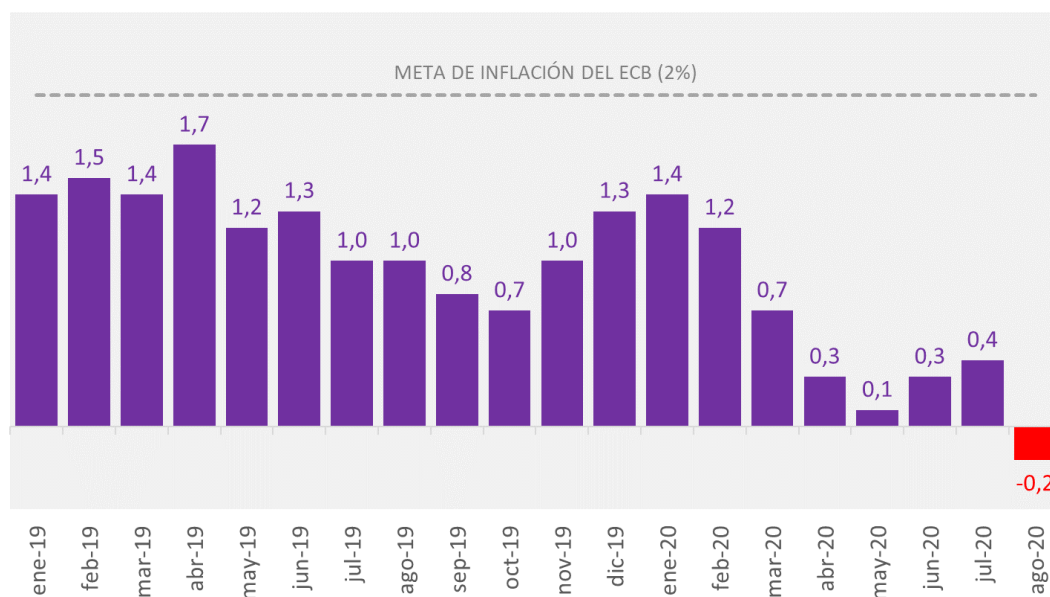
## Resto del Mundo

**Deflación en Europa y Oceanía en un contexto donde los bancos centrales ya no tienen mucho margen de maniobra... Australia tuvo su primera recesión en casi 3 décadas**

*La semana bursátil en el resto del mundo fue mala.* En Europa, las plazas registraron bajas de entre el 1% y 3%, siendo el FTSE británico el de peor desempeño. En dicho continente los datos de inflación conocidos el martes sumaron mucho pesimismo: *durante el mes de agosto los precios cayeron en la Unión Europea un 0,2% respecto a igual mes del año anterior. Este dato volvió a traer al mercado el medio de la posibilidad de que se consolide un proceso deflacionario en la región.* El dato positivo, al respecto, fue que la inflación núcleo para ese mismo mes creció 0,4%, aunque aún se encuentra muy por debajo del target.

### EVOLUCIÓN ÍNDICE DE PRECIOS DE LA ZONA EURO

En % de variación interanual



Fuente: ICB Argentina en base a Eurostat.



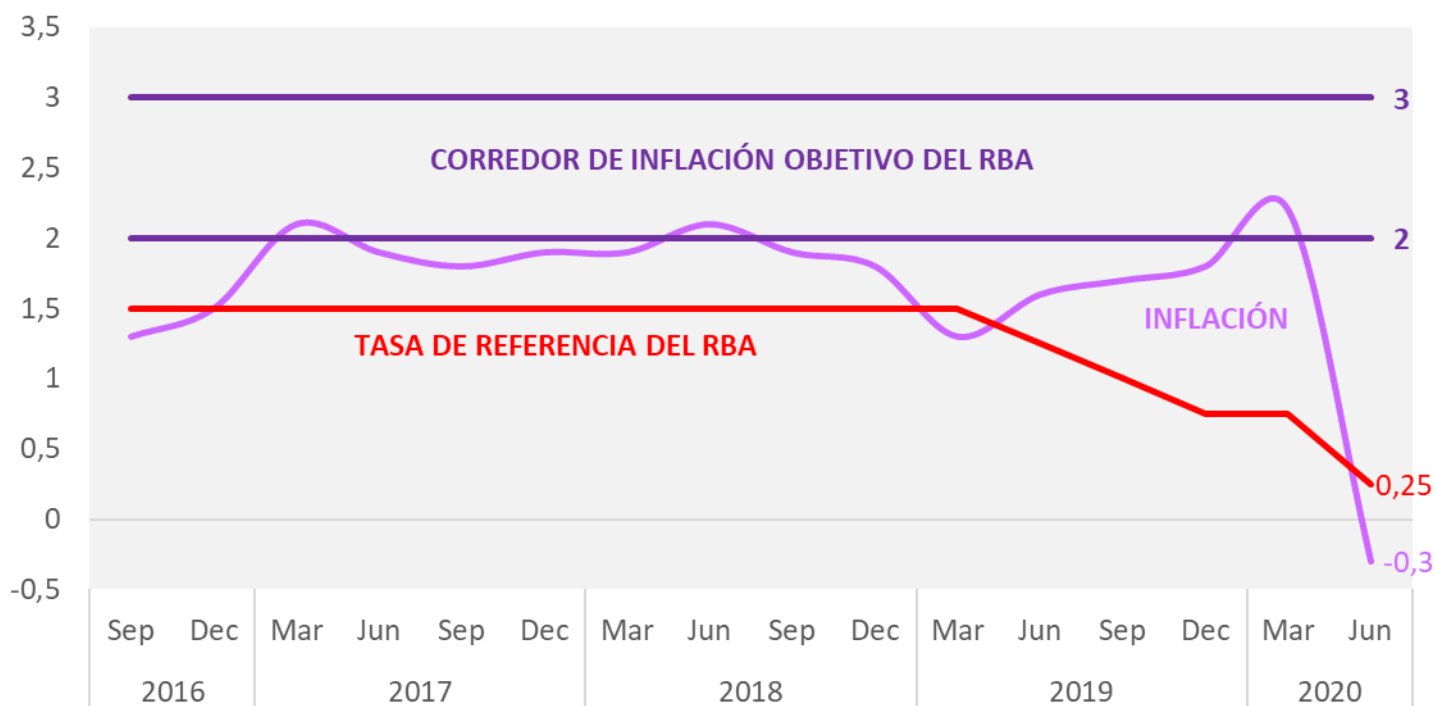
Producto de esta dinámica, donde también los datos de desempleo prendieron una nueva alerta, *el mercado comienza a mirar el accionar del Banco Central Europeo (ECB) a la espera de algún anuncio*. El principal problema allí, es que en materia de tasas el margen de maniobra de la autoridad monetaria actualmente es muy bajo: ya tiene las tasas pasivas en valores negativos (facilidad de depósitos) y la de referencia en 0%. A menos que quiera profundizar y generalizar más las tasas negativas, la principal vía para mejorar los incentivos y volver a poner a la inflación en valores más próximos a la meta del 2%, deberá venir asociado a los niveles y ritmos del QE del organismo. Actualmente, la emisión para combatir el Covid-19 se proyecta en EUR 1.350 millones, a un lento ritmo de EUR 20.000 millones mensuales. Justamente, *el jueves de la semana próxima la autoridad monetaria tendrá su reunión para decidir sobre tasas y QE*, con lo que el mercado europeo estará sumamente pendiente de los anuncios y la decisión que vaya a tomar el directorio y comunicar C. Lagarde.

En una situación similar se encuentra *la economía australiana donde los últimos datos de precios arrojan deflación y el margen para bajar la tasa es muy reducido. Tal es así, que durante esta semana la autoridad monetaria mantuvo las tasas de referencia en 0,25% (tanto la cash rate, como el target para los bonos del tesoro a 3 años)*. Un día después, se conocieron los datos de PBI que arrojaron una caída del 7% en el segundo trimestre y *confirmaron la primera recesión en la economía aussie desde 1991* (aunque si la medición se realiza tomando el PBI per cápita habría tenido, la menos, 3 escenarios de este tipo en dicho período).



## EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y LA TASA DE REFERENCIA EN AUSTRALIA

En % anuales y TNA



Fuente: ICB Argentina en base a RBA.

Finalmente, *el tono bajista de las ruedas del cierre de semana afectó fuertemente a los commodities*. El petróleo fue el que más sufrió, retrocediendo un 8% y volviendo -luego de varias semanas- a operarse por debajo de los USD 40/por barril. Los metales, que siguen siendo los productos primarios de mejor



performance en 2020, también se acoplaron a las bajas: tanto la plata, como el oro, retrocedieron en la semana un 2%, quedando este último por debajo de la zona de USD 1.950 la onza.



## EL TABLERO SEMANAL

PANEL FOREX	Últ. Precio	Variación Semanal	Variación YTD
DOLLAR INDEX	92,81	0,55%	-3,71%
EURUSD	1,18	-0,60%	5,69%
USDJPY	106,23	0,86%	-2,43%
GBPUSD	1,33	-0,55%	1,24%
AUDUSD	0,73	-1,17%	4,04%

PANEL CRIPTOS	Últ. Precio	Variación Semanal	Variación YTD
BTCUSD	10.626,41	-7,53%	47,72%
ETHUSD	393,01	0,20%	203,22%

PANEL COMMODITIES	Últ. Precio	Variación Semanal	Variación YTD
PETRÓLEO	39,49	-8,01%	-35,33%
ORO	1.940,70	-1,62%	27,72%
PLATA	27,10	-2,38%	52,01%
SOJA	903,75	0,00%	-4,16%
AZÚCAR	11,93	-5,54%	-11,10%
CAFÉ	134,65	6,53%	3,82%

PANEL INDEXS	Últ. Precio	Variación Semanal	Variación YTD
SPX 500	3.427	-2,31%	6,07%
DJIA	28.133	-1,82%	-1,42%
NASDAQ 100	11.313	-3,27%	26,09%
VIX	30,75	33,93%	123,15%
FTSE 100	5.799	-2,76%	-23,92%
DAX 100	12.843	-1,46%	-3,07%
CAC 40	4.965	-0,76%	-16,95%
IBEX 35	6.990	-2,01%	-26,80%
NIKKEI 225	23.205	1,41%	-1,91%
ASX 200	5.926	-2,44%	-11,35%

PANEL ARGY	Últ. Precio	Variación Semanal	Variación YTD
DÓLAR OFICIAL (MAYORISTA)	74,44	0,59%	24,28%
DÓLAR CCL	128,49	2,11%	72,68%
BRECHA	73%	2,55	48,37
MERVAL en ARS	45.075	-2,85%	8,17%
MERVAL en USD CCL	351	-4,85%	-37,36%
RIESGO PAÍS	2.151	0,19%	10,48%
Tasa PF BNA	33	0,00	-4,00
Bonos en ARS (TO21)	44,81	0,06	-68,80
Spread Bonos CER (TC21)	1,08	-0,11	-47,16
Inflación BEP	43,73	0,17	-21,64



## LO DESTACADO DEL CALENDARIO DE LA SEMANA QUE VIENE

### LUNES

Hora Argentina	País	Indicador
20:50	Japón	Dato de PBI

### MARTES

Hora Argentina	País	Indicador
6:00	Unión Europea	Dato de PBI
22:30	China	Dato de IPC

### MIÉRCOLES

Hora Argentina	País	Indicador
11:00	Canadá	Decisión de tasa de interés BoC

### JUEVES

Hora Argentina	País	Indicador
8:45	Unión Europea	Decisión de tasa de interés ECB
13:30	Canadá	Discurso de Macklem (BoC)

### VIERNES

Hora Argentina	País	Indicador
3:00	Gran Bretaña	Dato de PBI
3:00	Alemania	Dato de IPC
9:30	Estados Unidos	Dato de IPC