



14 de septiembre de 2020

UN REPASO RÁPIDO DE LO QUE DEJÓ LA SEMANA

Argentina

Con el canje terminado ahora el mercado espera que señales de normalización en la macro, mientras Estados Unidos sigue sumando presión

Los bonos ley extranjera (series GD) salieron a cotizar en Estados Unidos y el JP Morgan actualizó la cartera de bonos que utiliza para medir el EMBI Argentina, a través del cuál se calcula el Riesgo País. Producto de este cambio de la cartera, y tal como pasó en canjes anteriores, el spread soberano cayó 1.000 puntos base y se ubicó en torno a los 1.100 puntos. Al respecto, el cambio de cartera vino apenas unos días después de que la calificadora Standard & Poor's modificar la nota a la deuda Argentina desde Default Selectivo a CCC+ (para más información ver [aquí](#)). Claro está que tanto el rebalanceo de cartera, como la baja brusca del Riesgo País (incluso el cambio de S&P) ya estaban ampliamente descontado en los precios de los activos argentinos. Al respecto, también vale destacar que con la salida al mercado de las series Globales en Estados Unidos se pudieron operar bonos argentinos en dólares por primera vez desde el canje. Cabe recordar que en el mercado local esta operatoria comenzaría recién el lunes 14/09, producto de los 5 días hábiles de parking que se les aplicó a dichos bonos.

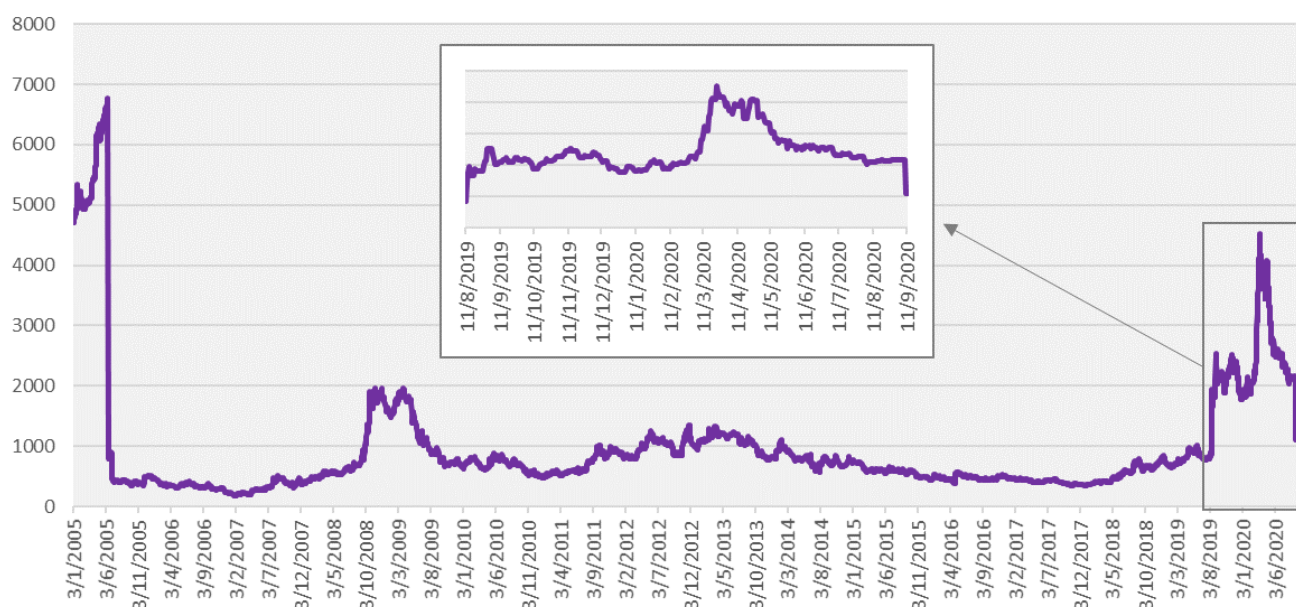
En concreto, el Riesgo País volvió a niveles similares a los de fines de 2019. Con Estados Unidos rindiendo un 0,5% en promedio (entre 0,26% y 1,42% para el tramo de notas y bonos entre 5 y 30 años) y una exit yield de Argentina próxima al 12%, naturalmente el spread soberano se ubicó en torno a los



1.100 puntos. La medición arroja un valor un tanto por encima de las previsiones, pero no deja de estar en línea con lo esperado.

EVOLUCIÓN DEL RIESGO PAÍS

En puntos base



Fuente: ICB Argentina en base a JP Morgan.

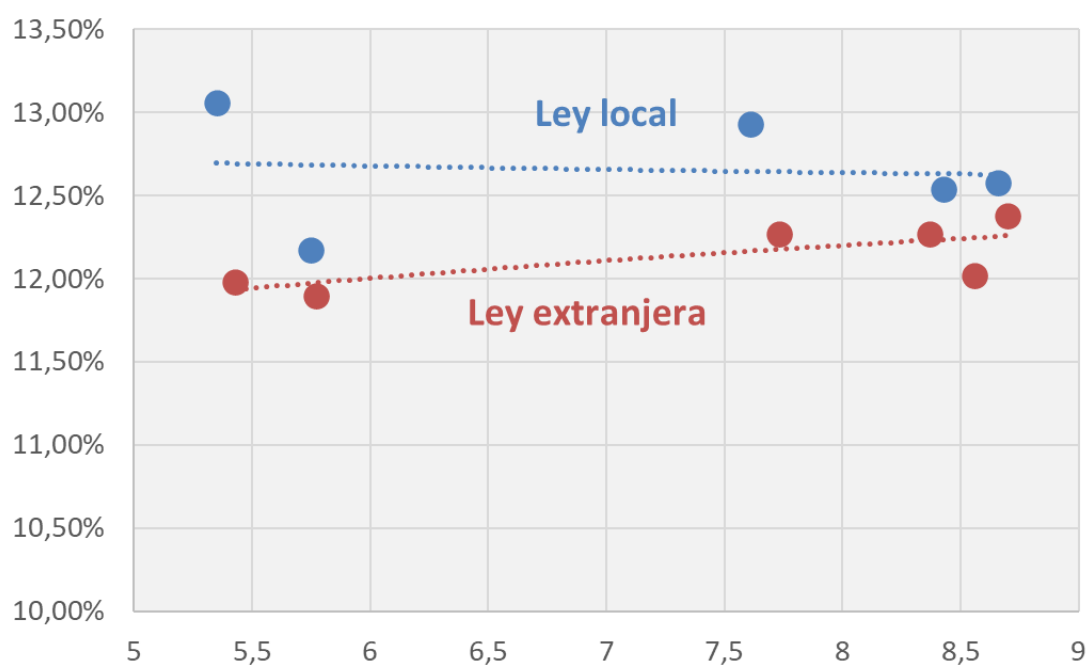
Con nuevo dato de Riesgo País, operatoria en dólares en USA y pesos en Argentina, finalmente el jueves se pudieron armar las curvas soberanas y comenzar a monitorear los precios y rendimientos de los activos soberanos. La rueda del viernes fue negativa producto de la continuidad de la corrección en Estados Unidos y los bonos bajaron levemente llevando los rendimientos a la zona de 12%. Como era de esperar,



los activos ley local (dolarizados a un dólar implícito en otros activos, por no tener aún cotización en dólares) rindieron cerca de 50 puntos base más que los ley extranjera.

CURVAS SOBERANAS

En TIR por DM



Fuente: ICB Argentina en base a Bloomberg.

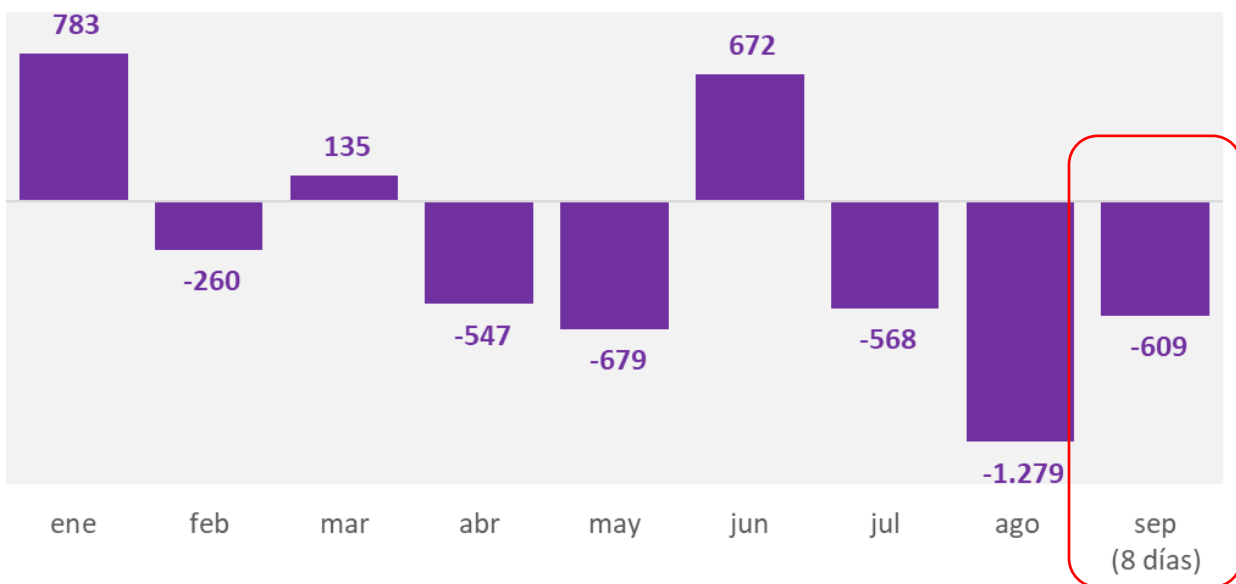
Este debut, no tan bueno como se esperaba, no sólo tiene que ver con la dinámica del mercado global durante la semana, sino también con dos factores que desalienta la toma de riesgo en bonos argentinos: el primer factor es el flujo de fondo de los bonos. Los mismo no realizarán pagos, sino hasta julio del año



2021. Asimismo, los cupones de los que parten todas las especies son sumamente bajos. Esto desalienta la compra para aprovechar el flujo de fondos, dado que los bonos no realizarán pagos relevantes hasta, al menos, el año 2025. En segundo lugar, y ya más relacionado con los problemas de corto plazo y la perspectiva de mediano, los fuertes desajustes macroeconómicos y su impacto en el mercado cambiario y las reservas del BCRA siguen generando fuertes incertidumbres sobre el futuro del esquema actual. *En los primeros 8 días de septiembre, el BCRA volvió a ser un fuerte vendedor neto en el MAE, entregó más de USD 600 millones y acumula en el año una sangría superior a los USD 2.300 millones.* Al respecto, la autoridad monetaria anunció esta semana que permitirá a los bancos ofrecer plazos fijos atados al dólar oficial, para tratar de desincentivar la dolarización con billetes y otorgar una tasa (en pesos, dado que no se desembolsa dólares hard) que compense las microdevaluaciones oficiales. Asimismo, complementará estos anuncios con la operatoria en el mercado de bonos (vale recordar que canjeó casi USD 15 mil millones de dólares en bonos ley local) tratando de bajar los paralelos y reduciendo la brecha.

VENTAS NETA DE RESERVAS POR PARTE DEL BCRA A PRIVADOS

En millones de USD



Fuente: ICB
Argentina en
base a BCRA.



En relación al dólar, durante el cierre de la semana se observó un fuerte rebote en los paralelos implícitos en ADRs: el CCL cerró el viernes, nuevamente, por encima de los 130 pesos. De este modo, la brecha volvió a niveles superiores al 70% y, según fuentes del mercado, el BCRA mantuvo sus posturas vendedoras en los últimos días de rueda (de los cuales aún no hay información oficial).

Mientras estos desajustes macro siguen poniendo en jaque al Banco Central, el Tesoro continúa aprovechando el cerco a los pesos para realizar buenas colocaciones en el mercado de deuda local. Realizó la primera colocación de septiembre (mes en el que, a diferencia de los anteriores, realizará 3 colocaciones y no 2) y se llevó ARS 84.558 millones, antes vencimientos apenas superiores a ARS 70.000 millones. Lo hizo a través de 3 letras (2 LEDEs y 1 LECER) y Boncer 2022, pagando tasas del 34/35% en fija y spread del 0,75% y 2% en CER. Asimismo, volvió a realizar prorratio, es decir, a rechazar posturas por casi ARS 8.000 millones. Producto de la gran cantidad de vencimientos del mes, la próxima semana volverá a salir a los mercados buscando renovar otros ARS 50.000 millones y cerrará el mes con una tercera colocación programada para el 28/09. *Vale destacar que a lo largo del año la relación colocaciones/vencimientos mejoró sustancialmente, logrando en agosto renovar el total de los vencimientos y conseguir un 60% extra de financiamiento neto, en lo que fue la mejor performance del Tesoro en lo que va de 2020.*

Finalmente, en relación al mercado de renta variable, *la resistencia de los ADRs argentinos mostrada durante las últimas dos semanas, ante las fuertes caídas de los índices americanos, fue vulnerada fuertemente el viernes.* Las caídas de dicha rueda fueron de entre el 2% y el 5% y el Merval CCL rompió finalmente el soporte de los USD 355, metiendo un cierre en la zona de USD 349. Al respecto, será clave ver cómo se desempeñan los principales ADRs desde dicha zona y, por supuesto, mucho dependerá también del tipo de rueda que tengamos en Estados Unidos: de continuar la corrección en los países desarrollados, es probable que los activos argentinos sufran aún más.



Estados Unidos

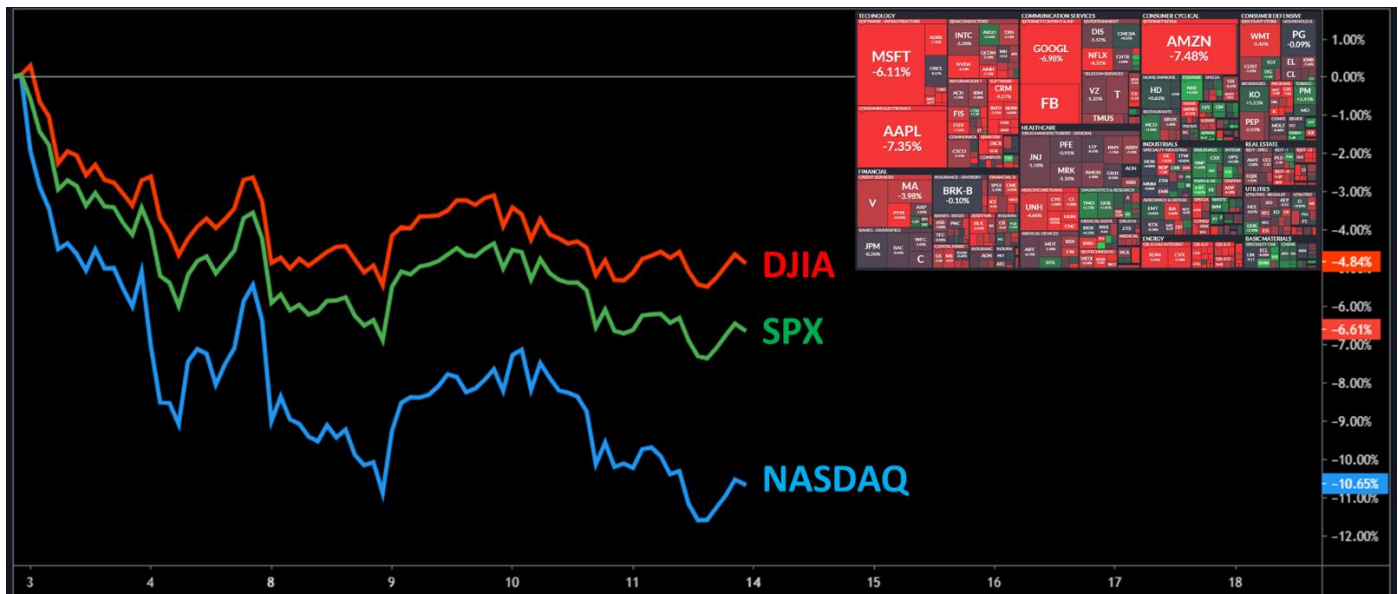
El mercado sigue corrigiendo arrastrado por tecnologías y ahora todos ponen la mirada en la reunión del miércoles de la FED

La corrección continuó con fuerza esta semana y los principales índices americanos volvieron a registrar bajas de entre el 2% y el 4% en una semana corta (por el feriado del lunes). *Con estos nuevos mínimos locales, los índices acumular caídas desde los máximos del miércoles 02/09 del 11% NASDAQ, 7% SPX y 5% DJIA. Justamente, en la segmentación sectorial lo que se observa es que el sell-off es mucho más fuerte en empresas tecnológicas que en el resto.* De hecho, sectores como industria, banca, consumo, real state y materiales básicos rebotaron el viernes y permitieron marcar un piso semanal (incluso llevaron a un cierre negativo en el SPX y DJIA ese día). *Vale destacar también que, si bien la ruedas tuvieron cierres negativos, la volatilidad implícita cayó durante todas las ruedas y esto puede estar marcando un agotamiento de la incertidumbre y el pesimismo.* El primer día de la semana el VIX (volatilidad implícita en opciones del SPX) llegó a marcar un máximo en la zona de 35, mientras que al cierre del viernes se estaba negociando en 26. Si bien todavía no se observan descensos en el ratio de volumen PUT/CALL (en torno a 1), lo cual confirmaría un menor apetito por cobertura, las reducciones en las volatilidades OTM pagadas pueden estar anticipando un futuro escenario de rebote.



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.

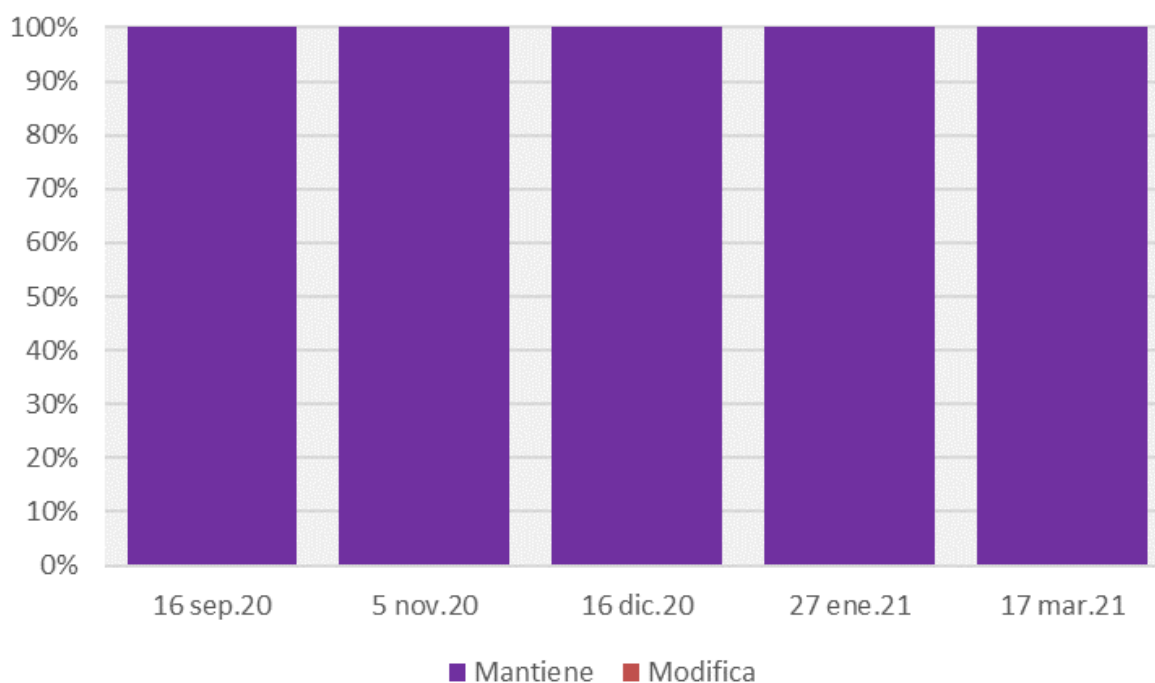
En materia de datos, la semana tuvo dos momentos relevantes: el jueves con los pedidos de seguro de desempleo, que vinieron en 884 mil, en torno a la previsión y continúan por debajo del millón. Y el viernes el dato de precios: el IPC sin alimentos y energías (un dato al cuál el mercado presta mucha atención) arrojó una suba del 1,7% interanual, levemente por encima de lo esperado y esto fue bien recibido dado que muestra que existe cierto nivel de puja o poder de convalidación de precios por la actividad. *Al respecto, estos datos serán, seguramente, uno de los insumos fundamentales del FOMC de la Reserva Federal para la decisión de tasas y QE que realizará el miércoles de esta semana. Si bien el mercado descuenta casi con certeza que no habrá cambios al menos hasta dentro de algunos años (las probabilidades en los futuros de tasa de fondos federales así lo descuentan, 100% de probabilidad de no-*



cambio), será interesante escuchar las declaraciones de J. Powell luego de la última meeting donde cambió de manera rotunda el marco teórico que usa el organismo. Como si fuese poco, como en 4 de las 8 reuniones anuales, para la meeting del miércoles se espera que el organismo entregue las proyecciones económicas que realizaron sus miembros y el Dot Plot.

PROBABILIDAD DE CAMBIOS EN LA TASA DE LA FED POR REUNIÓN

En % de probabilidad



Fuente: ICB Argentina en base a CME Group.



En relación al mercado de divisas, *el DXY volvió a tener una semana con saldo positivo. Subió 0,5%, pero no logró alcanzar los 93,5. Obviamente, este movimiento alcista tiene como principal driver la corrección en los mercados internacionales y el aumento de la incertidumbre a nivel global.* En línea con esto, la Reserva Federal tuvo una de las semanas de menor compra de activos soberanos del año: incrementó el stock en apenas USD 7.000 millones y ayudó a consolidar el valor del dólar en los mercados de divisas.

EVOLUCIÓN DEL DOLLAR INDEX

En USD, compresión diaria



Fuente: ICB Argentina en base a TradingView.



Resto del Mundo

Europa rebotó comandada por las principales plazas, mientras el ECB mantuvo las tasas y el ritmo del QE

Está claro que la performance bursátil de las plazas europeas no ha sido de lo más agresivo. Como ya vimos en otras ediciones, la situación previa al Covid-19 para Europa era bastante compleja: crisis de deuda en varios países, salida del Reino Unido del bloque (Brexit), fuerte estancamiento económico y casi nula presión de precios. Cuando se coteja esta realidad con la del resto de las economías desarrolladas se puede explicar el por qué del rebote mucho más dinámico en el resto del mundo. Si bien la trayectoria desde los mínimos de marzo sigue siendo bastante magra, durante esta semana las plazas europeas rebotaron con bastante ímpetu: +4% el FTSE, +3% el DAX, +1% el CAC.

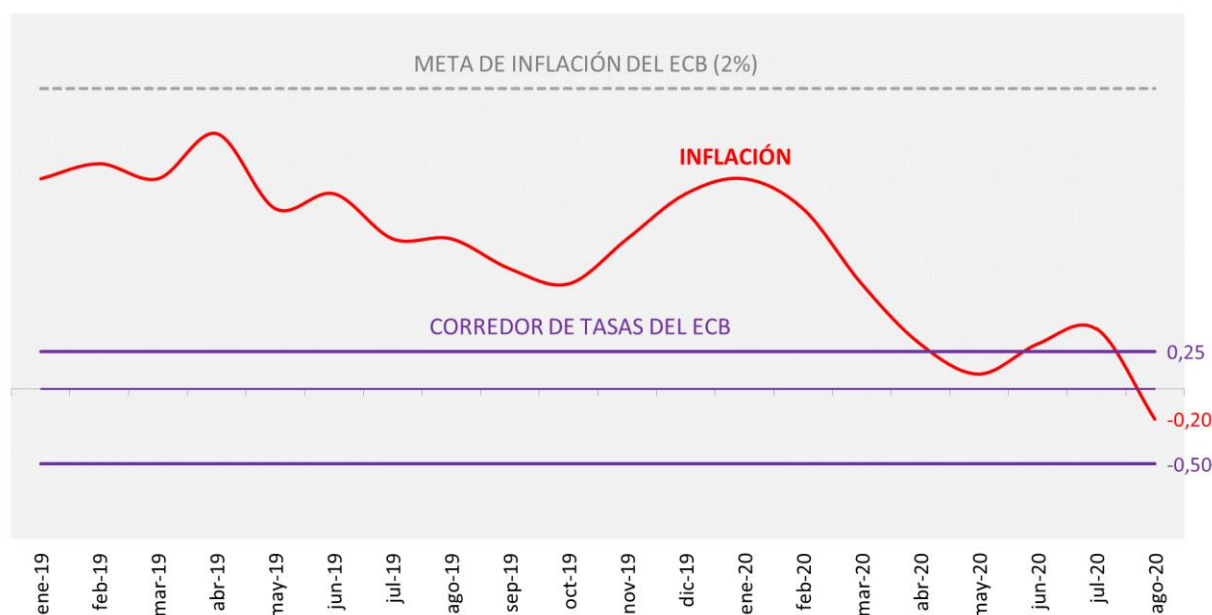
La razón de estas subas puede encontrarse principalmente en la ausencia de malas noticias. *Los datos de PBI de la Unión Europea y el Gran Bretaña levemente mejor de lo esperado, más la decisión del ECB de mantener tasas y QE permitieron dar cierta estabilidad al recuperar el precio de los activos. Justamente esto último fue el plato fuerte de la semana. El día jueves el Banco Central de Europa decidió mantener los tipos de interés en 0,25 (facilidad de crédito a 1 día), 0% (refinanciación a 7 días) y -0,5% (facilidad de depósitos a 1 día), pese al último dato de deflación. Asimismo, mantuvo el target para el QE hasta junio de 2021 en un valor de EUR 1.350.000 millones, a un ritmo promedio de EUR 20.000 mensuales.* Si bien la noticia estaba descontada, el mercado continúa expectante a la espera de nuevos incentivos y anuncios, dado que los niveles de precios, tasas y ritmo de emisión, parecen quedarse algo cortos en relación a lo que está realizando el resto de los bancos centrales. Esto se manifiesta muy claramente en el valor de la divisa: en lo que va del 2020 el Euro ganó un 6% en relación al dólar americano. Esto implica un serio desgaste de la competitividad vía precio para los productos europeos en relación con sus pares americanos. Si bien la veda en el comercio internacional hace que hoy dicho indicador no sea relevante, cuando la situación comercial se normalice a nivel global, los productos europeos partirán de una



situación de desventaja similar a la de 2018. Como si fuese poco, y venimos mencionando, la desvalorización relativa del dólar americano no parece haber llegado a su punto cúlmine aún.

EVOLUCIÓN DE INFLACIÓN Y TASAS EN LA ZONA EURO

En % de variación interanual



Fuente: ICB Argentina en base a Eurostat y ECB.

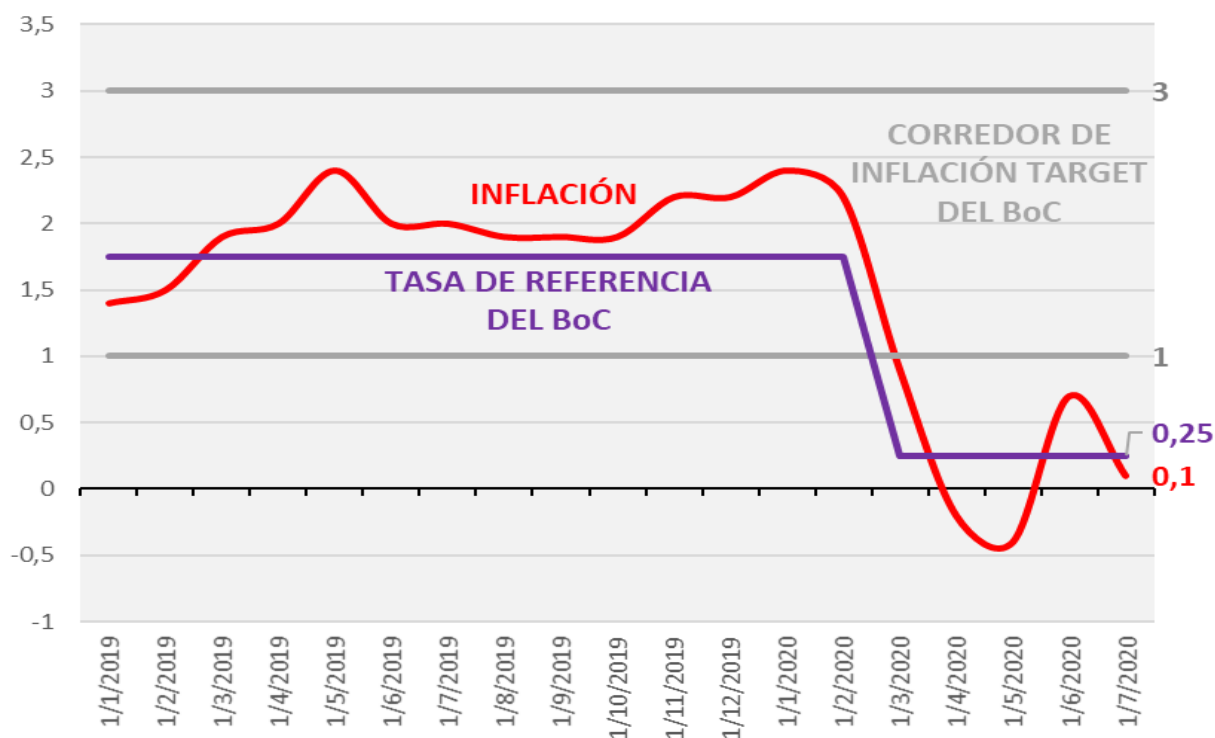
Por su parte, *el Bank of Canada hizo lo propio y mantuvo también la tasa de referencia y el ritmo del QE. La autoridad volvió a ratificar el target de tasa en 0,25%, incluso cuando la inflación vino por debajo de dicho valor y la meta de inflación de entre el 1% y el 3% luce bastante lejana.* En relación a la compra



de activos con emisión, también mantuvo el nivel de CAD 5.000 millones por semana en activos soberanos.

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y LA TASA DE REFERENCIA EN CANADÁ

En % anuales y TNA



Fuente: ICB Argentina en base a BoC.

Finalmente, *el tono bajista de la semana afectó de manera muy disímil a los commodities*. El petróleo fue el que más sufrió, retrocediendo otro 5% y operándose sobre el cierre del viernes a USD 37/barril. El



oro, en cambio, tuvo un leve reboto sobre el cierre de la semana y logró mantener los niveles de USD 1.950 la onza. Por último, la soja sigue su camino ascendente descontando probables problemas en la próxima campaña y alcanzó niveles próximos a los 1.000 centavos de dólar el bushel (unidad de medida usada en el mercado de Chicago).



EL TABLERO SEMANAL

PANEL FOREX	Últ. Precio	Variación Semanal	Variación YTD
DOLLAR INDEX	93,27	0,50%	-3,24%
EURUSD	1,19	0,09%	5,78%
USDJPY	106,14	-0,09%	-2,51%
GBPUSD	1,28	-3,60%	-2,40%
AUDUSD	0,73	0,01%	4,06%

PANEL CRIPTOS	Últ. Precio	Variación Semanal	Variación YTD
BTCUSD	10.396,53	-2,16%	44,52%
ETHUSD	375,16	-4,54%	189,45%

PANEL COMMODITIES	Últ. Precio	Variación Semanal	Variación YTD
PETRÓLEO	37,39	-5,32%	-38,77%
ORO	1.948,10	0,38%	28,21%
PLATA	26,93	-0,65%	51,03%
SOJA	996,00	2,89%	5,62%
AZÚCAR	11,93	0,00%	-11,10%
CAFÉ	131,40	-2,41%	1,31%

PANEL INDEXS	Últ. Precio	Variación Semanal	Variación YTD
SPX 500	3.341	-2,51%	3,41%
DJIA	27.666	-1,66%	-3,06%
NASDAQ 100	10.854	-4,06%	20,96%
VIX	26,87	-12,62%	94,99%
FTSE 100	6.032	4,02%	-20,86%
DAX 100	13.203	2,80%	-0,35%
CAC 40	5.034	1,39%	-15,79%
IBEX 35	6.943	-0,67%	-27,29%
NIKKEI 225	23.406	0,87%	-1,06%
ASX 200	5.859	-1,12%	-12,34%

PANEL ARGY	Últ. Precio	Variación Semanal	Variación YTD
DÓLAR OFICIAL (MAYORISTA)	74,91	0,63%	25,07%
DÓLAR CCL (GGAL)	131,01	1,96%	76,06%
BRECHA	75%	2,28	50,65
MERVAL en ARS	45.840	1,70%	10,00%
MERVAL en USD CCL	350	-0,26%	-37,52%
RIESGO PAÍS	1.108	-48,49%	-43,09%
Tasa PF BNA	33	0,00	-4,00
Bonos en ARS (TO21)	42,35	-2,46	-71,26
Spread Bonos CER (TC21)	1,89	0,81	-46,35
Inflación BEP	40,46	-3,27	-24,91



LO DESTACADO DEL CALENDARIO DE LA SEMANA QUE VIENE

LUNES

Hora Argentina	País	Indicador
22:30	Australia	Minutas del RBA
23:00	China	Ventas minoristas

MARTES

Hora Argentina	País	Indicador
3:00	Gran Bretaña	Tasa de Desempleo (jul)

MIÉRCOLES

Hora Argentina	País	Indicador
3:00	Gran Bretaña	Dato de IPC
9:30	Estados Unidos	Ventas minoristas
9:30	Canadá	Dato de IPC
15:00	Estados Unidos	Decisión de tasas de la FED
19:45	Nueva Zelanda	Dato de PBI
22:30	Australia	Dato de desempleo

JUEVES

Hora Argentina	País	Indicador
0:00	Japón	Decisión de tasas del BoJ
8:00	Gran Bretaña	Decisión de tasas del BoE

VIERNES

Hora Argentina	País	Indicador
9:30	Canadá	Ventas minoristas
11:00	Estados Unidos	Sentimiento del consumidor