



AGENTE DE VALORES S.A

# Bonos en Dólares

*Análisis y perspectivas de la corrección.*

---

Ruta 8 - KM 17500 - Zonamerica - Edificio Biotec - Of 018

Montevideo, Uruguay - Tel: +598 2518 2340

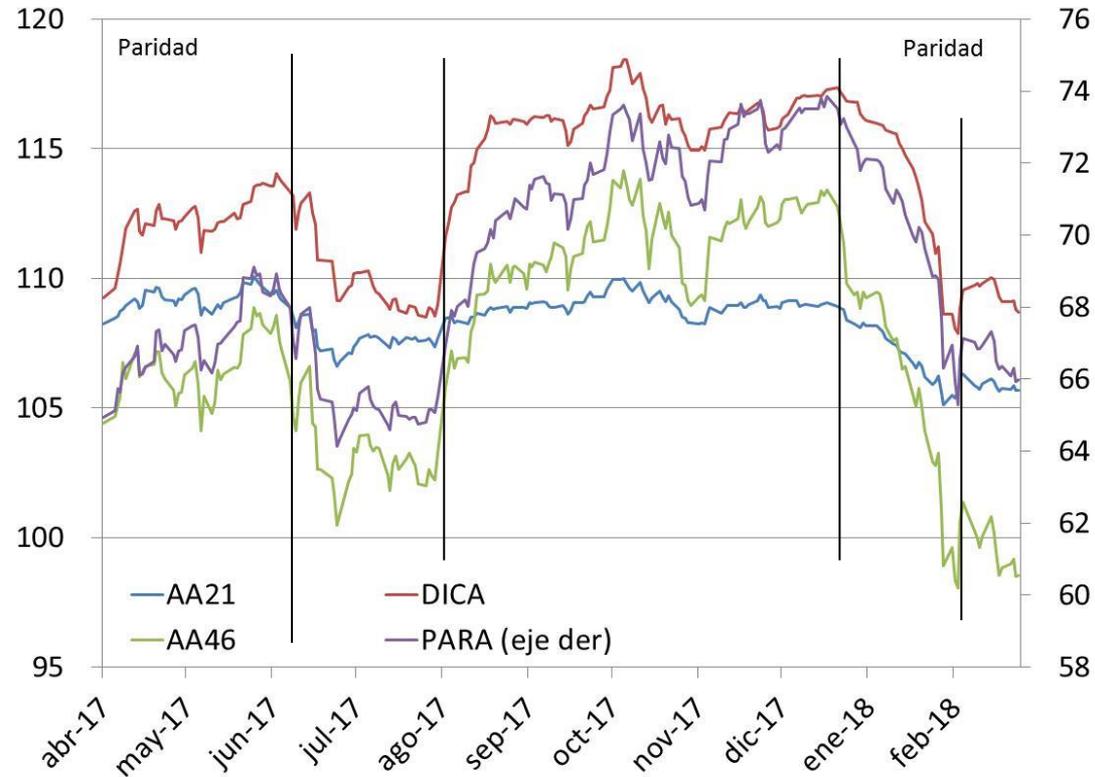
juan@sekoia.com.uy - www.sekoia.com.uy

# Introducción

- Los bonos en dólares sufrieron una importante corrección en las últimas semanas, perdieron todo el terreno ganado durante el 2017. Durante el *Resumen* haremos siempre referencia a las paridades, que no es otra cosa que el precio limpio en dólares (sin tener en cuenta el interés corrido y el esquema de amortización).
- Principalmente los bonos tienen dos riesgos: riesgo de impago y riesgo de precio. El debate sobre la probabilidad de default lo dejamos para un próximo *Resumen*, pero adelantamos que **con cierta prudencia fiscal (cumplimiento de metas) y crecimiento modesto, la deuda argentina transita por un sendero sostenible.**
- El riesgo de precio representa los cambios en la cotización de los títulos frente a las variaciones en las tasas de interés. Por su parte, la tasa tiene dos componentes. Uno es el riesgo propio del título, para los bonos soberanos es el famoso riesgo país. El otro componente del rendimiento es la tasa libre de riesgo. Como mínimo, le exijo al título la tasa de un bono americano con similar duration. **Notaremos que la reciente caída se explica mucho más por cuestiones domésticas que por cambios en el contexto internacional.**

# La Corrección

- **La caída en las paridades pegó fuerte. Naturalmente los títulos de mayor duration, más importantes son las oscilaciones en las cotizaciones frente a cambios en las TIRs, fueron los más afectados.**
- **Los bonos prácticamente volvieron a los niveles de hace 12 meses, borrando el excelente desempeño del 2017.**
- Con lo cual, el rendimiento acumulado desde el 2017 a la fecha es muy similar a los cupones corrientes de renta.
- Los bonos también habían tenido un fuerte tropezón en julio de 2017, con el adelantamiento de CFK en las encuestas.
- Sin embargo, **luego del resultado de las PASO hasta prácticamente fines de año, el desempeño de precios había sido formidable.**

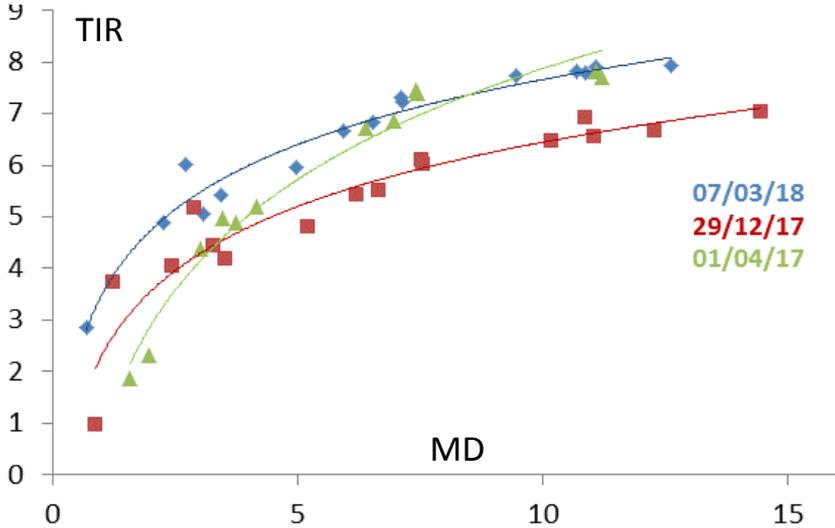
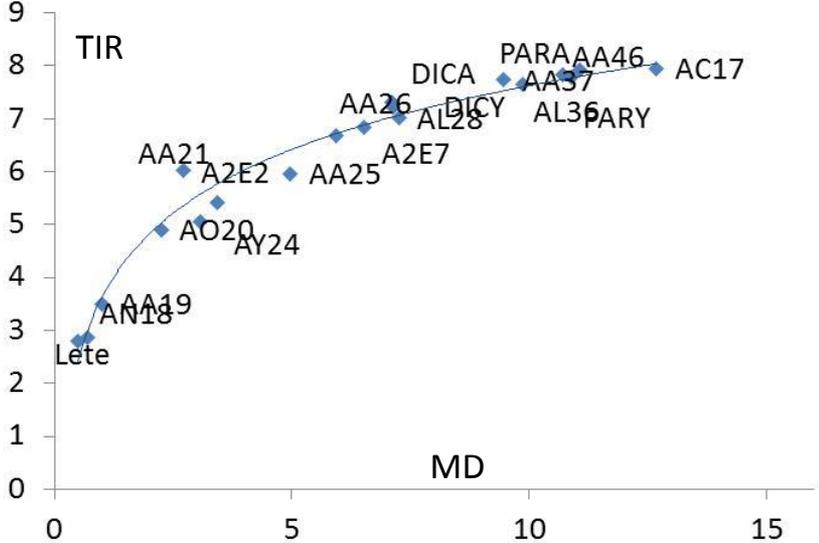


# La Curva de Rendimientos

- En términos de rendimiento vemos claramente la corrección. La fuerte caída de paridades tiene como contrapartida un aumento de las TIRs.

	Rendimientos (TIR de cartera)			DURATION
	07/03/2018	29/12/2017	01/04/2017	
Conservadora	4,8%	3,6%	4,1%	2,4
Moderada	6,0%	4,9%	5,9%	5,0
Agresiva	7,7%	6,5%	7,6%	9,7

- El costo de financiamiento para el país aumentó prácticamente en 100 puntos básicos. En términos de cartera, hoy puedo invertir a la misma duration consiguiendo un punto más en relación a fines del 2017.
- Volvimos un año para atrás. Prácticamente el mismo costo de fondeo y casi idénticos rendimientos.
- Tan sólo dos meses de caída borraron un año entero de suba. Activo riesgoso por definición.



# Motores de la caída

- El primer candidato, como de costumbre, es la tasa americana. Desde comienzos de año a la fecha el rendimiento de los Treasuries a 10 años se incrementó unos 40 puntos básicos. La suba en nuestras tasas tiene un componente doméstico.
- La dinámica del riesgo país lo muestra claramente. Este indicador no es otra cosa que el diferencial de rendimientos entre los títulos soberanos y un bono Norteamericano.
- **Como se ve el cuadro, nuestro riesgo subió un 17% contra un incremento promedio del 2,4% para las economías emergentes en este 2018.**
- Es más, en lo que va del año, el riesgo país promedio de las economías “ordenadas” de la región (todos menos Ecuador, Venezuela y Argentina) prácticamente no sufrió cambios.
- **Las causas de la caída en las paridades hay que buscarlas puertas adentro.**



	RIESGO PAIS	VAR. EN 2018
<b>PROMEDIO</b>	<b>337</b>	<b>2,43%</b>
<b>ARGENTINA</b>	<b>414</b>	<b>17,95%</b>
BRASIL	239	-0,42%
COLOMBIA	180	3,45%
ECUADOR	536	16,78%
MALASIA	107	-0,93%
EGIPTO	379	-3,56%
MEXICO	184	-2,65%
INDONESIA	168	7,01%
PANAMA	117	4,46%
PERU	118	6,31%
POLONIA	51	13,33%
RUSIA	160	-10,11%
SUDAFRICA	202	-8,18%
TURQUIA	299	3,82%
UCRANIA	430	-0,46%
URUGUAY	149	2,05%

# Rendimientos Relativos

- En términos comparativos, esta baja nos dejó prácticamente en la cola de las economías emergentes. Muy pocos países se financian tan caros como nosotros, pocos títulos soberanos rinden tanto.
- Claramente, durante este año el mercado perdió confianza en el sendero trazado por el Gobierno. El costo de financiar el gradualismo subió.
- El Gobierno suele celebrar la baja en el costo de fondeo en relación a la gestión anterior, realmente pone la vara demasiado baja. El detalle de los bonos emergentes a continuación, todos muy parecidos en términos de duration, deja en evidencia el altísimo rendimiento de nuestros títulos.
- El Ministerio de Finanzas salió rápido a la cancha en la primera semana del año y consiguió cerca de USD 9.000 millones en tres nuevos bonos (A2E3, A2E8 y AE48). Estos títulos ya cotizan bajo la par luego de la caída. De repetir esta emisión hoy, el costo de fondeo subiría exactamente en 100 puntos básicos.

Brasil	BRAZIL 4 5/8 01/13/28	USD	4.83%
Mexico	MEX 3 3/4 01/11/28	USD	4.24%
Colombia	COLOM 3 7/8 04/25/27	USD	4.14%
Chile	CHILE 3 1/8 01/21/26	USD	3.38%
Perú	PERU 4 1/8 08/25/27	USD	3.60%
Argentina	ARGENT 5 7/8 01/11/28	USD	6.75%
Panamá	PANAMA 3 7/8 03/17/28	USD	3.75%
Costa Rica	COSTAR 4 3/8 04/30/25	USD	5.18%
Rep. Dominicana	DOMREP 5.95 01/25/27	USD	5.19%
Turquía	TURKEY 6 03/25/27	USD	5.65%
Rusia	RUSSIA 12 3/4 06/24/28	USD	4.40%
Grecia	GGB 3 3/4 01/30/28	EUR	4.29%

# ¿Del Optimismo al Pesimismo? Calma, calma.

- **La percepción por parte de los agentes de económicos sobre la marcha de la política y la economía empeoró sustancialmente durante el último trimestre.** Los indicadores blandos muestran un claro retroceso: la confianza del consumidor (UTDT), la inflación esperada (REM BCRA), la percepción sobre la situación económica y el apoyo a la gestión del Presidente (D'Alessio Irol/Berensztein), todos muestran un deterioro.
- Creo que este es el principal motor en la caída en las paridades. Claro está que **la suba en la tasa americana** (40pb como mencionamos) en algún punto siempre **influye, pero el deterioro en la confianza en la gestión y el rumbo económico explican la mayor parte del incremento en el riesgo país.**
- Subió el tipo de cambio, se ajustaron las tarifas y se liberalizó el precio de los combustibles. Combo letal para el poder de compra antes de las paritarias. **Salarios viejos y precios nuevos es la principal causa de la caída en la confianza del consumidor y el deterioro en la imagen del Gobierno.** Más que falta de timing, creo que **el Gobierno confía (a veces por demás) que puede revertir una especie de “estacionalidad pesimista” en la primera parte del año por una “estacionalidad optimista” en la segunda parte.** En el 2017 logró exitosamente mover la percepción en la segunda parte del año.
- **La suba del riesgo país actual** tiene además otros componentes. A mi juicio, varias **descoordinaciones en el manejo macroeconómico (cambiario en particular) y la baja drástica en la proyección de la cosecha gruesa** jugaron fuerte en la percepción de los inversores.

# Perspectivas

- Como mencionamos en varias oportunidades, **a mediano plazo el riesgo país y las paridades están atadas a la sostenibilidad de la deuda. En el corto plazo nuestros títulos seguirán mostrando una mayor volatilidad en relación a los pares de la región.** Lo que todos sabemos, a mayor rendimiento, mayor riesgo (volatilidad). La foto actual claramente preocupa, déficits gemelos mayores al 5% nos dejan muy expuestos a los vaivenes del mercado internacional.
- Sin embargo, **creo que el riesgo país encontrará un techo, no muy lejano al actual.** En un **escenario medianamente optimista, donde se cumplen las metas fiscales propuestas, la tasa a la cual nos endeudamos se mantiene en torno al 5% (estos niveles) y somos capaces de crecer al 2,5% anual, la dinámica de deuda es sostenible.** Dejamos el detalle de los cálculos para un próximo *Resumen*, pero con estos supuestos, en unos años la deuda se estabilizaría en un nivel prudente (rango 36%-40% del PBI en 2020-2021), tendríamos un déficit fiscal manejable (debajo del 2%) y mucha menor presión sobre el tipo de cambio y las cuentas externas.
- ¿En este escenario las paridades de los bonos locales debería incrementarse? En principio **sólo significa que el riesgo país bajaría.** El **efecto neto en las paridades también dependerá de lo que pase con la tasa libre de riesgo (USA).** Sin embargo, **como esta influye en el resto de los activos,** creo que **en términos relativos nuestros títulos volvieron a estar baratos.**
- **Esta conclusión tiene como pilar cierto (no demasiado) optimismo, nuestra convergencia con la latinoamérica ordenada desde la macro (no estamos hablando del desarrollo Coreano, Israelí o Irlandés) ¿El escenario negativo? Que la economía salga de la senda de crecimiento y comience a caer la actividad. En este escenario, las chances de reelección para Cambiemos disminuyen y los bonos seguramente se verán más golpeados. Por el momento, la economía se sigue moviendo en torno al 2,5%/3,5% anual, niveles que le alcanzaron al oficialismo para ganar las elecciones de medio término.**

# Buen fin de semana

SÁBADO	DOMINGO
Min 22°C   Max 34°C	Min 17°C   Max 27°C
<b>MAÑANA</b>  Cielo algo nublado. Vientos leves del sector norte.	<b>MAÑANA</b>  Cielo nublado. Probabilidad de precipitaciones. Mejorando con nubosidad en disminucion. Vientos moderados del sector sur.
<b>TARDE/NOCHE</b>  Nubosidad en aumento. Tiempo desmejorando hacia la noche. Vientos leves del sector norte, cambiando a regulares del sector sur con ráfagas.	<b>TARDE/NOCHE</b>  Cielo algo o parcialmente nublado. vientos leves del sudeste.