

INFORME SEMANAL DE RENTA FIJA

21 DE SEPTIEMBRE DE 2020

MERCADO DE DEUDA. NUEVAS REGLAMENTACIONES CAMBIARIAS DETERIORAN EL HUMOR DEL MERCADO

DEUDA EN DÓLARES.

La semana pasada, la deuda argentina en dólares operó fuertemente a la baja respecto de los niveles de la semana anterior. Recién empezaban a operarse contra dólares los nuevos bonos tanto locales como internacionales en el mercado local cuando el martes por la noche se conoció una nueva circular del BCRA que afectó el humor del mercado. La nueva reglamentación extiende los tiempos de parking para la transferencia de títulos a o desde el exterior a 15 días, cuando se hayan comprado o se quiera vender en pesos, y elimina la necesidad de parking en caso de que se quiera pasar de dólares a pesos (vía compra de títulos contra dólar ya sea MEP o cable y venta en pesos) para las personas físicas. Adicionalmente, se establece un nuevo impuesto a la compra de dólares, esta vez del 35% que podrá ser descontado de ganancias en caso de corresponder y se establece que los consumos en dólares de las tarjetas de crédito se descontarán del cupo mensual de US\$ 200. Esta nueva restricción dio un nuevo impulso al dólar bolsa y al contado con liquidación. Además, las personas físicas no residentes no podrán vender títulos valores contra dólares.

Otro tema provocó mucho ruido y afectó al humor del mercado: la restricción del acceso a mercado cambiario oficial a las empresas para el repago de sus obligaciones en dólares. La normativa sólo estaría permitiendo acceso a las empresas que refinancien los vencimientos de deudas externas programados hasta el 31 de marzo de 2021, por un plazo promedio de 2 años, podrán acceder al MULC para cancelar hasta el 40% del pago del principal. Esto aplicará a las empresas con vencimientos mensuales mayores a USD 1 millón.

Si bien un repago de capital del 40% es mejor a lo visto en casi todas las propuestas de reestructurar títulos vistas hasta ahora -la más cercana es la que hizo Banco Hipotecario y comentábamos la semana pasada con un monto en efectivo de USD 35 y USD 65 en Bonos al 2025 en la etapa temprana de su canje-, se entiende la necesidad del gobierno de conservar al máximo sus reservas. La forma de lograr el objetivo es cuestionable, dado que las empresas venían buscando renovar sus vencimientos de la mejor manera que podían en el mercado, y se

especulaba que el canje de deuda soberano ayudaría a facilitar dicha situación, con spreads del soberano tendiendo a comprimirse.

En la semana, lo que se observó en el mercado de deuda fue la ampliación de spreads, producto de un nuevo cambio de reglas, aumentando el riesgo país. Las curvas de deuda ley internacional y ley local se desplazaron fuertemente al alza en la semana y se encuentran totalmente planas. Nuevamente se sigue observando que el spread entre ley local e internacional es muy reducido.

Deuda Ley internacional (precios en dólares cable)

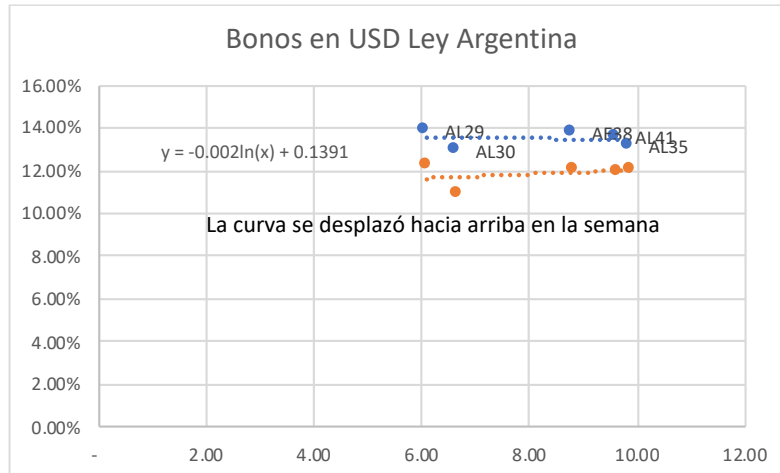
MERCADO BONOS NUEVOS USD										
Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Duration	M Duration	Vencimiento	Cupón	Código		
Arg 29	6310	47	14.12%	5.96	5.76	9-Jul-29	1%	GD29		
Arg 30	6075	44.17	13.78%	6.48	6.32	9-Jul-30	Step Up	GD30		
Arg 35	5350	39.2	13.57%	9.58	9.40	9-Jul-35	Step Up	GD35		
Arg 38	6150	44.56	13.44%	8.51	8.51	9-Jan-38	Step Up	GD38		
Arg 41	5200	40	13.18%	9.25	9.34	9-Jul-41	Step Up	GD41		
Arg 46	5200	39	13.51%	9.04	9.14	9-Jul-46	Step Up	GD46		

MERCADO BOI			
Título	Variación Precio Pesos	Precio USD	Cambio TIR Pbs
Arg 29	-6.9%	-10.9%	216.4
Arg 30	-4.9%	-10.8%	196.9
Arg 35	-4.2%	-9.0%	110.7
Arg 38	-3.9%	-10.4%	143.2
Arg 41	-8.8%	-9.1%	113.6
Arg 46	-6.5%	-9.8%	126.5

Deuda Ley Argentina (precios en dólares mep)

MERCADO BONOS NUEVOS USD									
Título	Precio Pesos	Precio USD	TC impl.	TIR	M Duration	Vencimiento	Cupón	Código	
Arg 29	6230	47.40	131.43	13.88%	5.62	9-Jul-29	1%	AL29	
Arg 30	6041	46.12	130.98	12.93%	6.16	9-Jul-30	Step Up	AL30	
Arg 35	5315	40.24	132.08	13.19%	9.09	9-Jul-35	Step Up	AL35	
Arg 38	5800	43.35	133.79	13.72%	7.97	9-Jan-38	Step Up	AE38	
Arg 41	5088	38.60	131.81	13.54%	8.64	9-Jul-41	Step Up	AL41	

MERCADO BONOS				
Título	Variación Precio Pesos	Precio USD	Cambio TIR Pbs	
Arg 29	-3.1%	-8.5%	165	
Arg 30	-5.5%	-11.1%	199	
Arg 35	-3.7%	-9.7%	117	
Arg 38	-5.3%	-11.9%	164	
Arg 41	-6.5%	-12.3%	156	



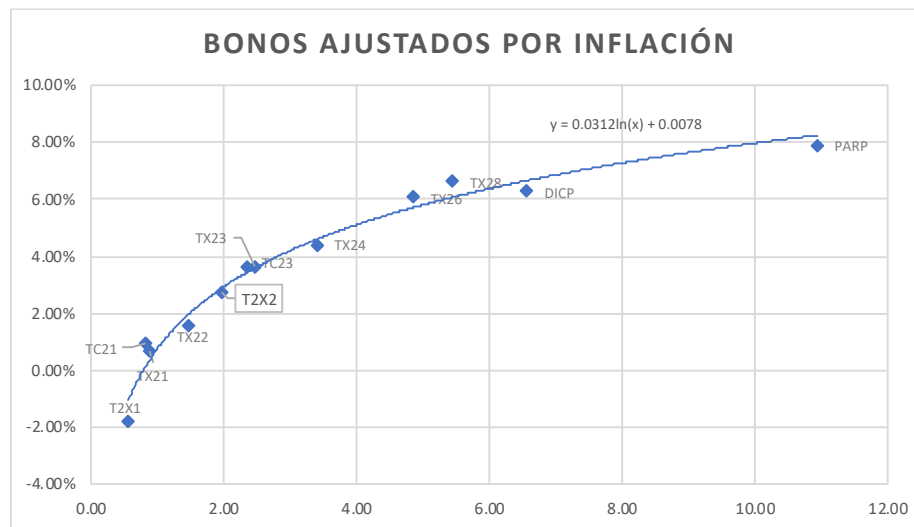
Cerrada la última etapa del canje local, se anunciaron los resultados definitivos del canje de deuda de moneda extranjera bajo ley local, que fue del 99.41%. En este [link](#), se puede acceder al detalle de los resultados.

MERCADO DE DEUDA EN PESOS

El dato de inflación de agosto que se dio a conocer la semana pasada, estuvo en línea con los niveles estimados, en 2.7% en el mes, impulsando los títulos cortos que ajustan por CER. Recordamos que el consenso del REM estima que la inflación continúe acelerándose hasta alcanzar un promedio del +4,0% para fines del 2020. En los últimos doce meses, la inflación general y núcleo acumulan una suba del +40,7% y del +43,9%, respectivamente.

Respecto de posicionamiento, creemos que en la parte media corta, el TX23 ofrece una buena relación riesgo rendimiento, mientras que, en la parte media propuestamente dicha, el TX26 todavía presenta algo de upside respecto de la curva, y muy buena liquidez, y en menor medida el TX24. Creemos que para quienes tengan algún excedente de pesos, los títulos ajustados por CER a mediano plazo pueden ser una alternativa válida para protegerse de la inflación.

Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir real	Duration
TC21	22-Jul-21	2.50%	377	0.93%	0.82
T2X1	17-Apr-21	1.10%	113.5	-1.81%	0.56
TX21	5-Aug-21	1.00%	119	0.68%	0.86
TX22	18-Mar-22	1.20%	113	1.59%	1.47
T2X2	20-Sep-22	1.30%	105	2.74%	1.97
TC23	6-Mar-23	4.00%	264	3.65%	2.36
TX23	25-Mar-23	1.40%	108	3.65%	2.45
TX24	25-Mar-24	1.50%	103.6	4.41%	3.40
TX26	9-Nov-26	2.00%	85.14	6.09%	4.85
TX28	9-Nov-28	2.25%	84	6.62%	5.44
DICP	31-Dec-33	5.83%	1970	6.29%	6.56
PARP	30-Sep-38	1.77%	829	7.91%	10.93



Si observamos los rendimientos en títulos en pesos y ajustados por inflación, se deduce una tasa de inflación implícita en los precios de 41% (con el TC21 y el TO21) por debajo del 52% estimado en el último REM, por lo cual los títulos en pesos ajustados podrían mantener cierto atractivo a pesar de sus bajos rendimientos en términos reales, o por lo menos, son preferibles a los títulos a tasa fija.

BONOS A TASA FIJA					
Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir real	Duration
TO21	3-Oct-21	18.20%	93	41.44%	0.89
TO23	17-Oct-23	16.00%	66	55.92%	2.01
TO26	18-Oct-26	15.50%	51.5	44.55%	2.76

Si se considera el spread entre los títulos de mayor plazo como ser el TX23 y el TO23, la inflación implícita asciende a 50%, mostrando que las preocupaciones inflacionarias están para quedarse.

LICITACIÓN DE LETRAS Y BONOS DEL TESORO

La semana pasada, el Gobierno emitió Letras y Bonos del Tesoro por un monto efectivo de ARs 92.953 millones, renovando los vencimientos de la S18S0 por ARs 77.451 millones y obteniendo financiación neta por ARs 15.502 millones. Se colocaron 41.322 millones de nominales de la S30D0 al 28,50%, 25.714 millones de la S26F1 al 35,15%, 19.367 millones del TB21 a Badlar + 366pbs y 10.782 millones del TX21 a un tasa real del 1%. Destacamos que las tasas emitidas son las máximas establecidas en el llamado a licitación y que el apetito de los inversores estuvo en las colocaciones más cortas de LeDes.

La próxima licitación de Letras del Tesoro en pesos está programada para el 28 de septiembre para renovar ARs 45.000 millones de la S30S0.

DEUDA PROVINCIAL

- Neuquén extendió su oferta de canje hasta el 9 de octubre, y permite que los tenedores que hayan expresado consentimiento lo revoquen hasta el 25 de septiembre. La provincia no ha realizado modificaciones hasta el momento a la propuesta. Recordamos que particularmente la propuesta que se ofreció al bono garantizado 2028 está notablemente por debajo de lo esperado por el mercado.
- Tierra del Fuego anunció que ha comenzado conversaciones con los tenedores de su título de deuda bajo ley americana con vencimiento en 2027 con el fin de acordar una reducción de intereses y extensión de plazos de repago.
- Chaco también anunció el inicio del proceso de reestructuración de su bono en dólares 9.375% con vencimiento en 2024.

DEUDA CORPORATIVA

BANCO HIPOTECARIO. Volvemos a evaluar la propuesta ante las novedades de la semana.

BHIP presentó una oferta para canjear su título con vencimiento en noviembre 2020. La oferta busca extender vencimientos y ofrece un título con vencimiento al 2025. El cupón del nuevo bono sería igual al actual 9.75%, y amortizaría en 5 cuotas anuales de 20% por año. En el caso de aceptación temprana se ofrecen VN USD 65 y USD 35 en efectivo. El vencimiento de la oferta temprana es el 25 de septiembre. En el caso de la oferta tardía, se ofrecen USD 15 y USD 85 en bonos, restándole atractivo a la misma.

Los títulos cotizaban la semana pasada en niveles de USD 94-95, con lo cual el canje resultaba en una pérdida de Valor Presente de Neto de más del 10%, pero después de la baja del mercado de la semana pasada, que llevó al título a cotizar a niveles de 86 al momento del presente informe, la propuesta está en línea con el precio de mercado del título en el caso de la aceptación

temprana, si consideramos una tasa de descuento del 15%, mientras que en el caso de la aceptación tardía, el potencial al canje arroja una baja de 5%.

CANJE BHIP

TASA IMPLICITA EN EL DEAL 15%

	Precio	VN	USD
BHIP 9.75% 2020	86	100	86.0
BHIP 9.75% 2025@ 15%	78.32	65	50.9
Efectivo x Aceptación temprana			35
			85.9
UPSIDE			-0.11%

CANJE BHIP

	Precio	VN	USD
Aceptación tardía			
BHIP 9.75% 2020	86	100	86.0
BHIP 9.75% 2025@ 15%	78.32	85	66.6
Efectivo x Aceptación			15
			81.6
UPSIDE			-5.15%

Por otra parte, varias empresas anunciaron que estaban evaluando el impacto de la nueva medida del BCRA. Algunas como AES anunciaron que iban a realizar una propuesta de reestructuración de deuda en línea con lo establecido por el BCRA.

CANJE DE DEUDA DE ARCOS DORADOS

Arcos Dorados anunció una oferta de canje de su título con vencimiento en 2023 y cupón 6.625% por un nuevo bono con cupón 5.875% y vencimiento en 2027. En caso de aceptar la oferta en forma temprana, se ofrecen USD 50 por cada USD VN 1.000 haciendo que la propuesta arroje un upside de 4.7% al canje, si descontamos el nuevo título a una tasa de 4.9%.

CANJE ARCOS DORADOS				
	Precio	VN	USD	
ARCOS DORADOS 6.625% 2023	105	100	105.0	
ARCOS DORADOS 5.875% 2027	105	100	105.0	
Efectivo x Aceptación temprana			5	
			110.0	
UPSIDE				4.76%
CANJE BHIP				
	Precio	VN	USD	
Aceptación tardía				
ARCOS DORADOS 6.625% 2023	105	100	105.0	
ARCOS DORADOS 5.875% 2027	105	100	105.0	
Efectivo x Aceptación			0	
			105.0	
UPSIDE				0.00%

CLAVES DE LA SEMANA

- Novedades de canjes provinciales
- Reacciones ante las nuevas medidas cambiarias

El contenido expuesto en este documento es y debe ser interpretado únicamente como información meramente descriptiva. La información expuesta no deberá ser entendida como asesoramiento por parte ARG Securities Advisors S.A. respecto de la conveniencia de invertir en alguno de los títulos públicos que aquí se detallan.

ARG Securities Advisors S.A. es un agente de negociación matrícula CNV Nro. 719, regulado por la Comisión Nacional de Valores lo que garantiza el desarrollo de la actividad dentro del marco de las normas vigentes.

Contamos con un equipo de profesionales idóneos de amplia trayectoria y reconocimiento que brindan asesoramiento acorde a los objetivos de inversión y tolerancia al riesgo de cada cliente.