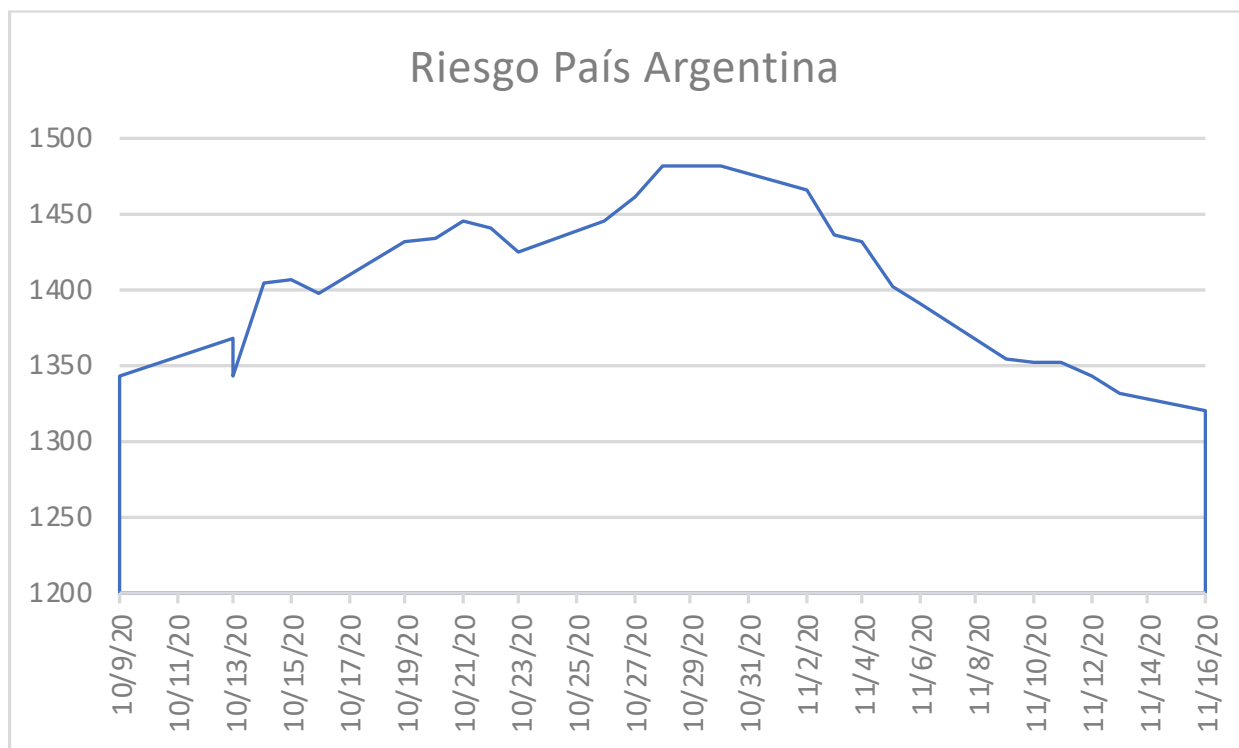


# INFORME SEMANAL DE RENTA FIJA

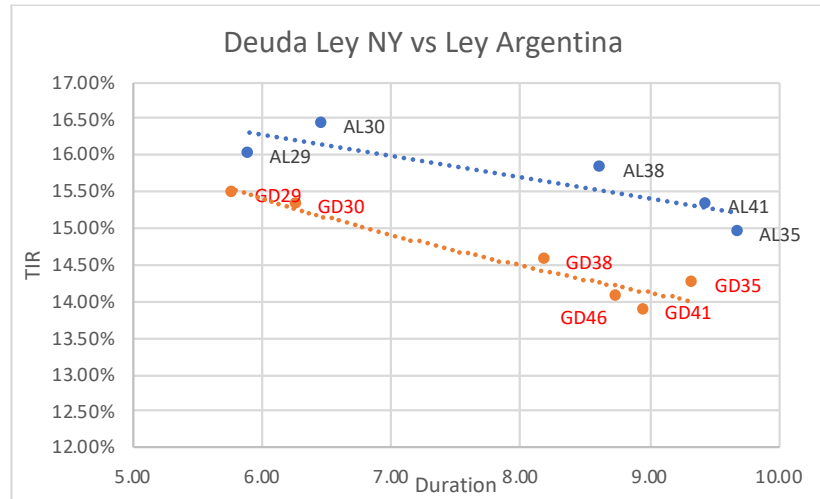
16 DE NOVIEMBRE DE 2020

## MERCADO DE DEUDA. CAUTO OPTIMISMO.

En la semana, el riesgo país de Argentina continuó reduciéndose, llegando a finalmente logró moderarse, pasando de 1354 puntos básicos el 9 de noviembre a 1321 pbs a la fecha. Un sentimiento de toma de riesgo a nivel global ante novedades positivas de vacunas contra el covid 19 sumadas a señales de moderación en el ritmo de emisión y gasto público locales alentaron esta baja, a la cual se suma que Economía busca firmar rápidamente una carta de intención con el FMI como primer paso hacia un acuerdo de facilidades extendidas, que permita descomprimir vencimientos y poner limitaciones y un auditor a la evolución de las cuentas públicas.



Adicionalmente, la brecha entre el tipo de cambio oficial y los financieros mantuvo relativa estabilidad, apenas una leve suba en los últimos días, contribuyendo al veranito.



### Deuda Ley internacional (precios en dólares cable)

| LEY NY |              |            |        |          |            |             |         |        |  |
|--------|--------------|------------|--------|----------|------------|-------------|---------|--------|--|
| Título | Precio Pesos | Precio USD | TIR    | Duration | M Duration | Vencimiento | Cupón   | Código |  |
| Arg 29 | 6635         | 44.50      | 15.47% | 5.79     | 5.62       | 9-Jul-29    | 1%      | GD29   |  |
| Arg 30 | 6175         | 41.30      | 15.31% | 6.28     | 6.17       | 9-Jul-30    | Step Up | GD30   |  |
| Arg 35 | 5600         | 37.74      | 14.24% | 9.35     | 9.26       | 9-Jul-35    | Step Up | GD35   |  |
| Arg 38 | 6225         | 41.75      | 14.56% | 8.20     | 8.37       | 9-Jan-38    | Step Up | GD38   |  |
| Arg 41 | 5775         | 38.50      | 13.86% | 8.97     | 9.20       | 9-Jul-41    | Step Up | GD41   |  |
| Arg 46 | 5600         | 38.00      | 14.06% | 8.76     | 9.00       | 9-Jul-46    | Step Up | GD46   |  |

### Deuda Ley Argentina (precios en dólares cable y mep)

| MERCADO BONOS NUEVOS USD |              |            |          |        |          |            |             |         |        |  |
|--------------------------|--------------|------------|----------|--------|----------|------------|-------------|---------|--------|--|
| Título                   | Precio Pesos | Precio USD | TC impl. | TIR    | Duration | M Duration | Vencimiento | Cupón   | Código |  |
| Arg 29                   | 6405         | 43.50      | 147.24   | 16.01% | 5.91     | 5.35       | 9-Jul-29    | 1%      | AL29   |  |
| Arg 30                   | 5750         | 39.00      | 147.44   | 16.42% | 6.48     | 5.77       | 9-Jul-30    | Step Up | AL30   |  |
| Arg 35                   | 5349         | 35.75      | 149.62   | 14.93% | 9.70     | 8.63       | 9-Jul-35    | Step Up | AL35   |  |
| Arg 38                   | 5720         | 38.30      | 149.35   | 15.81% | 8.64     | 7.43       | 9-Jan-38    | Step Up | AE38   |  |
| Arg 41                   | 5180         | 34.50      | 150.14   | 15.31% | 9.45     | 8.06       | 9-Jul-41    | Step Up | AL41   |  |
|                          | 39.6         |            | 148.76   |        |          |            |             |         |        |  |
| MERCADO BONOS NUEVOS USD |              |            |          |        |          |            |             |         |        |  |
| Título                   | Precio Pesos | Precio USD | TC impl. | TIR    | Duration | M Duration | Vencimiento | Cupón   | Código |  |
| Arg 29                   | 6405         | 45.00      | 142.33   | 15.34% | 5.91     | 5.38       | 9-Jul-29    | 1%      | AL29   |  |
| Arg 30                   | 5750         | 40.25      | 142.86   | 15.83% | 6.48     | 5.80       | 9-Jul-30    | Step Up | AL30   |  |
| Arg 35                   | 5349         | 37.25      | 143.60   | 14.42% | 9.70     | 8.71       | 9-Jul-35    | Step Up | AL35   |  |
| Arg 38                   | 5720         | 39.80      | 143.72   | 15.27% | 8.64     | 7.52       | 9-Jan-38    | Step Up | AE38   |  |
| Arg 41                   | 5180         | 36.18      | 143.17   | 14.69% | 9.45     | 8.20       | 9-Jul-41    | Step Up | AL41   |  |

Se observa que en la semana el Bonar 2030 tuvo una fuerte recuperación una vez que pasó el canje de deuda en pesos por Bonar 2030 y 2035, corrigiendo gran parte de la baja de la semana anterior.

## CANJE DE TITULOS EN PESOS POR BONAR 2030 y 2035

En la licitación del lunes pasado, los inversores demandaron AL30 y AL35 por US\$ 2,408 millones, tres veces más que los US\$ 750 millones que ofrecía el Tesoro. Los bonistas entregaron letras por un total de AR\$ 43,038 millones de nominales, que cotizaban prácticamente a la par (Letras a descuento) y recibieron a cambio US\$ 750 millones de nominales de AL30 y AL35, con un valor de mercado de US\$ 273 millones. Es decir que se les dio salida a los fondos del exterior (que ahora deberán vender sus Bonares y pasarlos a dólares para terminar de salir) a un tipo de cambio implícito en torno a AR\$ 147, en línea con la cotización del dólar cable.

Además, el gobierno anunció que se licitarán los otros US\$ 750 millones en diciembre, cuya fecha se conocerá al publicarse el cronograma de licitaciones de diciembre, con lo cual se completaría la emisión de los US\$ 1,500 millones (de bonos en dólares en operaciones de canje contra títulos en pesos) que el Congreso autorizó a emitir durante este año.

## DEUDA DÓLAR LINKED

En la semana, la deuda dólar linked tendieron a recuperar terreno, profundizándose el rendimiento negativo de los títulos. La estabilidad en el tipo de cambio implícito sumado a que el gobierno está realizando nuevas emisiones dólar linked y teme el efecto inflacionario de una devaluación lleva a pensar que el tipo de cambio oficial no sufriría fuertes devaluaciones en el corto plazo e inclina las preferencias por el momento por la deuda “hard dollar”, que vería un interesante upside en caso de llegar a un acuerdo con el FMI. Además, la deuda dólar linked no ofrece cobertura en el evento de un desdoblamiento cambiario.

| Código | Título         | Precio Pesos | Precio USD | TIR    | Dur  | cupón | Vencimiento |
|--------|----------------|--------------|------------|--------|------|-------|-------------|
| T2V1   | USD L Soberano | 8397         | 104.96     | -4.11% | 1.12 | 0.10% | 30-Nov-21   |
| TV22   | USD L Soberano | 8118         | 101.48     | -0.85% | 1.54 | 0.10% | 29-Apr-22   |

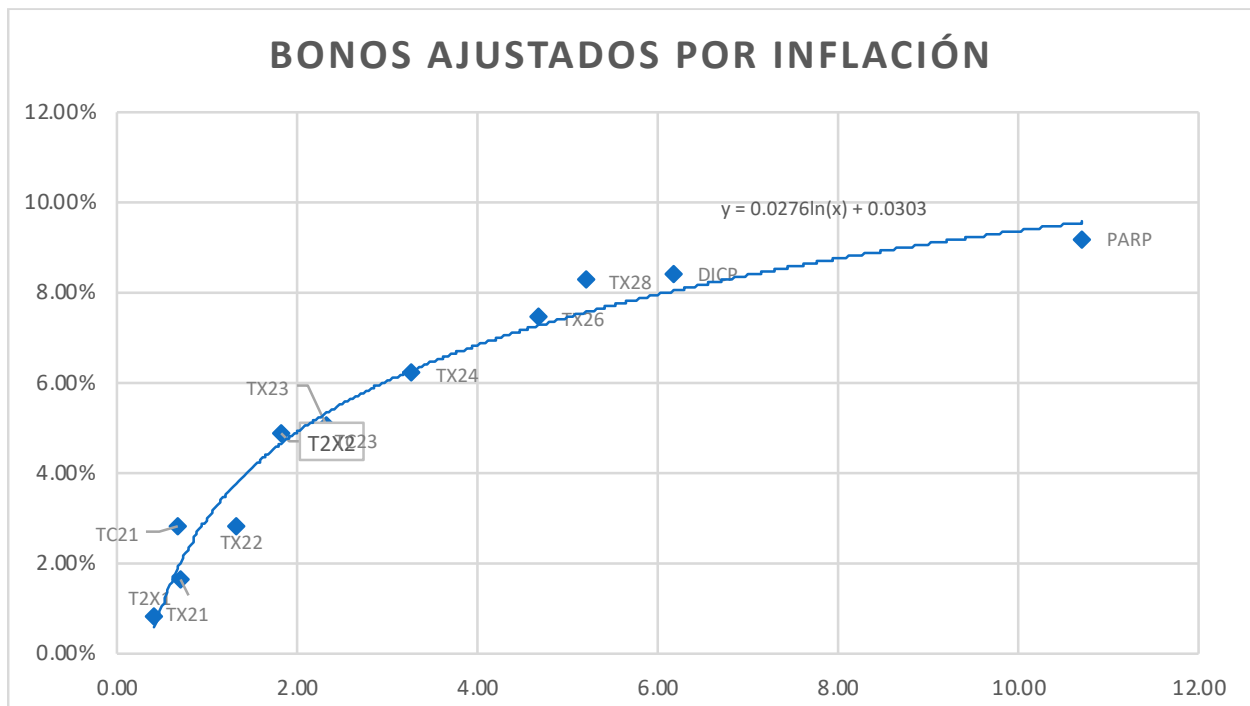
| Código | Título         | Variación<br>Precio Pesos | Variación<br>TIR pbs |
|--------|----------------|---------------------------|----------------------|
| T2V1   | USD L Soberano | -1.20%                    | 147                  |
| TV22   | USD L Soberano | -0.43%                    | 116                  |

## DEUDA EN PESOS

Con una inflación de octubre por encima de lo previsto, ya que avanzó 3.8% en el mes respecto de previsiones en torno a 3.2%, la curva CER vio una fuerte suba la semana pasada que se moderó al comenzar esta semana. Respecto de posicionamiento, en la parte corta de la curva, el TX21 ahora ofrece un rendimiento de 2% por encima de la inflación (sin grandes cambios respecto de la semana pasada) y en la parte media el TX23 ofrece un 5.08% (respecto de 5.5% la semana anterior) con una buena relación riesgo rendimiento. Creemos que para quien tenga que tener exposición en pesos, los títulos con ajuste CER resultan los más atractivos respecto de los títulos a tasa Badlar, fija o de pase.

| Instrumento | Vencimiento | Cupón | Precio de mercado | Tir real | Duration |
|-------------|-------------|-------|-------------------|----------|----------|
| TC21        | 22-Jul-21   | 2.50% | 391.2             | 2.85%    | 0.67     |
| T2X1        | 17-Apr-21   | 1.10% | 117.15            | 0.84%    | 0.41     |
| TX21        | 5-Aug-21    | 1.00% | 124.15            | 1.64%    | 0.71     |
| TX22        | 18-Mar-22   | 1.20% | 117               | 2.81%    | 1.32     |
| T2X2        | 20-Sep-22   | 1.30% | 106.5             | 4.91%    | 1.82     |
| TC23        | 6-Mar-23    | 4.00% | 273               | 4.60%    | 2.20     |
| TX23        | 25-Mar-23   | 1.40% | 109.6             | 5.08%    | 2.32     |
| TX24        | 25-Mar-24   | 1.50% | 102.5             | 6.25%    | 3.27     |
| TX26        | 9-Nov-26    | 2.00% | 83.45             | 7.46%    | 4.66     |
| TX28        | 9-Nov-28    | 2.25% | 78.8              | 8.30%    | 5.19     |
| DICP        | 31-Dec-33   | 5.83% | 1841              | 8.43%    | 6.17     |
| PARP        | 30-Sep-38   | 1.77% | 760               | 9.21%    | 10.71    |

## BONOS AJUSTADOS POR INFLACIÓN



Si se observa los rendimientos en títulos en pesos y ajustados por inflación, se deduce una tasa de inflación implícita en los precios de 55% (con el TX21 y el TO21) por encima del 52.1% estimado en el último REM. Sin embargo, creemos que en los próximos meses la inflación puede seguir viendo datos por encima de lo previsto por lo cual preferimos exposición CER a tasa fija.

| Instrumento | Vencimiento | Cupón  | Precio de mercado | Tir    | Duration |
|-------------|-------------|--------|-------------------|--------|----------|
| TO21        | 3-Oct-21    | 18.20% | 80.75             | 58.17% | 0.83     |
| TO23        | 17-Oct-23   | 16.00% | 48.5              | 61.13% | 2.14     |
| TO26        | 18-Oct-26   | 15.50% | 34.3              | 60.94% | 2.61     |

Si se considera el spread entre los títulos de mayor plazo como ser el TX23 y el TO23, la inflación implícita asciende a 53%.

#### LETRAS DEL TESORO

| LeDes | Plazo de Liq. | Días al venc. | Vencimiento | Precio | TNA Plazo | TIR    |
|-------|---------------|---------------|-------------|--------|-----------|--------|
| S30N0 | 2             | 13            | 11/30/20    | 98.870 | 32.09%    | 37.59% |
| S30D0 | 2             | 43            | 12/30/20    | 96.100 | 34.45%    | 40.17% |
| S29E1 | 2             | 73            | 1/29/21     | 92.500 | 40.54%    | 47.67% |
| S26F1 | 2             | 101           | 2/26/21     | 90.000 | 40.15%    | 46.34% |

En la semana, se vio una suba en las tasas de LeDes largas normalizando la anomalía que impulsó el canje de títulos en pesos por bonos en dólares la semana pasada, donde el instrumento más atractivo para integrar era la Lede más larga por su menor paridad.

## LICITACION DE DEUDA DE CORTO PLAZO EN PESOS

| Títulos Elegibles | Código | ISIN         | Valor Técnico |
|-------------------|--------|--------------|---------------|
| LeCer 4-12-20     | X04D0  | ARARGE5208W8 | 117.410       |
| LeBad 22-12-20    | S22D0  | ARARGE5208G1 | 127.851       |
| LeDes 30-12-20    | S30D0  | ARARGE5209M7 | 100.000       |
| LeDes 29-1-21     | S29E1  | ARARGE5209N5 | 100.000       |
| LeDes 26-2-21     | S26F1  | ARARGE520A18 | 100.000       |
| LeCer 26-2-21     | X26F1  | ARARGE520A00 | 106.110       |
| BonCer 17-4-21    | T2X1   | ARARGE3208X8 | 116.379       |

Aprovechando la liquidez del mercado y buscando cubrir el déficit fiscal reduciendo las necesidades de emisión del Central, el Ministerio de Economía realizó también la semana pasada una licitación que incluyó la reapertura de dos letras a tasa variable más margen, y de tres bonos que ajustan por CER. En línea con lo que viene ocurriendo durante las últimas licitaciones, los bonos que ajustan por CER resultaron ser los más atractivos. Se adjudicaron AR\$ 16,855 millones en T2X1, AR\$ 21,576 millones en TX21 y AR\$ 17,646 en TX22. Estimamos que al menos la mitad de estas adjudicaciones correspondieron a ofertas del sector público, dado que el precio de corte del T2X1 y del TX22 se ubicó levemente por encima del precio del mercado secundario.

## DEUDA CORPORATIVA

### GENNEIA

Genneia extendió el vencimiento de su oferta de canje de títulos clase XXI (GNCMO) con vencimiento el 23 de noviembre 2020. La oferta ahora se extiende hasta el 19 de noviembre a las 20 hs. Recordamos los principales puntos de la oferta: Se ofrece canjear los USD 51.3 millones de su ON con cupón 12%, por alguna de las siguientes dos alternativas:

- 1 -Efectivo de al menos 40% y nuevas ONs 12% 2022 (clase XXX)
- 2 Nuevas Ons clase 12% 2022 (clase XXX).

**Cabe destacarse que el domicilio de pago de las nuevas ONs clase XXX es en Nueva York.**

## DEUDA PROVINCIAL

### Neuquén

Neuquén extendió el vencimiento de su propuesta de canje al **24 de noviembre**. Se estima que la provincia se encuentra próxima a lograr un acuerdo con sus acreedores de acuerdo con los trascendidos en diversos medios patagónicos.

### Córdoba

Córdoba presentó una oferta de canje de deuda para los tenedores de sus bonos internacionales 2021, 2024 y 2027, en la cual en línea con otras propuestas provinciales reducir tasas y extender pagos sin realizar quitas de capital. El vencimiento de la oferta es el **23 de noviembre de 2020**.

A continuación, resumimos los términos de esta:

|              | PDCAR 7.125% 2021             | PDCAR 7.45% 2024             | PDCAR 7.125% 2027            |
|--------------|-------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| Vencimiento  | 10-Dec-26                     | 1-Sep-28                     | 1-Feb-30                     |
| Cupones      | 2021 1.125%                   | 2021 1.125%                  | 2021 1.125%                  |
|              | 2022 1.125%                   | 2022 1.125%                  | 2022 1.125%                  |
|              | 2023-2026 5.125%              | 2023-2028 5.125%             | 2023-2030 5.125%             |
| Interés      | Trimestral, desde 10 dic 2020 | Trimestral, desde 1 mar 2021 | Trimestral, desde 1 feb 2021 |
| Amortización | 10 cuotas trimestrales        | 9 cuotas trimestrales        | 11 cuotas trimestrales       |
|              | 10 sep 23 al 10 dic 24, 5%    | 1 sep 26 al 1 dic 27, 10%    | 1 ago 27 a 1 nov 27, 10%     |
|              | 10 mar 15 al 10 dic 26, 8.75% | 1 mar 28 a 1 dic 28, 13.3%   | 1 feb 28 a 1 nov 28, 7.5%    |

Considerando los precios actuales de los títulos de Córdoba en el mercado internacional, la tir implícita está en torno a 20% para el PDCAR 2021, y en torno a 15.7% y 15.2% para los 2024 y 2027.

Los intereses corridos se pagan desde el último servicio hasta la fecha de la liquidación del canje en caso de que se acepte la propuesta de forma voluntaria. En caso de que no se acepte, sino que se es arrastrado, se reduce significativamente la tasa que se reconoce. La oferta ya ha sido rechazada por el comité ad hoc de acreedores de la provincia que cree que la misma no está en línea con la capacidad de pago de la provincia. El comité dice representar a un 50% de los tenedores de deuda internacional de la provincia.

## Chubut

La provincia de Chubut anunció que llegó a un principio de acuerdo con un grupo de acreedores para reestructurar su deuda internacional por USD 680 millones. Si bien todavía no se hizo formal la propuesta, los trascendidos dejaron entrever que la misma sólo reduciría marginalmente la tasa de interés que pagaría la provincia de 7.75% a 7.5% durante el primer año y luego pasaría a 7.75% mientras que las amortizaciones se reducirían y extenderían en el tiempo hasta 2031. La provincia ofrecerá 0.50 en cash al momento de aceptar y recordamos que cumplió con su pago de renta y amortización en octubre de forma de mostrar buena voluntad. Todavía no se formalizó la oferta pero estos lineamientos han sido dados a conocer por funcionarios de la provincia. Se espera que se lleve a cabo a la brevedad.

Se observa que la pérdida en términos de valor presente neto de esta propuesta sería muy acotada y tal vez la Nación acepte esta oferta por preservar a las provincias generadoras de regalías y por proteger al sector de gas y petróleo.

## Entre Ríos

La provincia dio a conocer una propuesta indicativa al vencer el período de confidencialidad y no llegar a un acuerdo con sus acreedores. La provincia ofrecía bajar tasas y extender vencimientos en línea con la propuesta soberana y de otras provincias que han seguido ese lineamiento.

| Estructura                  | Propuesta   ENTRIO' 31                   |
|-----------------------------|--|
| Monto                       | U.S.\$500,000,000                        |
| Vencimiento                 | Febrero 8, 2031                          |
| Primer Pago de Amortización | Agosto 8, 2025                           |
| Vida Promedio               | 7.6 Años                                 |
| Amortización                | 12 amortizaciones semi-anales, iguales   |
| Intereses Devengados *      | Capitalización al 3% de Cupón de Interés |
|                             | 0.000%   Agosto 20 - Agosto 21           |
|                             | 3.000%   Agosto 21 - Agosto 22           |
| Cupón de Interés            | 3.500%   Agosto 22 - Agosto 23           |
|                             | 4.500%   Agosto 23 - Agosto 24           |
|                             | 5.000%   Agosto 24 - Febrero 31          |

El comité de acreedores de la provincia ya ha rechazado la propuesta por considerar que no está en línea con su capacidad de pago y además dejó en claro cuáles son sus pretensiones:



- Que los intereses devengados y no pagados se paguen a las tasas contractuales y en efectivo al momento de la liquidación de la propuesta. (Recordemos que Entre Ríos entró formalmente en default.)
- Que la tasa de interés durante el período de alivio no sea menor al 5%
- Que la tasa de interés en el período subsecuente volviera a ser del 8.75% como en los títulos originales, a menos que la provincia ofrezca alguna garantía como colateral para estas obligaciones que permitiría reducir dicha tasa.

### **CLAVES DE LA SEMANA**

- Señales políticas: Tratamiento en el congreso del impuesto a las grandes fortunas
- Evolución de las brechas con los tipos de cambio financieros
- Avances en las negociaciones con el FMI por un acuerdo de Facilidades Extendidas que ampliaría la financiación hasta un plazo de 10 años en lugar de los 3 del acuerdo stand by actual que tiene el país. El tema por monitorear será qué se pedirá a cambio. Contención del gasto, reformas estructurales suelen ser los requisitos habituales.
- Tendencia de apetito de riesgo global. Noticias de vacunas contra el covid vs noticias del impacto de la segunda ola en el hemisferio norte.

### **VIEWS de MERCADO**

Creemos que los títulos soberanos hard dollar están en condiciones de beneficiarse de una mejora del apetito de riesgo global, siempre que no reemerjan temores por el impacto de la segunda ola en el hemisferio norte, así como por señales de moderación en el gasto público y en la emisión, así como por la aproximación al FMI. Todo esto siempre que no haya señales políticas que jueguen en contra. El riesgo país de Argentina es muy elevado respecto de países de similar calificación y el upside es atractivo, pero para ello se necesita estabilidad en las brechas y señales de avance en la dirección de las últimas semanas. En dólares, los globales 30 y bonar 30 parecen los más atractivos pensando en una tendencia a la desinversión de la curva en el mediano plazo.

En materia de instrumentos en pesos, la curva CER es la alternativa más atractiva, en particular la parte corta y media (TX23) que ofrece una óptima relación riesgo rentabilidad, mientras que los títulos dólar linked, son la alternativa de cobertura más barata, en particular el TV22 al momento.



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.