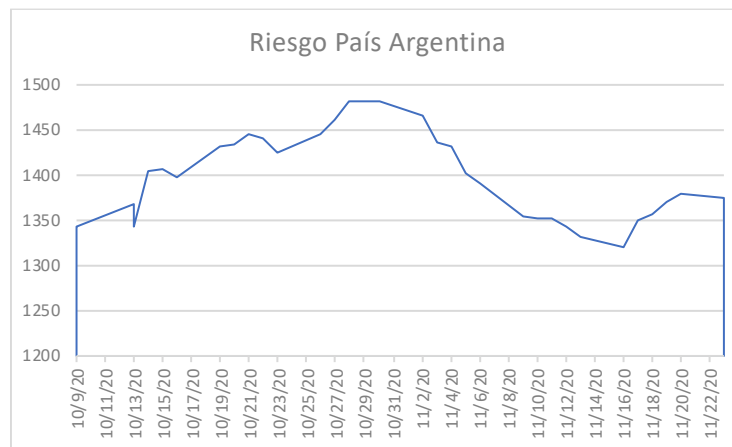


INFORME SEMANAL DE RENTA FIJA

24 DE NOVIEMBRE DE 2020

MERCADO DE DEUDA. SEÑALES CRUZADAS.

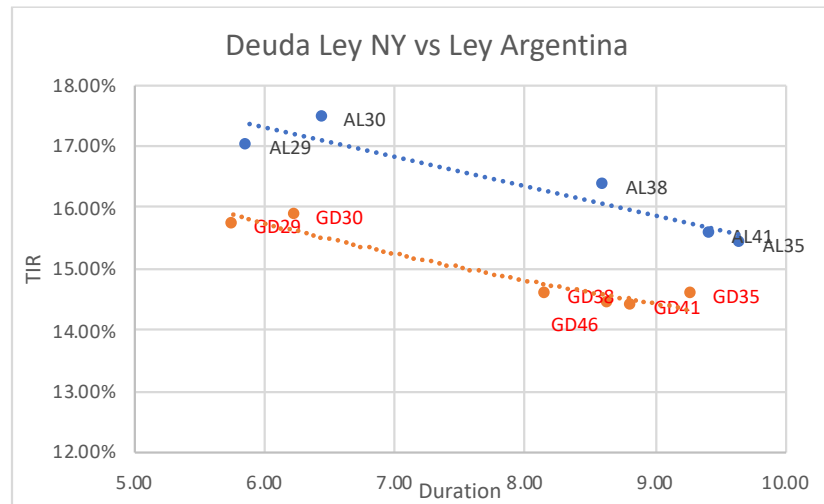
Después casi tres semanas de compresión de spreads, la semana pasada el riesgo país de Argentina volvió a subir, 50 pbs a 1371 pbs a la fecha. A pesar de señales positivas desde el área de Economía en cuanto a financiamiento en el mercado de las necesidades, la moderación del gasto y el avance en un nuevo plan gas, que permitiría acceso libre al mercado de cambios, el tratamiento del impuesto a las grandes fortunas en la Cámara baja, así como los diversos intentos de avances sobre la justicia empañan el panorama, exacerbando el clima adverso a la inversión. Además, las expectativas de acuerdo con el FMI se han postergado para febrero en lugar de fin de año. Por otra parte, el mercado internacional también sigue mostrando señales encontradas, ya que a las noticias positivas respecto de la efectividad de la vacuna se contraponen el avance del virus en el hemisferio norte y el aumento de las restricciones a la actividad.



En cuanto a la brecha entre el tipo de cambio oficial y los financieros, tendió al alza en la semana.

DEUDA EN DOLARES

En la semana, la deuda en dólares vio una baja del 2.3% en materia de ley NY y del 3.6% en cuanto a la deuda ley argentina, mientras que los rendimientos en promedio subieron 32 pbs para los títulos ley NY y 41 pbs para los títulos ley argentina.



En cuanto a perspectivas para la deuda argentina, creemos que una combinación de bajos pagos en los próximos años, sumado a bajas paridades e importantes spreads respecto de pares en términos de calidad crediticia, llevan a pensar que los títulos presentan un interesante upside en caso de que el contexto global se estabilice y que el contexto local no sume más señales negativas. Sin embargo, la postergación de la expectativa de llegar a firmar el acuerdo de Facilidades Extendidas con el FMI en febrero, deja a la deuda sin mayores drivers positivos de corto plazo.

Deuda Ley internacional y Ley Argentina (precios en dólares cable)

LEY NY									
Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Duration	M Duration	Vencimiento	Cupón	Código	
Arg 29	6629	44.00	15.73%	5.77	5.60	9-Jul-29	1%	GD29	
Arg 30	6095	40.20	15.86%	6.24	6.15	9-Jul-30	Step Up	GD30	
Arg 35	5531	36.80	14.58%	9.29	9.24	9-Jul-35	Step Up	GD35	
Arg 38	6200	41.75	14.60%	8.17	8.35	9-Jan-38	Step Up	GD38	
Arg 41	5650	37.00	14.40%	8.84	9.18	9-Jul-41	Step Up	GD41	
Arg 46	5500	37.00	14.45%	8.66	8.98	9-Jul-46	Step Up	GD46	
Promedio									
LEY ARGENTINA									
Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Duration	M Duration	Vencimiento	Cupón	Código	
Arg 29	6285	41.55	16.99%	5.88	5.28	9-Jul-29	1%	AL29	
Arg 30	5737	37.00	17.47%	6.45	5.70	9-Jul-30	Step Up	AL30	
Arg 35	5345	34.50	15.41%	9.67	8.53	9-Jul-35	Step Up	AL35	
Arg 38	5600	37.00	16.36%	8.62	7.32	9-Jan-38	Step Up	AE38	
Arg 41	5180	34.00	15.54%	9.43	7.98	9-Jul-41	Step Up	AL41	

DEUDA DÓLAR LINKED

En la semana, la deuda dólar linked siguió avanzando, profundizándose el rendimiento negativo de los títulos. El hecho que el gobierno 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”. Además, la deuda dólar linked no ofrece cobertura en el evento de un desdoblamiento cambiario.

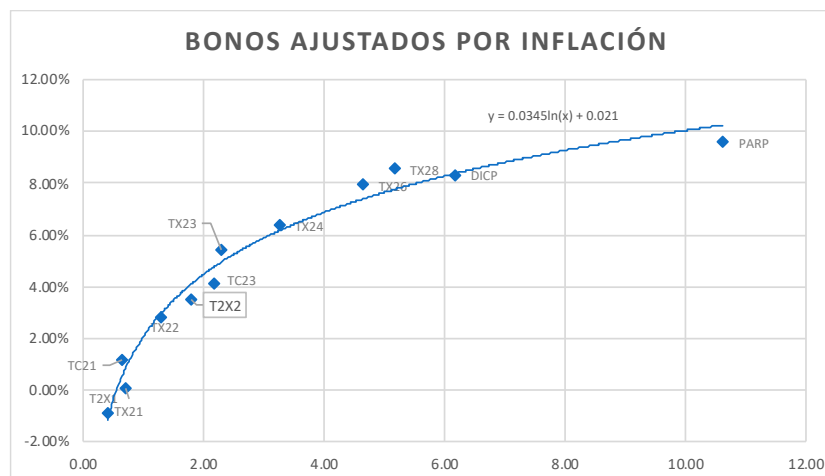
Código	Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Dur	cupón	Vencimiento
T2V1	USD L Soberano	8540	105.43	-4.49%	1.12	0.10%	30-Nov-21
TV22	USD L Soberano	8250	101.85	-1.09%	1.54	0.10%	29-Apr-22

Código	Título	Variación Precio Pesos	Variación TIR pbs
T2V1	USD L Soberano	1.70%	(70)
TV22	USD L Soberano	1.63%	(48)

DEUDA EN PESOS

Desde el dato de inflación de octubre y ante subas de algunos precios como la nafta o las prepagas, las expectativas de inflación se vienen acelerando y con ello la demanda de títulos que ajusten por CER, particularmente cortos para reflejar el impacto de la suba esperada para los próximos meses.

De hecho, en la licitación de la semana pasada, se reabrieron emisiones cortas de deuda CER. En la tercera licitación en pesos del mes, el Tesoro tuvo nuevamente buena recepción por parte de los inversores, ya que logró capturar \$210.517mn, aunque vale la pena aclarar que gran parte de los vencimientos correspondían a bonos que los bancos usan como encajes. De este modo logró más que cubrir los vencimientos de esta semana por \$174.000mn, y dejó un colchón de financiamiento neto destinado a reducir el nivel de asistencia del Banco Central.



La curva CER continuó empinándose en la semana. Respecto de posicionamiento, en la parte corta de la curva, el TX21 ahora ofrece un rendimiento de 0.11% por encima de la inflación (reduciéndose de forma significativa respecto de la semana pasada cuando todavía rendía 2%) ya ofreciendo sólo cobertura de inflación. En la parte media, el TX23 ofrece un 5.4% (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%	398.5	1.15%	0.65
T2X1	17-Apr-21	1.10%	118.8	-0.87%	0.39
TX21	5-Aug-21	1.00%	126.4	0.11%	0.69
TX22	18-Mar-22	1.20%	117.85	2.85%	1.30
T2X2	20-Sep-22	1.30%	109.95	3.54%	1.80
TC23	6-Mar-23	4.00%	278	4.12%	2.18
TX23	25-Mar-23	1.40%	109.6	5.45%	2.29
TX24	25-Mar-24	1.50%	103	6.37%	3.24
TX26	9-Nov-26	2.00%	82.5	7.93%	4.64
TX28	9-Nov-28	2.25%	78.5	8.56%	5.16
DICP	31-Dec-33	5.83%	1870	8.31%	6.16
PARP	30-Sep-38	1.77%	739	9.59%	10.61

Si observamos los rendimientos en títulos en pesos y ajustados por inflación, se deduce una tasa de inflación implícita en los precios de 59% (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	60.16%	0.80
TO23	17-Oct-23	16.00%	48.35	62.16%	2.11
TO26	18-Oct-26	15.50%	35.25	59.90%	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 53.7%.

LETRAS DEL TESORO

LeDes	Plazo de Liq.	Días al venc.	Vencimiento	Precio	TNA Plazo	TIR
S30N0	2	5	11/30/20	99.640	26.37%	30.12%
S30D0	2	35	12/30/20	96.900	33.36%	38.87%
S29E1	2	65	1/29/21	93.950	36.16%	41.97%
S26F1	2	93	2/26/21	91.020	38.72%	44.67%

LICITACION DE DEUDA DE CORTO PLAZO EN PESOS

En cuanto a la licitación de la semana, el Tesoro anunció reaperturas de dos Letras que ajustan por tasa de pase con vencimiento en enero y marzo de 2021 así como una nueva Letra que ajusta por CER con vencimiento en mayo de 2021.

DEUDA CORPORATIVA

GENNEIA

Genneia anunció que 57% de los tenedores de títulos clase XXI (GNCMO) con vencimiento el 23 de noviembre 2020 aceptaron su propuesta de canje. A quienes optaron por la opción base, es decir, al menos un 40% de pago de capital, recibirán el 62.18 % del capital y el resto en ONS clase XXX, y alcanzan a USD 22.7 millones, mientras quienes optaron por la opción Par suman USD 7 millones.

Por otra parte, se suscribieron USD 15.3 millones en forma de fondos frescos, con lo cual la emisión de la ON 12% 2022 totaliza USD 30.9 millones. **Cabe destacarse que el domicilio de pago de las nuevas ONs clase XXX es en Nueva York.**

DEUDA PROVINCIAL

Neuquén

Neuquén mejoró los términos de su propuesta para los tenedores de deuda al 2025, es decir, la deuda no garantizada, ofreciendo pagar el 70.8% de los intereses devengados desde el último pago de cupón en forma de títulos y el resto en efectivo, mejorando las tasas de interés con un esquema step up que va de 2.5% al 6.875% a partir de octubre 2024 hasta el vencimiento. Además, se elimina el cross default con los Neuquén 2028. A una tasa de descuento de 12%, el VPN ronda 77 y a 15% 64, estando en niveles similares a Mendoza. El comité ad hoc de la provincia habría aceptado esta propuesta, pero en el caso de este título al tener menor denominación y estar más fragmentada su tenencia, no sabemos todavía si la provincia alcanzará la mayoría para poder activar las cláusulas de acción colectiva.

Córdoba

Córdoba extendió el vencimiento de su oferta al **14 de diciembre de 2020**, mientras mantiene conversaciones con los inversores a fin de acortar distancia entre las partes en cuanto a la propuesta.

CLAVES DE LA SEMANA

- Evolución de las brechas con los tipos de cambio financieros
- 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

En el contexto actual, los títulos soberanos *hard dollar* estarían en condiciones de beneficiarse de una mejora del apetito de riesgo global, sin embargo, podrían jugar en contra las señales políticas locales como las de la semana pasada. 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 35 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 -la letra que se ofrece en la licitación del jueves podría resultar lo más atractivo- 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 por ahora, dado que no hay nuevas emisiones a la vista.

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.