

INFORME SEMANAL DE RENTA FIJA

14 DE DICIEMBRE DE 2020

NUEVO CANJE DE DEUDA EN PESOS POR BONOS EN DOLARES

Hoy se llevará a cabo un nuevo canje de deuda en pesos por deuda en dólares ley argentina, particularmente bonar 2030 y 2035, como se hizo ya en noviembre, a fin de dar salida de las curvas en pesos a fondos del exterior, por hasta USD 750 millones. Los títulos elegibles en este caso para entrar en el canje son algunas Ledes, LeCer, BonCer e incluso alguna nueva Lepase. En particular los siguientes:

Título	Código	Vencimiento	Valor técnico
LeDe	S29E1	29-1-2021	100
LePase	SE291	29-1-2021	104.55034
LeDe	S26F1	26-2-2021	100
LeCer	X26F1	26-2-2021	110.030
LeDe	S31M1	31-3-2021	100
BonCer	T2X1	17-4-2021	120.805
LeCer	X21Y1	21-5-2021	102.32
LePase	S21Y1	21-5-2021	101.86

Las ofertas deben expresarse por monto de USD VN de los bonar a emitir y el precio en pesos que se está dispuesto a pagar por ellos. En la licitación anterior, el tipo de cambio implícito terminó estando en línea con el de mercado aproximadamente. Se pueden presentar ofertas hasta las 15 hs.

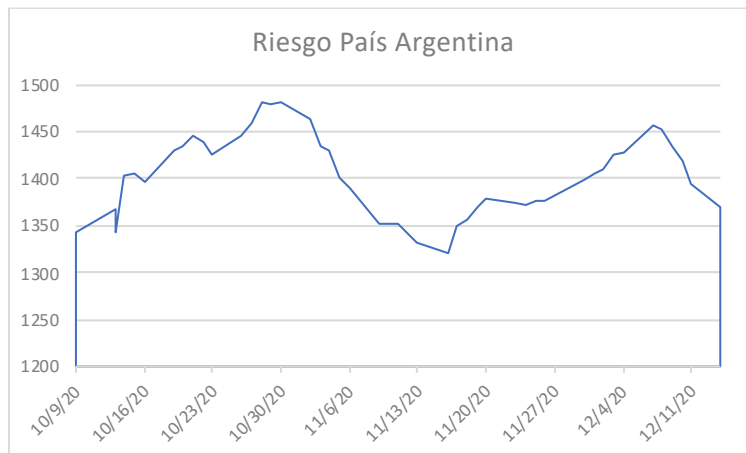
Este tipo de operaciones permite descomprimir la presión sobre el tipo de cambio implícito, al permitir salir a fondos que quedaron “atrapados” en la curva en pesos que se estimaban en torno a los USD 2.500 millones. Ya se hizo una licitación por USD 750, con lo cual el monto remanente rondaría los USD 1.000 millones.

En la primera semana de diciembre se llevó a cabo una licitación para renovar el vencimiento de la Lecer X04D0 y obtuvo financiamiento neto equivalente al 18,3% del vencimiento de la Lecer X04D0. Es decir, colocó Letras y Bonos del Tesoro en pesos por un total de ARs 112.600 millones cuando vencían ARs 95.184 millones. En detalle, hizo la reapertura de la Lepase S31M1 por un valor nominal de ARs 50.193 millones a tasa de pases + 375pbs, Lecer X21Y1 por ARs 49.806 millones a CER + 0,35% y el Boncer 22 (T2X2) por ARs 4.155 millones a CER + 2,75%. Además,

emitió la nueva Lecer X13S1 por ARs 6.423 millones a CER + 0,75%. Todos los rendimientos de corte corresponden a los precios mínimos establecidos en el llamado a licitación.

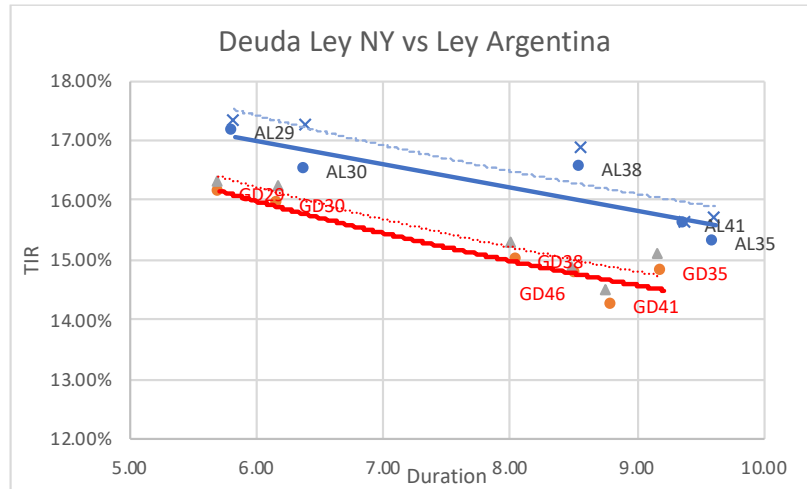
MERCADO DE DEUDA.

En materia de riesgo país, en los primeros días de diciembre continuó subiendo hasta niveles de 1456 el 7 de diciembre, para volver a niveles a 1369 al cierre del 14 de diciembre. En materia de drivers relevante para la deuda, las negociaciones con el FMI apuntan a ver un acuerdo cerrado hacia marzo, mientras que se estima que el déficit fiscal de este año rondará el 7% del PBI o un poco menos. Tal vez algo mejor de lo esperado inicialmente, pero de todas maneras cifras muy elevadas. En cuanto a la dinámica de la deuda, los pagos en los próximos años son muy bajos por lo cual a estas bajas paridades los títulos se encuentran en buena posición técnica para un rebote, pero la clave para la deuda argentina también pasa por la cuestión política, particularmente en un año electoral como será el próximo (elecciones legislativas).



En los primeros días de diciembre, se mantuvo la pax cambiaria, y la brecha entre el tipo de cambio oficial y los financieros se redujo a niveles cercanos al 73%.

En cuanto a la deuda, los títulos en dólares tendieron a ver una recuperación en los últimos días, que ronda el 2% que llevó a que las curvas de rendimiento, tanto local como ley americana, se desplazaran hacia abajo. Tanto el Bonar 2030 como el 2035 vieron un outperformance, subiendo un 3% respecto de fines de noviembre.

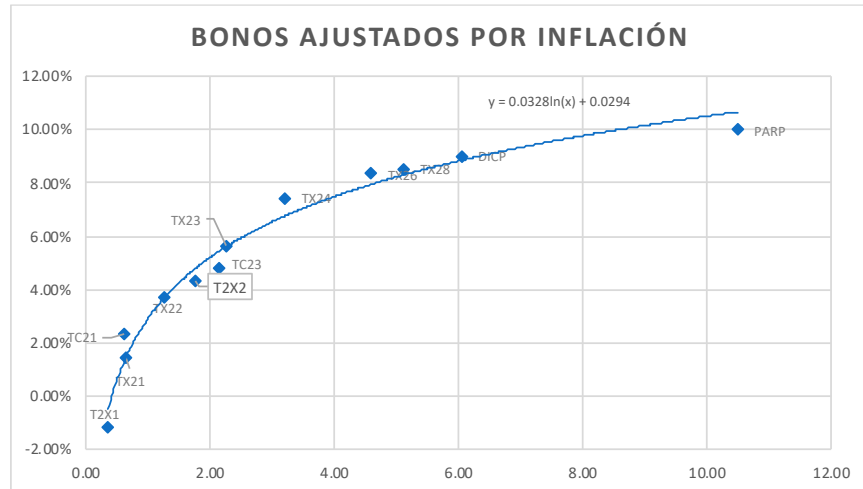


En materia de deuda dólar linked, no hubo nuevas emisiones oficiales desde fines de octubre con lo cual la misma tuvo un fuerte rally en noviembre, pero se fue moderando al bajar el tipo de cambio implícito en estos días de diciembre, que volvió a empezar a lucir como una alternativa al encontrarse por debajo del dólar “solidario”. De todas formas, para quien debe mantener pesos, con un horizonte de al menos 6 meses, los títulos dólar link pueden ser una alternativa de mediano plazo, dado que, si bien las presiones cambiarias se han calmado por el momento, no se ha resuelto la cuestión de fondo y el nivel de reservas netas sigue siendo muy bajo.

Código	Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Dur	cupón	Vencimiento
T2V1	USD L Soberano	8490	103.54	-2.94%	1.12	0.10%	30-Nov-21
TV22	USD L Soberano	8351	101.84	-1.08%	1.54	0.10%	29-Apr-22

Código	Título	Variación Precio Pesos	Variación TIR pbs
T2V1	USD L Soberano	-1.37%	191
TV22	USD L Soberano	-2.03%	189

En cuanto a la deuda que ajusta por CER, tendió a volver a ver un empinamiento en la curva, al verse una suba de rendimientos en la parte media y larga. En la parte corta de la curva, lo más interesante pasa por el TC21 con un rendimiento real de 2.37% mientras que, en la parte media, el TX24 luce atractivo con un rendimiento de 7.4% para quien tolere una mayor volatilidad. Si bien la duración del TX24 es de 3.2 años, haciendo de su relación riesgo rendimiento una alternativa muy atractiva, su volatilidad ha alcanzado 25% en las últimas 40 ruedas, afectada por el desarme de títulos CER de fondos cada vez que se anunciaba una nueva licitación de deuda Dólar linked soberana. Este martes se conocerá la inflación de noviembre que rondará el 3.6% aproximadamente de acuerdo a las expectativas.



NOVEDADES EN CANJES PROVINCIALES

CORDOBA

Córdoba presentó una mejora a su propuesta de reprogramación de deuda, subiendo la tasa de interés e incrementando la consideración de intereses reducidos para los tenedores que no presenten consentimiento pero que se vean afectados por la reestructuración. Sin embargo, las mejoras volvieron a estar por debajo de lo esperado por los acreedores. La oferta está unos 13 centavos por debajo de lo pedido por los acreedores y también unos 8 centavos por debajo de lo que ofrecieron otras provincias que pudieron concluir sus reestructuraciones como Mendoza y Neuquén 25. Incluso la propuesta de Río Negro es mejor que la de Córdoba. La oferta de Córdoba vencía el 14 de diciembre, pero recordemos que el grupo ad hoc de tenedores de Córdoba cuenta con un 50% de los bonos a reestructurar por lo cual será difícil que la provincia avance sin su consentimiento. Todavía no ha habido novedades de una nueva prórroga, pero esperamos que la oferta se vuelva a prorrogar y haya una nueva mejora, en la cual la provincia está trabajando desde hace unos días.

PROVINCIA DE BUENOS AIRES

La provincia de Buenos Aires extendió el vencimiento de su canje de deuda, sin presentar mejoras por el momento, al 29 de diciembre de 2020.

RIO NEGRO

La provincia de Río Negro lanzó una propuesta de reestructuración de deuda para su bono con vencimiento en 2025 hace 10 días y acaba de anunciar que logró cerrar exitosamente la reestructuración con un 95% de adhesión. Hace una semana ya se había conocido que contaban con el acuerdo del grupo de acreedores ad hoc. Recordamos que la propuesta de Río Negro

consistía en posponer el vencimiento al 10 de marzo de 2028, respecto de 2025 originalmente, articular una baja en la tasa de interés de 7.75% a un esquema step up, como se ve abajo. En cuanto a la amortización, se realizará en 9 cuotas semestrales a partir del 10 de marzo de 2024.

Período	Tasa
Liq al 10-9-2021	2.75%
10-9-2021 al 10-9-2022	4.875%
10-9-2022 al 10-9-2023	6.625%
10-9-2023 al vencimiento	6.875%

Se modifican las fechas de pago al 10 de marzo y 10 de septiembre en lugar de junio y diciembre. Y para quienes aceptaban de forma anticipada al 7 de diciembre, se les pagaba una solicitud por consentimiento que era igual a los intereses vencidos e impagos hasta el momento de la liquidación, parte en efectivo y parte en nuevos títulos. Un tema interesante es que se baja el mínimo de la lámina a USD 1.000 respecto de USD 150.000 originalmente. Finalmente en cuanto a la valuación, la Tir implícita en el deal ronda el 16%, similar a otras provincias con deudas no x

CHUBUT

Chubut lanzó formalmente su solicitud de consentimiento para canjear su deuda con vencimiento en 2026 por nueva deuda con vencimiento en 2030. La nueva deuda paga un cupón de 7.24% hasta 2026 y luego 7.75%. La provincia necesita la aprobación del 75% de los tenedores. El grupo ad hoc de acreedores de la provincia manifestó su apoyo a la propuesta. La solicitud de consentimiento vence el 15 de diciembre y se espera que el jueves 17 de diciembre se puedan anunciar los resultados.

Las principales modificaciones son las siguientes:

1. Una modificación del perfil de amortización que extiende la madurez del Bono hasta el 26 de julio de 2030.
2. Una disminución de la tasa de interés del Bono a 7.24% anual hasta el 26 de octubre de 2021, manteniéndose la actual tasa de interés de 7.75% anual de allí en adelante hasta el vencimiento del Bono.
3. Un refuerzo en la estructura de garantías, dado que regalías adicionales serán cedidas bajo la estructura modificada.

A un precio de mercado de 72.5, la TIR implícita en el deal ronda el 16%. A una tasa de descuento del 11%, su valor teórico sería el 82. Vemos un upside interesante en la propuesta y creemos que tiene sentido aceptarla.

Claves de la semana

- Inflación de noviembre
- Licitación de deuda en pesos por bonos en dólares

Views de mercado

Creemos que los títulos soberanos hard dollar están buena posición técnica por su baja paridad y bajos pagos en los próximos años, pero la clave para una reducción del riesgo país pasa por cuestiones de dirección política y económica. El riesgo país de Argentina es muy elevado respecto de países de similar calificación. En dólares, los globales 35 y 38 y bonar 35 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, aunque tuvo un notable outperformance en noviembre. La parte corta de la curva ofrece un 1-1.5% por encima de la inflación mientras que, en la parte media de la curva, el TX24 ofrece la mejor relación riesgo rendimiento para quien tenga una importante tolerancia a la volatilidad. En materia de títulos dólar linked, creemos que el T2V1 puede ser atractivo en caso de que vuelvan a acentuarse las presiones 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.

