

# INFORME SEMANAL DE RENTA FIJA

23 DE DICIEMBRE DE 2020

## MERCADO DE DEUDA.

### Riesgo país.

En materia de riesgo país, la semana transcurrió con relativa estabilidad registrándose una suba marginal del mismo desde 1369 pbs al cierre del 14 de diciembre hasta 1374 pbs al momento del presente informe. En materia de drivers relevante para la deuda, las negociaciones con el FMI serían el principal tema que monitorear, mientras que en materia económica se estima que el déficit fiscal de este año rondaría el 7% del PBI o quizá por debajo de este valor, si bien son valores menores a los esperados en un principio, no dejan de ser elevados. 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, sin embargo, la clave para la deuda argentina también pasa por la cuestión política además del apetito de riesgo mundial.



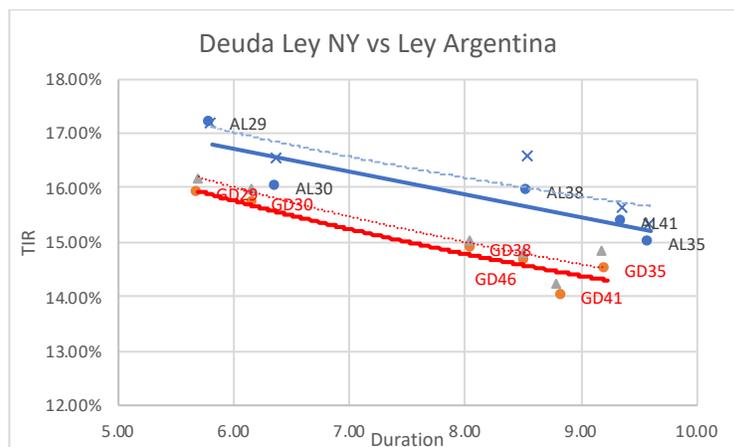
En el mes de diciembre se mantuvo la pax cambiaria, y la brecha entre el tipo de cambio oficial y los financieros se redujo a niveles cercanos al 68%, ubicándose por debajo del dólar solidario.

### Deuda en dólares

La semana pasada se realizó un nuevo canje de deuda en pesos por deuda en dólares Ley Argentina, particularmente por los Bonares vencimiento 2030 y 2035 tal cual se había hecho en noviembre. El objetivo de este canje es dar salida de las curvas en pesos a fondos del exterior, por hasta USD 750 millones, de estos, USD 400 millones se asignaron a Bonar 2030 a un precio

de 5675 con un factor de prorratio de 25.9% y USD 350 millones se entregaron de Bonar 2035 a un precio de 4975 y con un factor de prorratio de 89.99%. El tipo de cambio implícito de la operación estuvo en niveles de 140.38 si la salida es mep o 142.12 si es cable, algo por debajo de los niveles de tipo de cambio implícito de cierre del mercado de ese día (141.8 – 143.7). Al haberse ya colocado los USD 1500 millones establecidos en la ley 27561 se esperaría que no haya otra operación del estilo en el corto plazo. Se estimaba que había unos USD 2500 millones que quedaron “atrapados” en la curva en pesos a fines de octubre, con lo que quedarían unos USD 1000 millones después de estas operaciones.

En cuanto al comportamiento de mercado, los títulos en dólares tendieron a ver una recuperación en los últimos días, tal cual se observa en el desplazamiento hacia debajo de las curvas de rendimiento. En promedio la deuda ley americana subió 1% mientras que la ley local subió algo más del 2%. Tanto el Bonar 2030 como el 2035 vieron un outperformance.

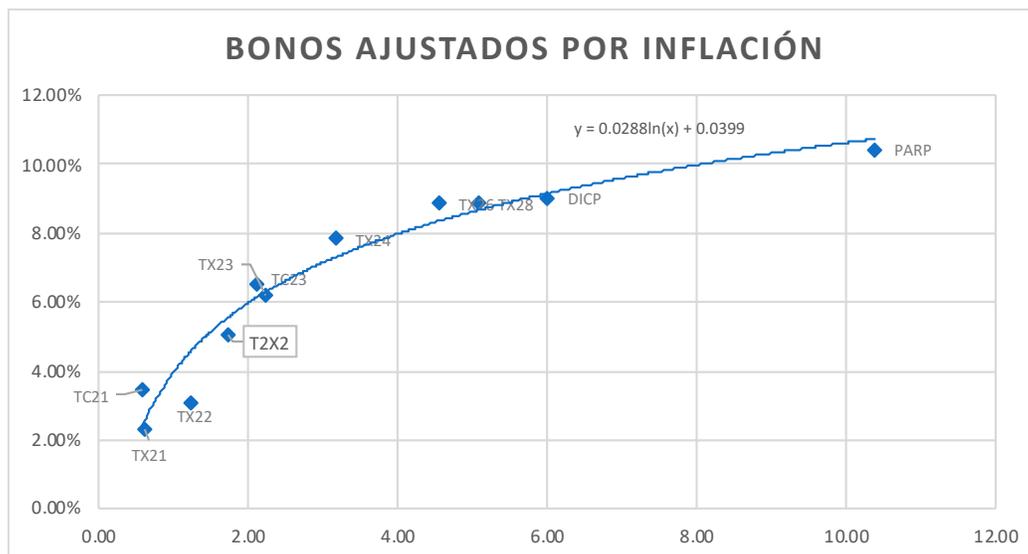


En materia de deuda dollar linked, no se registraron nuevas emisiones oficiales desde fines de octubre. Para quien debe mantener pesos, y busca cobertura del tipo de cambio oficial con un horizonte de al menos 6 meses, los títulos dollar linked pueden ser una alternativa de mediano plazo, dado que, si 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. Es de destacarse que el spread entre los títulos soberanos se redujo en la última semana, pasando de 186 pbs la semana pasada a 138 pbs en la actualidad.

Código	Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Dur	cupón	Vencimiento
T2V1	USD L Soberano	8630	103.98	-3.31%	1.12	0.10%	30-Nov-21
TV22	USD L Soberano	8564	103.18	-1.92%	1.54	0.10%	29-Apr-22

Código	Título	Variación Precio Pesos	Variación TIR pbs
T2V1	USD L Soberano	1.65%	(37)
TV22	USD L Soberano	2.55%	(84)

En cuanto a la deuda que ajusta por CER, se sigue viendo un fuerte empinamiento en la curva. En la parte corta los rendimientos ofrecen casi sólo cobertura por inflación, y algunos analistas esperan la misma supere las estimaciones del Relevamiento de Expectativas de Mercado que compila el BCRA, esto justificaría la exposición a tramo, así como el hecho de que la tasa real está en terreno negativo. Para quien busque exposición a este segmento de baja volatilidad el instrumento preferido sería el TX21, por su buena liquidez. Una alternativa válida para quien tenga una mayor tolerancia a la volatilidad es el TX23, con una duración de 2.2 años o el TX24 con una duración de 3.2 años que rinden 6.2 y 7.8 puntos por encima de inflación y buena liquidez. Si bien la duración de estos títulos ronda los 2 a 3 años, su volatilidad ha alcanzado más de 25% en los últimos meses, bastante por encima de lo que se esperaría para títulos cortos, debido al desarme de posiciones de fondos al realizarse nuevas emisiones Dollar Linked soberanas.



En cuanto a las expectativas de inflación implícitas en los precios de mercado, estas rondan el 51.33% considerando bonos con vencimiento en 1 año, mientras que, si se calcula con títulos con vencimiento en 2023, la misma ronda el 54%.

**BONOS CER**

Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir real	Duration
TC21	22-Jul-21	2.50%	407.3	3.45%	0.57
TX21	5-Aug-21	1.00%	129	2.34%	0.61
TX22	18-Mar-22	1.20%	121.5	3.05%	1.23
T2X2	20-Sep-22	1.30%	111.2	5.06%	1.72
TC23	6-Mar-23	4.00%	275	6.51%	2.10
TX23	25-Mar-23	1.40%	112	6.23%	2.22
TX24	25-Mar-24	1.50%	102.5	7.83%	3.16
TX26	9-Nov-26	2.00%	82.5	8.87%	4.55
TX28	9-Nov-28	2.25%	80.6	8.86%	5.07
DICP	31-Dec-33	5.83%	1869	9.04%	6.00
PARP	30-Sep-38	1.77%	710	10.44%	10.37

**BONOS A TASA FIJA**

Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir	Duration
TO21	3-Oct-21	18.20%	85.79	54.88%	0.73
TO23	17-Oct-23	16.00%	48.75	64.48%	2.02
TO26	18-Oct-26	15.50%	36.25	60.41%	2.52

**BONOS BADLAR**

Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir	Duration
TB21	5-Aug-21	BD +1%	103	44.00%	0.55

**LICITACIONES DE DEUDA EN PESOS**

El viernes pasado el Gobierno renovó el vencimiento de la S22D0 por ARS 12.077 millones y logró obtener financiamiento neto por ARS 31.604 millones. Se emitieron VNO ARS 4.141 millones de la Ledes S29E1 al 36%, VNO ARS 17.829 millones de la LEPASE S31M1 a tasa de pases + 150pbs y VNO ARS 40.776 millones de la LECER X21Y1 a CER + 0,40%. Mientras que el precio de corte de la S29E1 estuvo en línea con el mercado secundario, los rendimientos de la S31M1 y la X21Y1 estuvieron por encima.

La última licitación del año está programada para el 28 de diciembre y el gobierno buscará renovar ARA 125.305 millones de la LEDES S30D0.

Por otra parte, el Gobierno lleva renovado el 95% de los vencimientos entre noviembre y diciembre, cuando se había comprometido a alcanzar un porcentaje de renovación del 110%.

**NOVEDADES EN CANJES PROVINCIALES**
**CORDOBA**

Córdoba presentó la semana pasada una nueva enmienda 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 de Córdoba se extendió al 28 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.

### **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 anunció la semana pasada que logró una aceptación de 96.23% de su propuesta de reprogramación de deuda, con lo cual ahora la deuda de Río Negro pasa a vencer el 10 de marzo de 2028, tener una menor denominación (USD1.000) y un esquema step up de cupones como vemos a continuación.

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%

### **CHUBUT**

Chubut también logró una elevada aceptación de su propuesta de reestructuración, al alcanzar el 90.05% de aceptación. Por tanto, se enmiendan los términos del contrato de fideicomiso y la garantía, se realizó el pago por el consentimiento y se hicieron efectivas las modificaciones propuestas, que eran las siguientes: modificación del perfil de amortización que extiende la madurez del Bono hasta el 26 de julio de 2030, 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, y un refuerzo en la estructura de garantías, dado que regalías adicionales serán cedidas bajo la estructura modificada.

## CLAVES DE LA SEMANA

- Apetito de riesgo global e impacto de la nueva cepa de covid en la economía global
- Evolución de la brecha de tipo de cambio
- Financiamiento neto al Tesoro
- Datos fiscales

## 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. Un menor déficit al esperado para noviembre que deja el déficit en lo que va del año en 5% del PBI es positivo pero la situación sigue siendo muy delicada. 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. En la parte corta de la curva, el TX21 que rinde 2.35% es el título más líquido, mientras que en la parte media corta de la curva, el TX23 ofrece la mejor relación riesgo rendimiento para quien tenga una cierta tolerancia a la volatilidad. En materia de títulos dollar 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.