

# INFORME SEMANAL DE RENTA FIJA

18 DE ENERO DE 2020

## MERCADO DE DEUDA.

### Riesgo país.

En la última semana, el riesgo país volvió a subir, 57 puntos básicos a 1452 al 18 de enero, ante el aumento de probabilidad de un escenario donde un mejor precio de la soja potencialmente permitiría al gobierno postergar una devaluación del tipo de cambio nominal y darle mayor margen de maniobra, permitiéndole comprar reservas y poder prescindir por mayor tiempo de un acuerdo con el FMI.

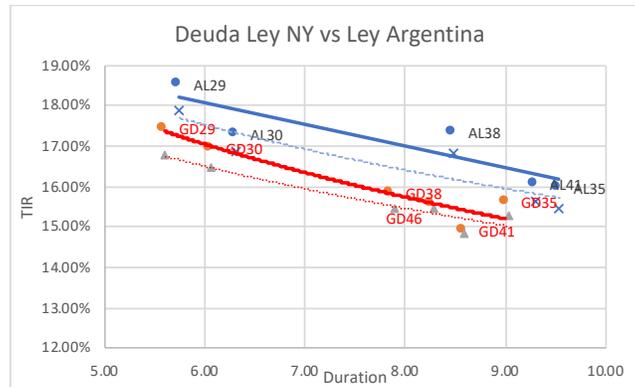


Al menos esa hipótesis parecería ser consistente con el escenario de mejora de precios de soja que sin embargo, no ha tenido una repercusión positiva en las cotizaciones de los títulos argentinos e incluso han tendido a la baja en los últimos días.

En tanto, la brecha entre el tipo de cambio oficial y los financieros se mantuvo sin grandes cambios en la semana.

### Deuda en dólares

En cuanto al comportamiento de mercado, los títulos en dólares mantuvieron la tendencia a la baja, un 2.2% en promedio en la semana.



LEY NY									
Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Duration	M Duration	Vencimiento	Cupón	Código	
Arg 29	6150	41.15	17.43%	5.59	5.46	9-Jul-29	1%	GD29	
Arg 30	5802.5	38.70	16.96%	6.06	6.01	9-Jul-30	Step Up	GD30	
Arg 35	5115	34.50	15.63%	9.01	9.09	9-Jul-35	Step Up	GD35	
Arg 38	5850	39.00	15.84%	7.85	8.22	9-Jan-38	Step Up	GD38	
Arg 41	5450	36.25	14.92%	8.58	9.04	9-Jul-41	Step Up	GD41	
Arg 46	5100	34.60	15.60%	8.26	8.85	9-Jul-46	Step Up	GD46	
Promedio									
LEY ARGENTINA									
Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Duration	M Duration	Vencimiento	Cupón	Código	
Arg 29	5840	39.40	18.54%	5.74	5.09	9-Jul-29	1%	AL29	
Arg 30	5645	38.25	17.28%	6.30	5.57	9-Jul-30	Step Up	AL30	
Arg 35	4991.5	33.70	15.99%	9.53	8.31	9-Jul-35	Step Up	AL35	
Arg 38	5250	35.40	17.36%	8.48	7.03	9-Jan-38	Step Up	AE38	
Arg 41	4980	33.40	16.08%	9.29	7.74	9-Jul-41	Step Up	AL41	

Precios en USD cable.

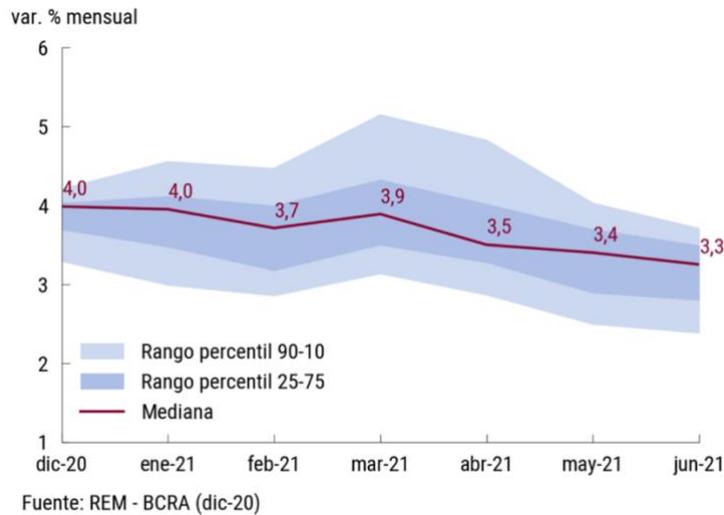
En materia de deuda dólar linked, se vio una leve suba en la semana. Creemos que para el tenedor de pesos, con un horizonte de al menos 6 meses, los títulos dólar link pueden ser una alternativa, dado que, si bien las presiones cambiarias se han calmado por el momento, la situación macro es delicada, y el nivel de reservas netas sigue siendo muy bajo. Como cobertura ante un potencial salto discreto de tipo de cambio a mediano plazo, los títulos dólar linked son la cobertura más barata. El spread entre los títulos soberanos es de 135 pbs actualmente respecto de 162 pbs la semana pasada.

Código	Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Dur	cupón	Vencimiento
T2V1	USD L Soberano	8930	103.99	-4.31%	0.86	0.10%	30-Nov-21
TV22	USD L Soberano	8935	104.05	-2.96%	1.28	0.10%	29-Apr-22

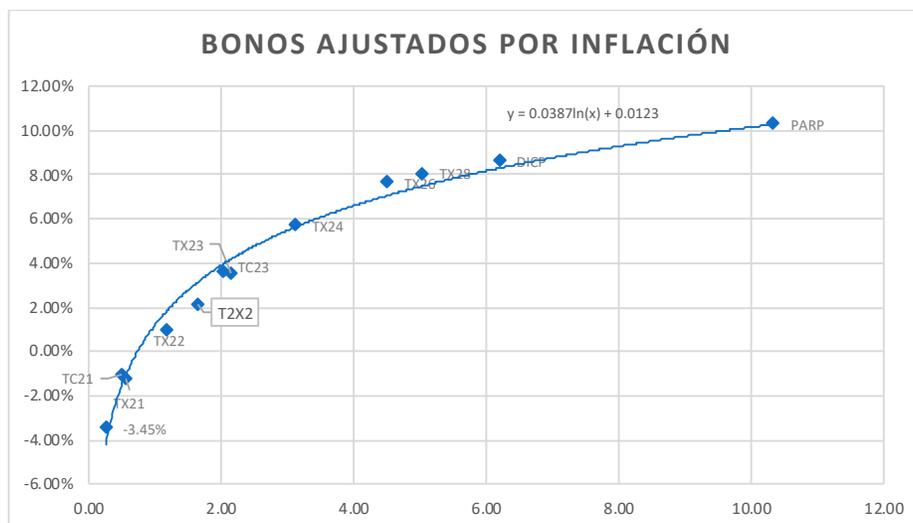
Código	Título	Variación Precio Pesos	Variación TIR pbs
T2V1	USD L Soberano	0.56%	(7)
TV22	USD L Soberano	0.85%	(24)

En cuanto a la deuda que ajusta por CER, la inflación de diciembre salió en línea con las expectativas en 4%, confirmándose una aceleración que se mantendría en enero y tendería a desacelerarse en los próximos meses de acuerdo a las expectativas reflejadas en el REM.

### Expectativas de inflación REM Diciembre 2020



En cuanto a la curva de títulos CER, se mantuvo fuertemente empujada en la semana, ya que el firme dato de diciembre continuó traccionando al alza los precios de los títulos cortos hundiendo sus rendimientos en terreno cada vez más negativo, mientras que los títulos de duración media también avanzaron aunque en menor medida. Para quien busque exposición a este segmento y tenga cierta tolerancia a la volatilidad, la mejor alternativa es el TX24 con una duración de 3.2 años que rinden 5.73 puntos por encima de inflación.



Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir real	Duration
TC21	22-Jul-21	2.50%	429	-1.01%	0.50
T2X1	17-Apr-21	1.10%	126.6	-3.45%	0.24
TX21	5-Aug-21	1.00%	135.4	-1.24%	0.54
TX22	18-Mar-22	1.20%	128.05	1.03%	1.16
T2X2	20-Sep-22	1.30%	120.25	2.10%	1.65
TC23	6-Mar-23	4.00%	300	3.67%	2.03
TX23	25-Mar-23	1.40%	122.2	3.52%	2.15
TX24	25-Mar-24	1.50%	112.6	5.73%	3.10
TX26	9-Nov-26	2.00%	89.6	7.69%	4.49
TX28	9-Nov-28	2.25%	86.5	8.05%	5.02
DICP	31-Dec-33	5.83%	1910	8.64%	6.18
PARP	30-Sep-38	1.77%	745	10.29%	10.33

En cuanto a las expectativas de inflación implícitas en los precios de mercado, estas rondan el 54% considerando bonos con vencimiento en 2021, mientras que si se calcula con títulos con vencimiento en 2023, la misma ronda el 53.6%.

#### BONOS A TASA FIJA

Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir	Duration
TO21	3-Oct-21	18.20%	90.6	49.46%	0.66
TO23	17-Oct-23	16.00%	54.85	57.75%	1.99
TO26	18-Oct-26	15.50%	38.5	58.69%	2.50

#### BONOS BADLAR

Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir	Duration
TB21	5-Aug-21	BD +1%	105.5	44.60%	0.48

#### LICITACION DEL TESORO

El jueves 14 el Gobierno colocó Letras y Bonos del Tesoro en pesos por ARs 56.433 millones. A diferencia de licitaciones previas, no había a vencimientos de capital. El Tesoro colocó VNO 25.548 millones de la Ledes SM311 al 38,25%, VNO 21.669 millones de la Lepase S31M1 a tasa de pases pasivos a 7 días + 125pbs, VNO 6.828 millones de la Lecer X13S1 a CER + 0,45% y VNO 1.798 millones del Boncer T2X2 a CER + 2,4%. Lo más destacable pasa por el hecho de que los precios de los dos instrumentos atados a CER cortaron por encima de los precios mínimos establecidos. La próxima licitación está programada para el 27 de enero, cuando el Gobierno se enfrentará a los vencimientos de la Ledes S29E1 y Lepase SE291 por un total de ARs 191.499 millones.

#### NOVEDADES PROVINCIALES

##### CÓRDOBA

La provincia anunció la semana pasada una nueva enmienda a los términos de su propuesta después de reunirse con el grupo ad hoc de tenedores de la provincia. La nueva enmienda deja a la propuesta de la provincia en términos que son aceptados por el grupo de acreedores, que ya ha anunciado su respaldo a la misma ([link](#)).

Adicionalmente la provincia ha prorrogado el período de aceptación de ofertas que vencía el 14 de enero al 22 de enero a las 17 hs de la ciudad de Nueva York, y el anuncio de resultados así como la liquidación de la operación se espera que se realice el 26 de enero.

Las últimas mejoras a la propuesta incluyen un incremento en la tasa promedio, un repago más temprano del capital y un mayor pago de los intereses vencidos en efectivo, pasando el 30% propuesto anteriormente a un 60% ahora, a quienes acepten la propuesta. A continuación detallamos las condiciones de la propuesta final y su valuación.

### Resumen propuesta

	PDCAR 7.125% 2021	PDCAR 7.45% 2024	PDCAR 7.125% 2027
Vencimiento	10-Dec-25	1-Jun-27	1-Feb-29
Cupones	Liq al 10-6-2021 3% Jun 21 a Jun 22 5% Jun 22 a Dic 25 6.875%	Liq al 10-6-2021 3% Jun 21 a Jun 22 5% Jun 22 a Dic 27 6.99%	Liq al 1-8-2021 3% ago 21 a ago 22 5% ago 22 al vto 6.875%
Interés	Semestral desde 10 jun 2021	Semestral desde 10 jun 2021	Semestral desde ago 2021
Amortización	6 cuotas semestrales desde jun 2023	4 cuotas semestrales de 25% desde dic 2025	4 cuotas semestrales de 25% desde dic 2027

### Valuación de la propuesta

	PDCAR 7.125% 2021	PDCAR 7.45% 2024	PDCAR 7.125% 2027
Valuación Propuesta			
Cash	2.694	2.817	2.085
VN	101.796	101.878	101.390
VPN a 12%	88.635	80.380	75.214
Valor propuesta al 12%	92.921	84.706	78.344

La propuesta de Córdoba luce razonable y tiene sentido aceptarla ahora que ya cuenta con el apoyo del grupo de acreedores.

### NOVEDADES CORPORATIVAS

#### YPF

El canje propuesta de YPF tuvo una fuerte reacción del mercado, ya que la empresa no sólo buscó refinanciar el bono con vencimiento en 2021 sino que también quiso incluir casi toda su deuda en dólares bajo ley NY.

Fitch y S&P bajaron la calificación de YPF , por considerar el canje "coercitivo" en el caso de Fitch, que bajó la calificación a C de CCC, mientras que S&P la bajó a CC de CCC-, y considera la operación "oportunista".

En términos legales, la propuesta incluye una solicitud de consentimiento para quitar a los títulos de los acreedores que no la aceptaran covenants restrictivos y los eventos de default. Las enmiendas propuestas requerían el voto afirmativo de una mayoría de tenedores de 60% del capital agregado de las notas en circulación. En ausencia de una mayoría que diera un voto positivo, un segundo aviso definiría a los tenedores elegibles que representarían una mayoría de por lo menos 30% como quorum. **Sin embargo, ante quejas y preocupaciones del grupo ad hoc de acreedores de YPF, que se armó en respuesta, la empresa realizó una enmienda en la que determinó que se requiere un consentimiento de, al menos, un 50% de acreedores de una serie para realizar modificaciones, en línea con las prácticas habituales en los mercados internacionales.**

Los títulos de YPF tuvieron una muy fuerte reacción negativa en el mercado al conocerse la propuesta, con excepción de los títulos al 2021 y los 2025 nuevos, el resto vió bajas del 10 al 15% desde el anuncio. El grupo de acreedores de YPF manifestó hoy su rechazo a la misma, indicando que cuentan con una tenencia de más de 25% de los títulos de la empresa, y puntualmente más de 40% de los bonos que vencen en 2021 y más del 50% de los que vencen en 2025 ( [Link](#) al comunicado).Recordamos las fechas y términos de la propuesta.

#### CANJE

etapa temprana	21 de enero de 2021
etapa tardía	4 de febrero de 2021
Liquidación	9 de febrero de 2021

#### Deuda elegible y propuesta de canje

Bono	Monto en Círc.	Etapa temprana	Etapa tardía
YPF 8.5% 2021	USD 412.6MM	VN USD 1025 YPF 2026 Cash USD 157	USD 1182 YPF 2026
YPF 8.75% 2024	USD 1522.1 MM	VN USD 511 YPF 2026 VN USD 700 YPF 2029 VN USD 1143 YPF 2026	USD 1211 YPF 2029
YPF 8.5% 3-2025	USD 542 MM	ó VN USD 583 YPF 2026 VN USD 625 YPF 2029	VN USD 1208 YPF 2025
YPF 8.5% 7-2025	USD 1500 MM	VN USD 174 YPF 2026 VN USD 500 YPF 2029 VN USD 500 YPF 2033	VN USD 587 YPF 2029 VN USD 587 YPF 2033
YPF 2027	USD 1000 MM	VN USD 144 YPF 2026 VN USD 1000 YPF 2033	VN USD 1144 YPF 2033
YPF 2029	USD 500 MM	VN USD 182 YPF 2026 VN USD 1000 YPF 2033	VN USD 1182 YPF 2033
YPF 2047	USD 750 MM	VN USD 153 YPF 2026 VN USD 950 YPF 2033	VN USD 1103 YPF 2033

## Condiciones de títulos nuevos

Bono	Cupón	Renta	Vencimiento	Amortización	Garantía
YPF 2026	8.5%	trimestral	28-Oct-29	15 cuotas trim.	Exportaciones
YPF 2029	8.5%	Semestral	30-dic-29	4 cuotas anuales	Sin garantía
YPF 2033	7%	Semestral	30-Sep-33	4 cuotas anuales	Sin garantía

## Valuación Nuevos títulos

Supuestos		
Bono	Tasa de descuento	Valor Presente Neto
YPF 2026	10%	81.82
YPF 2029	14%	64.23
YPF 2033	14%	52.04

	Etapa Temprana	Etapa tardía
YPF 2021	99.56	96.71
YPF 2024	86.77	77.79
YPF Mar 2025	93.52	
	ó	77.59
	87.85	
YPF Jul 2025	72.37	68.25
YPF 2027	63.82	59.54
YPF 2029	66.93	61.51
YPF 2047	62.28	57.40

Este es un ejercicio teórico a fin de evaluar la propuesta. Probablemente esta propuesta sea un primer paso hacia una reestructuración más integral de la deuda de YPF pero para ello se deberá contar con el acuerdo de los acreedores. La negociación recién empieza.

## Claves de la semana

- Avance de la pandemia
- Asunción de Biden en EEUU
- Evolución de la brecha de tipo de cambio
- Financiamiento neto al Tesoro

## 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. Con un acuerdo con el FMI más alejado en el horizonte y un año eleccionario, sería de esperar que los títulos negocien en un rango. 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 principal driver positivo, es la posibilidad de un acuerdo con el FMI.

En materia de instrumentos en pesos, las alternativas pasan por los títulos dólar linked soberanos y la curva CER. En la parte media, el TX24, ofrece la mejor relación riesgo rendimiento.