

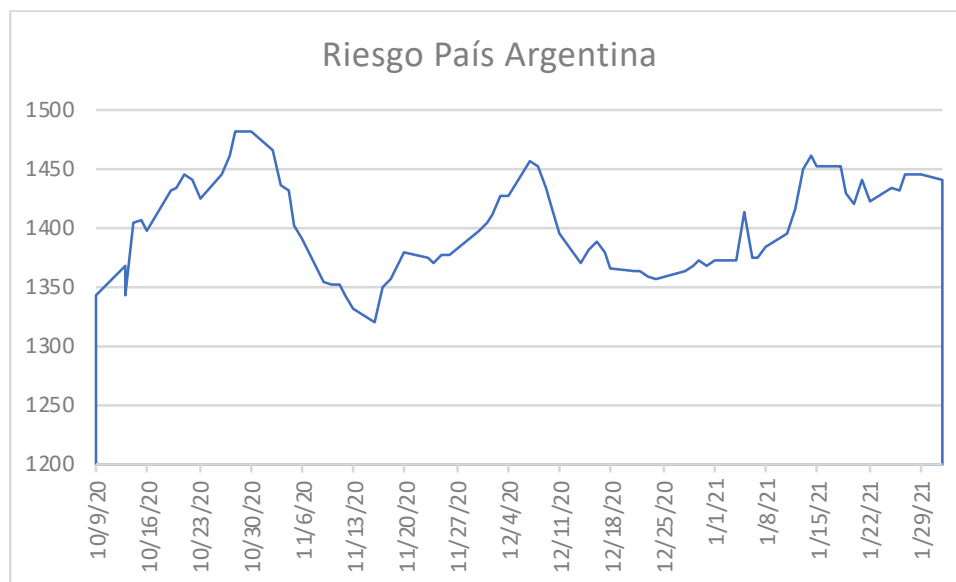
INFORME SEMANAL DE RENTA FIJA

2 DE FEBRERO DE 2021

MERCADO DE DEUDA.

Riesgo país.

En la última semana, el riesgo país subió 7 puntos básicos a 1440, en un contexto global donde las dificultades en el avance de las campañas de vacunación son el principal tema de discusión mientras que se insiste en ayudas extraordinarias fiscales y monetarias que llevan a ver rendimientos negativos en gran parte de la deuda de países desarrollados, un contexto muy favorable para cualquier deudor. En Argentina, existen dos escenarios para la política económica de los próximos meses, por un lado, el ministro Guzmán insiste en la búsqueda de un acuerdo con el FMI para abril o mayo, mientras que, por otra parte, un ala más política busca postergar el acuerdo para después de las elecciones y aprovechar la bonanza de los precios de la soja y el maíz para recomponer reservas en los próximos meses.

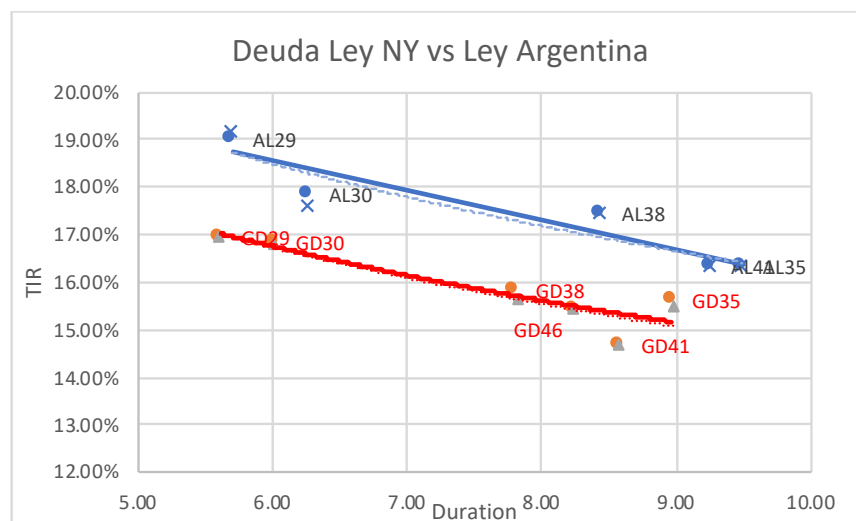


Deuda en dólares

En cuanto al comportamiento de mercado, los títulos en dólares tanto ley americana como ley local vieron una baja marginal en la semana. En tanto, la brecha entre el tipo de cambio oficial y

los financieros tendió a ampliarse levemente a niveles en torno a 152 en promedio respecto de 151, la semana anterior.

Si bien la baja paridad de los títulos y los pagos manejables que debe hacer el país en los próximos dos años hacen ver al país atractivo respecto a pares, la incertidumbre política y económica y la falta de drivers positivos de corto plazo hacen pensar que hasta que no haya indicios de proximidad de un acuerdo con el FMI, los títulos se mantendrán en un rango. Quien busque estar posicionado en deuda argentina debería hacerlo en títulos ley americana con la menor paridad como el Global 2035 o en caso de buscar títulos con mejor protección en materia de derechos legales los Globales 2038.



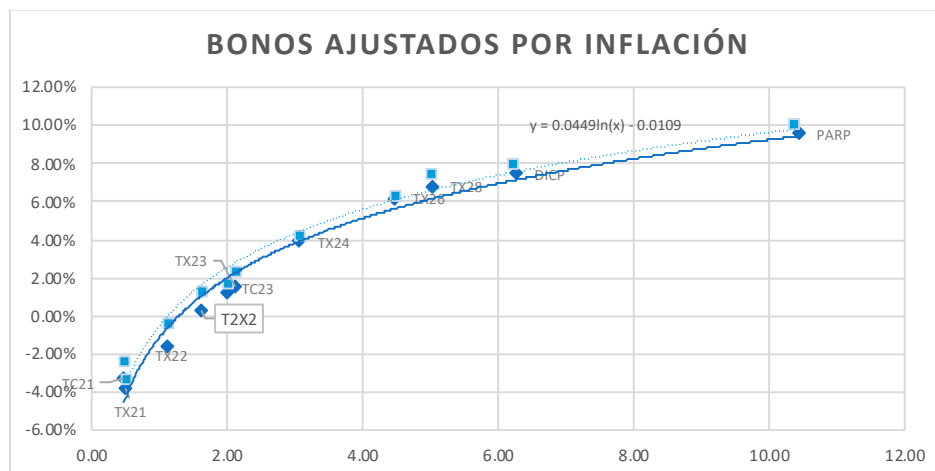
Precios en USD cable.

En materia de deuda dólar linked, se vio un outperformance, ya que ambos títulos subieron más que el tipo de cambio oficial, pero particularmente se destacó el TV22, con una suba de 2.07%. 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 se redujo a menos de 100 pbs.

Código	Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Dur	cupón	Vencimiento
T2V1	USD L Soberano	9144	104.37	-4.89%	0.83	0.10%	30-Nov-21
TV22	USD L Soberano	9239	105.46	-4.08%	1.25	0.10%	29-Apr-22

Código	Título	Variación Precio Pesos	Variación TIR pbs
T2V1	USD L Soberano	1.20%	(34)
TV22	USD L Soberano	2.07%	(89)

En cuanto a la deuda que ajusta por CER, esta sigue viendo interés, dado que las presiones inflacionarias se mantienen en enero que podría arrojar otro mes de suba en torno a 4%. La curva de títulos CER se volvió a desplazar hacia abajo, y sigue mostrando una fuerte pendiente. Para quien busque exposición a este segmento y tenga cierta tolerancia a la volatilidad, la mejor alternativa es el TX26 con una duración de 4.4 años que rinden 6 puntos por encima de inflación.



En cuanto a las expectativas de inflación implícitas en los precios de mercado, estas rondan el 49% considerando bonos con vencimiento en 2021 (se vio una fuerte suba en el Bote 2021 en la semana), 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%	435.25	-3.26%	0.47
TX21	5-Aug-21	1.00%	139.4	-3.81%	0.50
TX22	18-Mar-22	1.20%	134	-1.54%	1.12
T2X2	20-Sep-22	1.30%	126	0.25%	1.61
TC23	6-Mar-23	4.00%	320	1.27%	2.00
TX23	25-Mar-23	1.40%	129.46	1.58%	2.11
TX24	25-Mar-24	1.50%	120.95	3.92%	3.06
TX26	9-Nov-26	2.00%	97.3	6.18%	4.47
TX28	9-Nov-28	2.25%	93.5	6.81%	5.02
DICP	31-Dec-33	5.83%	2085	7.46%	6.26
PARP	30-Sep-38	1.77%	814	9.57%	10.43

BONOS A TASA FIJA					
Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir	Duration
TO21	3-Oct-21	18.20%	94.5	43.38%	0.62
TO23	17-Oct-23	16.00%	58	54.79%	1.97
TO26	18-Oct-26	15.50%	39.9	57.62%	2.48

BONOS BADLAR					
Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir	Duration
TB21	5-Aug-21	BD +1%	107.6	43.12%	0.45
BDC22	23-Jan-22	BD +5%	100	47.16%	0.85
BDC24	29-Mar-24	BD +3.25%	82	62.38%	1.75
PBA25	12-Apr-25	BD +3.75%	82	59.45%	1.99

LICITACION DEL TESORO

El miércoles pasado, el Gobierno colocó Letras y Bonos del Tesoro en pesos por ARs 199.947 millones, algo por encima de los vencimientos de capital que enfrentaba por ARS 192 mil millones, obteniendo así financiamiento neto por algo más de ARS 8 mil millones. Colocó VNO 47.511 millones de la nueva Lede con vencimiento en abril al 37,75%, VNO 18.841 millones de la nueva Lede con vencimiento en Junio al 38,50%, VNO 62.953 millones de la nueva Lepase con vencimiento en Abril a tasa de pases pasivos a 7 días + 150pbs, VNO 14.395 millones de la nueva Lepase con vencimiento en Junio a tasa de pases pasivos a 7 días + 225pbs, VNO 29.074 millones del Boncer T2X2 a CER + 1,4%. VNO 21.571 millones del Boncer TX23 a CER + 2,5%. El 53% de la demanda se concentró en las nuevas letras con vencimiento en abril mientras que solo 15% demandó las letras con vencimiento en Junio y el 32% restante se concentró los BonCer. En enero, se consiguieron \$ 33 mil millones de financiamiento neto.

CRONOGRAMA

Mes	Licitación	Liquidación
	Miércoles 3	Viernes 5
FEBRERO	Miércoles 24	Viernes 26

NOVEDADES PROVINCIALES

SALTA

La provincia anunció que llegó a un acuerdo con los acreedores por su bono en dólares al 2024, para el cual la propuesta consiste en extender el vencimiento final al 2027, amortizar el título en 10 cuotas semestrales crecientes y pagar cupones step up, comenzando por un 4% por el primer período para luego subir por un año a 5% y luego mantenerse en 8.5%.

Términos de los Nuevos Bonos	<p>Los Bonos Nuevos se emitirán y devengarán intereses a partir de la Fecha de Liquidación y tendrán los siguientes términos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Vencerán el 1 de Diciembre de 2027 • Amortizarán en 10 cuotas semestrales a partir del 1 de Junio de 2023 de la siguiente manera: <p>1 de Junio de 2023 5%</p> <p>1 de Diciembre de 2023 5%</p> <p>1 de Junio de 2024 7,5%</p> <p>1 de Diciembre de 2024 7,5%</p> <p>1 de Junio de 2025 12,5%</p> <p>1 de Diciembre de 2025 12,5%</p> <p>1 de Junio de 2026 12,5%</p> <p>1 de Diciembre de 2026 12,5%</p> <p>1 de Junio de 2027 12,5%</p> <p>1 de Diciembre de 2027 12,5%</p> <ul style="list-style-type: none"> • Devengarán intereses a una tasa de: <ul style="list-style-type: none"> ◦ 4,00% por año, pagadero en efectivo, desde la fecha de liquidación hasta el 1 de Junio de 2021, con el primer cupón pagadero el 1 de Junio de 2021; ◦ 5,00% por año, pagadero en efectivo a semestre vencido, desde el 1 de Junio de 2021 hasta el 1 de Junio de 2022; y ◦ 8,5% por año, pagadero en efectivo a semestre vencido, desde el 1 de Junio 2022 hasta vencimiento
Tratamiento de Intereses Devengados	<p>El 60% de todos los intereses devengados y no pagados sobre los Bonos Existentes pendientes a la Fecha de Liquidación se pagarán en efectivo en la Fecha de Liquidación y el 40% se capitalizarán a través de la emisión de Bonos Nuevos.</p>

Los nuevos términos son aceptados por el grupo de acreedores ad hoc que tiene un 40% de la emisión y manifestó públicamente su apoyo a la propuesta ([Link](#)).

El título de Salta cotiza a niveles clean en torno a los USD 56. Aún si el nuevo título se descontara a una tasa de 16%, la propuesta valdría aproximadamente USD 72.89, un nivel sustancialmente por encima de los USD 61 que cotiza el título actualmente.

PROVINCIA DE BUENOS AIRES

La provincia volvió a extender el vencimiento de su oferta de canje por enésima vez, al 26 de febrero, sin haber realizado cambios a la propuesta original. En la semana, hubo una manifestación por parte del grupo de acreedores ad hoc de la provincia, expresando su preocupación por el prolongado default de la provincia, advirtiendo que de no haber novedades podrían ejercer sus derechos contractuales en cualquier momento ([Link](#) a la declaración).

NOVEDADES CORPORATIVAS

YPF

A la enmienda que YPF realizó a su propuesta de canje la semana pasada, se sumó una nueva enmienda el lunes 1 de febrero, que consiste en una mejora en el valor presente de la oferta por el Bono 2021. Ahora, la empresa ofrece USD 283 en efectivo y VN USD 824 del bono con garantías YPF 2026, en lugar de los USD 158 y VN USD 949 YPF 2026 ofrecidos anteriormente. Esto implica una mejora de 2% en el VPN de la propuesta, apuntando a aumentar el atractivo de la misma y la principal preocupación de la empresa, enfrentar el próximo vencimiento de deuda.

Si se estima como caso base una tasa de descuento de 11% para el título garantizado y de 15% para los no garantizados, el valor presente de los nuevos títulos sería el siguiente:

Supuestos			
Bono	Tasa de descuento	Valor Presente Neto	Duration
YPF 2026	11%	87.10	3.13
YPF 2029	15%	66.57	5.41
YPF 2033	15%	50.72	7.66

Y el valor presente de la propuesta para las distintas series de títulos elegibles quedaría de la siguiente manera:

Propuesta	
YPF 2021	100.07
YPF 2024	84.83
YPF Mar 2025	92.24
	ó
	85.94
YPF Jul 2025	71.56
YPF 2027	63.39
YPF 2029	62.92
YPF 2047	58.20

La propuesta ha sido mejorada particularmente para los inversores de YPF 8.5% 2021 quienes de todas formas se ven limitados a aceptar la oferta, dadas las restricciones cambiarias y regulatorias que afectan a las empresas para atender sus vencimientos de deudas en dólares.

Por otra parte, hay que considerar que los acreedores institucionales se han agrupado en un comité ad hoc que está compuesto por 13 inversores institucionales que actúan en nombre e interés de sus clientes y son titulares de más del 25% del total de los Bonos en circulación, incluyendo aproximadamente 40% de los Bonos con vencimiento en 2021 y 2024 y más del 50%

de los Bonos con vencimiento en marzo 2025. **Todavía no se ha conocido la respuesta del grupo a estas últimas enmiendas, pero cualquier negociación exitosa debería tener el acuerdo de los grupos de acreedores.**

Cuestiones Legales

Para modificar las condiciones de los títulos en circulación, se requiere un 50% de aceptación de los tenedores de cada serie de títulos. La asamblea de tenedores se convocó para el 11 de febrero, después de no haber logrado quorum el 25 de enero.

Fechas importantes

5 de febrero: Vencimiento de la oferta

11 de febrero: Fecha de emisión y liquidación de la operación. Convocatoria a asamblea de tenedores de deuda.

Claves de la semana

- Avance de las campañas de vacunación
- Evolución de la brecha de tipo de cambio
- Financiamiento neto al Tesoro
- Precio de la soja

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 caso YPF (propuesta de canje de toda la deuda y el cambio en la dirección) es un ejemplo de la falta de visibilidad con que se tiene que manejar el mercado y la explicación de los elevados spreads. Con un acuerdo con el FMI en discusión 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 de esta última curva, el TX26, ofrece la mejor relación riesgo rendimiento.



Respecto del canje de YPF, es de esperar que se llegue a un acuerdo al menos para el título con vencimiento próximo, cuya oferta fue mejorada dos veces respecto de la propuesta original, mientras que para el resto de los títulos no parece haber mayor incentivo por lo cual sería prudente esperar las declaraciones de los inversores institucionales agrupados en el comité ad hoc quienes, por sus tenencias, tienen la llave para la negociación.

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.