

INFORME SEMANAL DE RENTA FIJA

8 DE FEBRERO DE 2021

CANJE YPF: LA CUARTA ES LA VENCIDA.

NUEVA ENMIENDA AL CANJE DE YPF

YPF volvió a realizar una enmienda a la oferta de canje de su bono 2021, cambiando la proporción de efectivo y títulos si se acepta antes del vencimiento de la etapa temprana, que se definió el 10 de febrero de 2021 a las 23.59 hora de Nueva York (los custodios suelen anticipar los vencimientos 48hs) mientras que definió una etapa tardía para dicho título solamente con vencimiento el 25 de febrero. En caso de aceptar, la oferta en la etapa tardía se recibe la propuesta anterior. El grupo de acreedores Ad hoc que previamente rechazaba la oferta, negoció con la compañía y según declaraciones, respaldaría esta última oferta para el YPF2021.

Para el resto de los títulos la oferta no sufrió modificaciones mientras que el vencimiento de la misma es el 10 de febrero.

En la última enmienda, la empresa ofrece por el canje de su título al 2021 USD 408 n efectivo y VN USD 699 del bono con garantías YPF 2026, en lugar de los USD 283 y VN USD 824 YPF 2026 ofrecidos anteriormente. Esto implica una mejora de 1.6% en el VPN de la propuesta, respecto de la anterior y del 3.3% respecto de la propuesta de hace dos semanas, apuntando a aumentar el atractivo de esta. La principal preocupación de la empresa es 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	

Bono	Cupón inicial	Cupón	Renta	Vencimiento	Amortización
YPF 2026 Clase XVI	4%	9.0%	trimestral	12-Feb-26	13 cuotas trim.
YPF 2029 Clase XVII	2.50%	9.0%	Semestral	30-Jun-29	7 cuotas semestrales
YPF 2033 Clase XVIII	1.50%	7.0%	Semestral	30-Sep-33	4 cuotas anuales

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

	Propuesta	Propuesta etapa tardía
YPF 2021	101.68	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	

	Ratios de canje	Ratios ETAPA TARDIA
YPF 2021	VN USD699 YPF 2026 Cash USD 408	VN USD824 YPF 2026 Cash USD 283
YPF 2024	VN USD 439 YPF 2026 VN USD 700 YPF 2029	
YPF Mar 2025	VN USD 1059 YPF 2026 ó VN USD 509 YPF 2026 VN USD 625 YPF 2029	
YPF Jul 2025	VN USD 121 YPF 2026 VN USD 650 YPF 2029 VN USD 350 YPF 2033	
YPF 2027	VN USD 100 YPF 2026 VN USD 250 YPF 2029 VN USD 750 YPF 2033	
YPF 2029	VN USD 140 YPF 2026 VN USD 1000 YPF 2033	
YPF 2047	VN USD 115 YPF 2026 VN USD 950 YPF 2033	

Al momento de realizar la última enmienda, la compañía indicó los porcentajes de aceptación de la propuesta hasta el 5 de febrero, a saber:

- 14.18% de YPF 2021
- 42% de YPF 2024
- 34.4% de YPF Mar 2025
- 23.93% de YPF Jul 2025
- 18.61% de YPF 2027
- 19.64% de YPF 2029
- 27.26% de YPF 2047

Con este nivel de aceptación, ya la compañía se encuentra en condiciones de cumplir con el mínimo de USD 500 millones por serie para emitir. Es de imaginar que la aceptación del YPF 2021 sea superior dado el respaldo de todos los grupos de bonistas.

Estimación de las nuevas emisiones en función a los porcentajes de aceptación al momento

	Monto en circulación	Aceptación	MONTO DE LA NUEVA DEUDA A EMITIR		
			YPF 2026	YPF 2029	YPF 2033
YPF 2021	412,652,000	15%	42,112,787	-	-
YPF 2024	1,522,165,000	42%	280,656,783	447,516,510	-
YPF Mar 2025	542,806,000	34.40%	197,742,055	-	-
YPF Jul 2025	1,500,000,000	24%	43,560,000	234,000,000	126,000,000
YPF 2027	1,000,000,000	18.60%	18,600,000	46,500,000	139,500,000
YPF 2029	500,000,000	19.60%	13,720,000	-	98,000,000
YPF 2047	750,000,000	27.30%	23,546,250	-	194,512,500
Total	6,227,623,000	28%	619,937,874	728,016,510	558,012,500

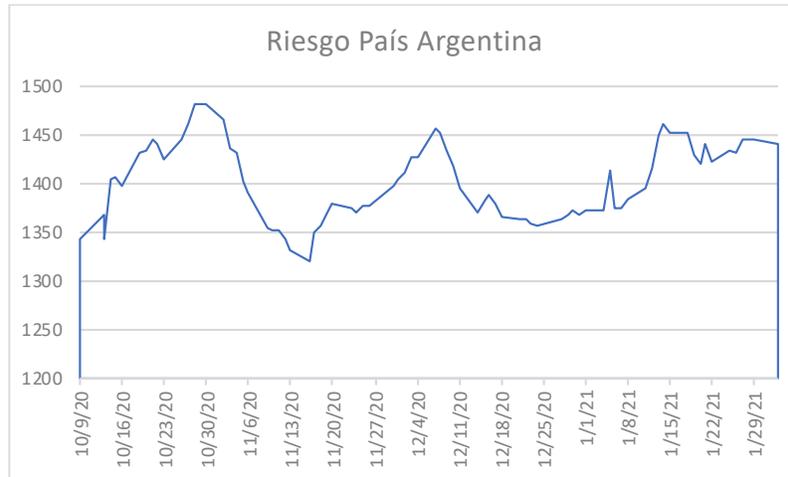
Cuestiones Legales

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.

MERCADO DE DEUDA

En la última semana, el riesgo país se mantuvo estable en 1440 puntos básicos, sin grandes cambios en la escena local más allá de las mejoras del canje de YPF que acercan las posiciones entre las partes, y una nueva normativa del BCRA que flexibiliza la posibilidad de financiamiento de empresas que registran exportaciones. Mediante la Comunicación "A" 7218, el BCRA dispuso que las compañías que exportan que emitan títulos de deuda en el mercado internacional puedan recibir hasta un cuarto del total que buscan de personas jurídicas que tienen dólares depositados en el país. Allí establece que los bancos podrán dar acceso al mercado de cambios a residentes para la cancelación en el exterior de los servicios de capital e intereses de emisiones de títulos de deuda con registro en el exterior, pero hay algunas condiciones, por ejemplo, que las empresas exportadoras emitan a no menos de cinco años y que, además, realicen el primer pago parcial de capital (si lo tuvieran) como mínimo a los tres años.

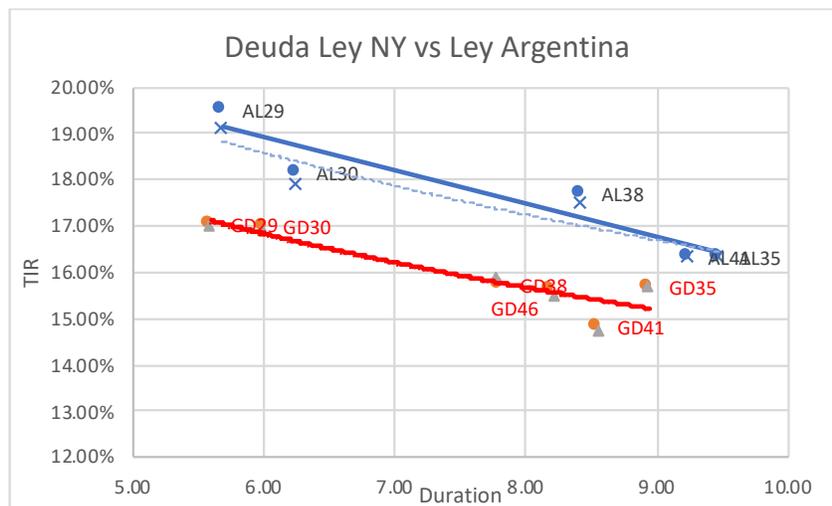
Por otra parte, el acuerdo con el FMI ha vuelto a la agenda política. Sin embargo, no será fácil acercar posiciones, dado que se exigirá un plan fiscal y monetario, y no luce fácil en un año electoral.



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 levemente al alza niveles en torno a 152.5 en promedio respecto de 152, 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.



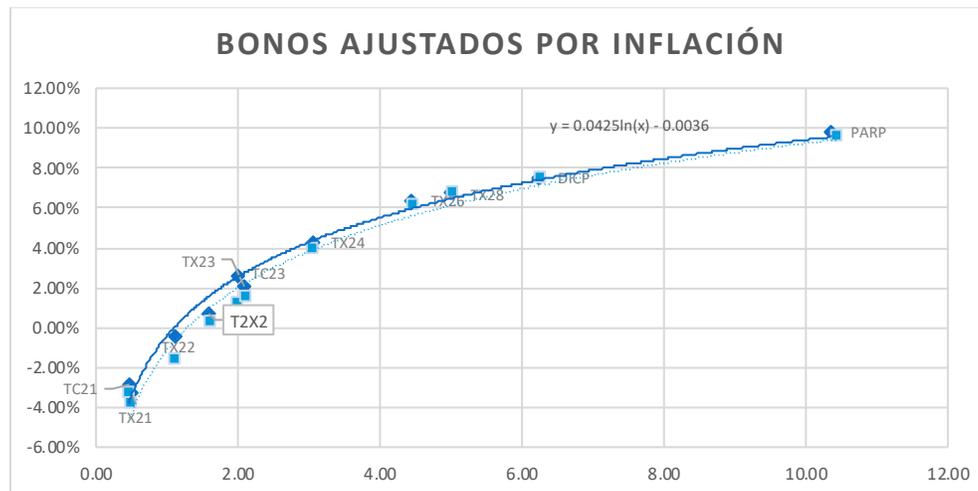
Precios en USD cable.

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 1.31%. Para el tenedor de pesos, con un horizonte hasta después de las elecciones, 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. El spread entre los títulos soberanos se redujo a 81 pbs.

Código	Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Dur	cupón	Vencimiento
T2V1	USD L Soberano	9225	104.82	-5.51%	0.81	0.10%	30-Nov-21
TV22	USD L Soberano	9360	106.35	-4.80%	1.23	0.10%	29-Apr-22

Código	Título	Variación Precio Pesos	Variación TIR pbs
T2V1	USD L Soberano	0.89%	(62)
TV22	USD L Soberano	1.31%	(72)

En cuanto a la deuda que ajusta por CER, después de varias semanas de suba casi sin interrupciones, se vio alguna toma de ganancia, desplazando levemente la curva al alza. Las presiones inflacionarias se mantienen, y se espera que el dato de enero que se conocerá el jueves muestre otro mes de suba en torno a 4%. 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, o bien suscribir la próxima licitación de letras indexadas.

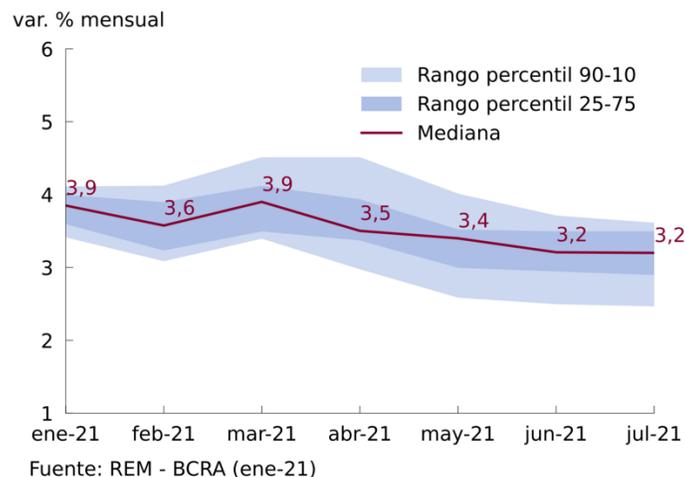


En cuanto a las expectativas de inflación implícitas en los precios de mercado, estas rondan el 51% considerando bonos con vencimiento en 2021, levemente por encima del 50% previsto en el REM de enero para diciembre 2021.

Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir real	Duration
TC21	22-Jul-21	2.50%	437.95	-2.81%	0.45
TX21	5-Aug-21	1.00%	139.5	-3.30%	0.49
TX22	18-Mar-22	1.20%	133.5	-0.42%	1.10
T2X2	20-Sep-22	1.30%	126.2	0.71%	1.59
TC23	6-Mar-23	4.00%	315	2.55%	1.98
TX23	25-Mar-23	1.40%	129.45	2.03%	2.09
TX24	25-Mar-24	1.50%	120.75	4.30%	3.04
TX26	9-Nov-26	2.00%	97.4	6.40%	4.45
TX28	9-Nov-28	2.25%	94.6	6.77%	5.00
DICP	31-Dec-33	5.83%	2095	7.55%	6.23
PARP	30-Sep-38	1.77%	803	9.83%	10.36

Expectativas de inflación para los próximos meses

Gráfico 1.1 | Expectativas de inflación mensual — IPC



LICITACION DEL TESORO

El miércoles pasado, el Gobierno colocó Letras y Bonos del Tesoro en pesos por ARs 832.600 millones. Colocó Ledes al 30 de junio a una tasa de 38.5% por \$10.436 millones, Lepase a la misma fecha por \$40.876 millones a un margen de 200 pbs y \$31.321 millones en el nuevo bono ados años a tasa Badlar con un margen de 525 pbs. La próxima licitación está programada para el 24 de febrero, cuando deberá refinanciar deuda por \$ 207.000 millones (Lede y Lepase de febrero).

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
- IPC de enero, estimado 3.9%

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. Los avances en un acercamiento al FMI son claves, junto con las señales políticas. 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, aunque termina convergiendo a una solución negociada razonable. 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 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, la última enmienda aumenta la probabilidad de que se logre renovar parcialmente el vencimiento del próximo mes de forma satisfactoria para la empresa, después de haberse visto cuatro enmiendas a la propuesta original. Sería razonable que los tenedores de deuda 2021 acepten en canje, en tanto que los tenedores de deuda a otros plazos encuentran menos incentivos para aceptar la oferta.

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.

