

# INFORME SEMANAL DE RENTA FIJA

TERCERA SEMANA DE FEBRERO DE 2021

## HIGHLIGHTS

- FMI. ACORDAR O NO ACORDAR, ESA ES LA CUESTION.
- ¿ANCLA DE TIPO DE CAMBIO? LA INFLACION, SIGUE ALTA
- RESULTADOS DEL CANJE DE DEUDA DE YPF
- CANJE DE DEUDA DE SALTA
- ACUERDO DE REESTRUCTURACION DE DEUDA DE ENTRE RIOS

## FMI. ACUERDO, SI. ACUERDO, NO.

El fin de semana surgieron novedades encontradas respecto de la postura oficial hacia un acuerdo con el FMI. En varias entrevistas, el ministro Guzmán declaraba avanzar en un programa plurianual de metas de reservas, inflación y déficit, enviando una iniciativa al Congreso en las próximas semanas y buscando su aprobación para negociar el acuerdo con el FMI. Sin embargo, el Financial Times comentaba que Cristina Kirchner quiere postergar la negociación con el FMI hasta que termine la pandemia ([link](#)). En tanto, El representante de la Argentina ante el FMI Sergio Chodos sostuvo que no es una prioridad cerrar un nuevo acuerdo antes de mayo y que no sería una fatalidad no cumplir esta meta. Además, Chodos afirmó que conseguir nuevos fondos no es una prioridad.

## TIPO DE CAMBIO, ANCLADO. INFLACIÓN, ALTA.

En la última semana, se vieron declaraciones del ministro Guzmán respecto del tipo del cambio para el cual estima un nivel de 106 para fin de año, de modo de anclar las expectativas de devaluación. Estas declaraciones están en línea con lo que viene haciendo el BCRA, eso es desacelerar el ritmo de suba del tipo de cambio oficial. Hacia fines de enero, el ritmo de depreciación era del 60% mientras que actualmente se encuentra por debajo del 40%. Sin embargo, la inflación no da tregua y en enero se confirmó que subió 4%, con lo cual esta política de anclar el tipo de cambio no estaría en línea con la previa idea de mantener un tipo de cambio real estable. Pero es un año de elecciones, y este tipo de estrategia no es una novedad.

## RESULTADO DEL CANJE DE DEUDA DE YPF.

El 11 de febrero se dio a conocer el resultado del canje de deuda de YPF. Recordamos que el canje cerró para todas las series excepto la de 2021, para la cual quedó abierta una instancia tardía hasta fin de mes, que ofrece VN USD 824 de la ON YPF 2026 con garantía y USD 283 cash por cada VN USD 1000 YPF 2021. Esta propuesta es inferior a la vigente hasta el vencimiento del canje y teniendo en cuenta que el BCRA le dará a la empresa los dólares necesarios para hacer frente al vencimiento de marzo, no vemos que la etapa tardía atraiga demasiado interés.

La aceptación global de la oferta fue magra, sólo del 32% en promedio si se consideran todas las series, pero fue mayor en la serie 2021 para la cual se dieron varias mejoras de las condiciones y terminó logrando el apoyo de todos los grupos de acreedores.

El resto de las series que no fueron canjeadas no sufrirán ningún cambio en sus convenants dado que no se logró alcanzar más del 50% de aceptación de los cambios propuestos en ninguna serie.

Resultados del canje de deuda y emisiones estimadas de nueva deuda.

	Monto en circulación	Aceptación	MONTO DE LA NUEVA DEUDA A EMITIR		
			YPF 2026	YPF 2029	YPF 2033
YPF 2021	412,652,000	59.79%	172,460,517	-	-
YPF 2024	1,522,165,000	43.12%	288,140,964	459,450,284	-
YPF Mar 2025	542,806,000	37.15%	213,549,922	-	-
YPF Jul 2025	1,500,000,000	25%	44,558,250	239,362,500	128,887,500
YPF 2027	1,000,000,000	19.07%	19,070,000	47,675,000	143,025,000
YPF 2029	500,000,000	20.21%	14,147,000	-	101,050,000
YPF 2047	750,000,000	28.45%	24,538,125	-	202,706,250
Total	6,227,623,000	32%	776,464,778	746,487,784	575,668,750

Estimamos que eventualmente la empresa volverá a realizar alguna otra propuesta para los títulos elegibles que no fueron canjeados porque el año próximo vence un 30% del remanente del YPF 2024 y se buscará ir morigerando los pagos en la medida de lo posible con alguna otra operación de manejo de deuda.

## CANJE DE DEUDA DE SALTA

En la última semana, la provincia hizo formal la solicitud de consentimiento para modificar las condiciones financiera de su título al 2024, emitido en el mercado internacional, de acuerdo a las condiciones ya acordadas con el grupo Ad hoc de acreedores de la provincia que ya habían comunicado su aceptación a fines de enero.

Recordamos las características de este, teniendo en cuenta que, en términos de valor presente es una de las propuestas más atractivas que se han realizado hasta el momento.

<p><b>Términos de los Nuevos Bonos</b></p>	<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"> <li>• Vencerán el 1 de Diciembre de 2027</li> <li>• Amortizarán en 10 cuotas semestrales a partir del 1 de Junio de 2023 de la siguiente manera:</li> </ul> <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"> <li>• Devengarán intereses a una tasa de: <ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 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;</li> <li>◦ 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</li> <li>◦ 8,5% por año, pagadero en efectivo a semestre vencido, desde el 1 de Junio 2022 hasta vencimiento</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>Tratamiento de Intereses Devengados</b></p>	<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>

Si el nuevo título se descontara a una tasa de 16%, la propuesta valdría aproximadamente USD 72.89, un nivel sustancialmente por encima del valor de mercado que venía mostrando el título en el mercado.

## ACUERDO CON ACREEDORES DE LA PROVINCIA DE ENTRE RÍOS

El grupo de acreedores Ad hoc de la provincia de Entre Ríos ([link](#)) comunicó la semana pasada que llegó a un acuerdo con la misma, a fin de reestructurar los pagos de su bono internacional con vencimiento en 2025. El grupo representa a un 58% de los tenedores de la serie y ha retirado el recurso legal que había presentando en la justicia americana contra la provincia, después de haber llegado a un acuerdo.

Los términos de la propuesta son los siguientes.

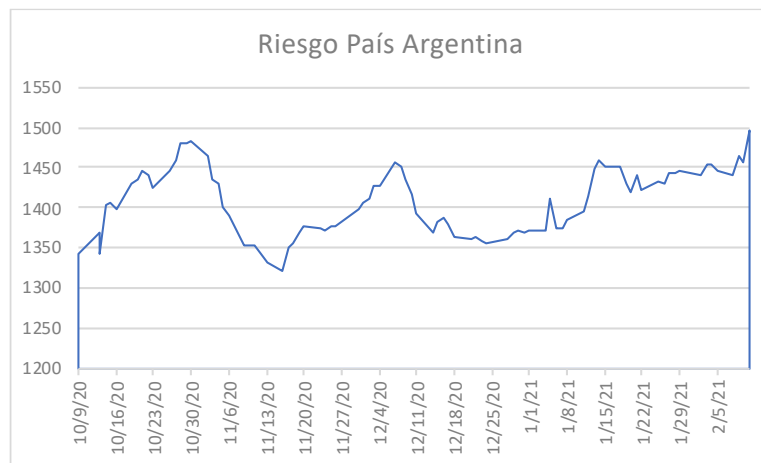
- Se emitirán bonos nuevos en relación 1 a 1 con los bonos viejos. Los bonos nuevos vencerán el 8 de agosto de 2028 y tendrán un cronograma de amortización semestral a partir de 2023: 5% por semestre de 2023, y 9% en cada semestre posterior hasta el vencimiento.
- En cuanto a las tasas de interés, tendrán estructura step up, como es habitual comenzando por 5% hasta agosto 2022, 5.75% hasta febrero 2023, 8.1% hasta agosto 2023, y 8.25% de ahí en adelante.
- Respecto de los intereses adeudados, se pagarán 60% en efectivo y el resto en títulos nuevos. El efectivo se asignará a prorrata a quienes acepten la solicitud de consentimiento mientras que se dará sólo títulos nuevos a quienes no.

- Las enmiendas al contrato existente incluirán mejoras en la exigibilidad de los derechos de los Tenedores bajo los Bonos.

**La propuesta descontada a una tasa de 15% arroja un valor presente neto de USD 84.3, significativamente por encima de los precios de referencia de mercado que rondan los 56 a 62 dólares.** Es claramente otra propuesta para aceptar.

#### Riesgo país y mercado de deuda

El riesgo país subió en los últimos días, ubicándose en los niveles más altos desde que se realizó el canje de deuda, cerrando al 16 de febrero en 1497 puntos básicos. Las idas y vueltas con un acuerdo con el FMI, único posible driver positivo de corto plazo, diluyen las chances de una compresión de spreads en el corto plazo, notando que el pragmatismo político desplaza al económico. De hecho, el grupo de acreedores de deuda argentina emitió hoy un comunicado en este sentido, indicando que un acuerdo que el país desesperadamente necesita con el FMI se ha subordinado a intereses políticos y que los mercado de deuda reflejan claramente la poca confianza que los inversores tienen en el país. [Link](#) al comunicado.

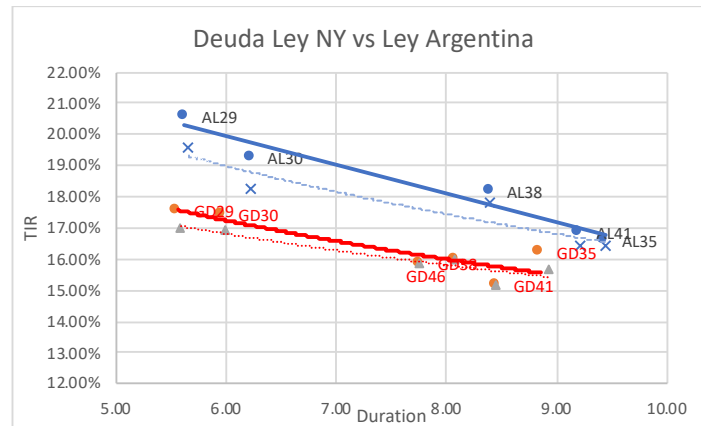


#### Deuda en dólares

En cuanto al comportamiento de mercado, los títulos en dólares tanto ley americana como ley local vieron una baja en la semana. En tanto, la brecha entre el tipo de cambio oficial y los financieros tendió levemente a la baja alza niveles en torno a 147.5 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 fuerte ajuste después de las declaraciones que ya comentamos del ministro Guzmán respecto de un ancla cambiaria. Los títulos dólar linked ajustaron fuertemente sus rendimientos, pasando de estar en devaluación menos cinco puntos prácticamente a estar en niveles de rendimiento 0%. Creemos que las declaraciones mantendrán un impacto de corto plazo con la devaluación esperada, pero a mediano plazo, no es muy sostenible. Para el tenedor de pesos, con un horizonte hasta después de las elecciones, los títulos dólar link pueden volver a ser una alternativa si empiezan a mostrar rendimientos positivos, 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.

#### Semana anterior

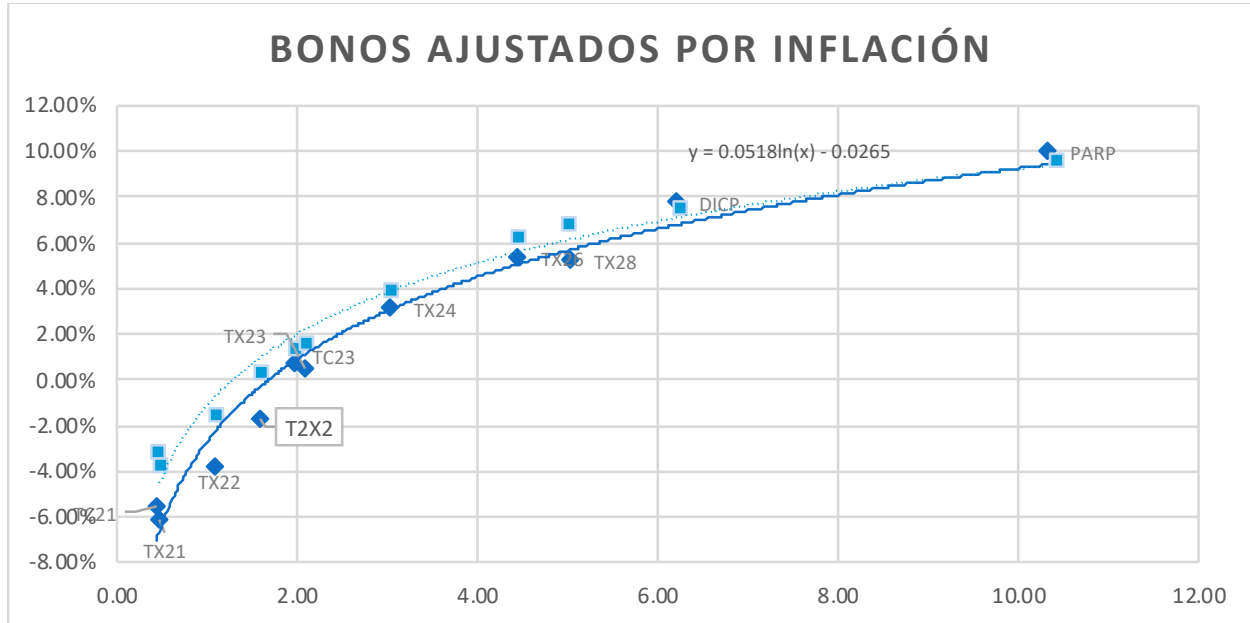
Código	Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Dur	cupón	Vencimiento
T2V1	USD L Soberano	9225	104.82	-5.51%	0.81	0.10%	30-Nov-21
TV22	USD L Soberano	9360	106.35	-4.80%	1.23	0.10%	29-Apr-22

#### Último dato

Código	Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Dur	cupón	Vencimiento
T2V1	USD L Soberano	8801	99.07	1.35%	0.79	0.10%	30-Nov-21
TV22	USD L Soberano	8925	100.46	-0.26%	1.20	0.10%	29-Apr-22

En cuanto a la deuda que ajusta por CER, se siguen profundizando los rendimientos negativos en la parte corta de la curva, buscada como refugio para quienes desarman posiciones en DL. La curva en la parte media también comprimió bastante y sólo queda algo de potencial a nivel de

mayor duración en los bonos 2026 y 2028, que rinden algo más de 5 puntos por encima de la inflación. El rally en la deuda CER se vio aún más impulsado por la confirmación de un fuerte dato de inflación de enero que superó el 4%.



En cuanto a las expectativas de inflación implícitas en los precios de mercado, estas rondan el 52% considerando bonos con vencimiento en 2021, levemente por encima del 50% previsto en el REM de enero 2021.

**BONOS CER**

Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir real	Duration
TC21	22-Jul-21	2.50%	448	-5.55%	0.43
TX21	5-Aug-21	1.00%	142.9	-6.12%	0.46
TX22	18-Mar-22	1.20%	140.1	-3.81%	1.07
T2X2	20-Sep-22	1.30%	132.5	-1.65%	1.57
TC23	6-Mar-23	4.00%	330	0.75%	1.96
TX23	25-Mar-23	1.40%	135.15	0.49%	2.07
TX24	25-Mar-24	1.50%	126.4	3.16%	3.02
TX26	9-Nov-26	2.00%	103	5.37%	4.43
TX28	9-Nov-28	2.25%	103	5.24%	5.02
DICP	31-Dec-33	5.83%	2095	7.78%	6.19
PARP	30-Sep-38	1.77%	803	9.97%	10.30

**BONOS A TASA FIJA**

Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir	Duration
TO21	3-Oct-21	18.20%	96.2	42.87%	0.58
TO23	17-Oct-23	16.00%	65.6	46.74%	1.97
TO26	18-Oct-26	15.50%	46.7	49.35%	2.67

**BONOS BADLAR**

Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir	Duration
TB21	5-Aug-21	BD +1%	101	40.97%	0.44

Expectativas de inflación para los próximos meses

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
- Novedades sobre negociaciones con el FMI

**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. Con un acuerdo con el FMI en discusión y un año electoral, 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.

Los títulos dólar linked ajustaron a un nuevo escenario de expectativas de devaluación menores, ya que el ministro Guzmán apunta a un ancla de tipo de cambio entre otras cuestiones para contener la inflación, aunque arriesgue perder competitividad. Creemos que una vez estabilizadas estas expectativas y con retornos positivos los títulos DL podrían volver a considerarse como una alternativa de cobertura para después de las elecciones.

Las provincias de Salta y Entre Ríos llegaron a acuerdos amigables con sus acreedores, y mientras la primera se encuentra cerrando el período de aceptación de consentimientos, la segunda todavía no realizó la propuesta formal, que se espera para los próximos días.

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.