

# INFORME SEMANAL DE RENTA FIJA

CUARTA SEMANA DE MARZO DE 2021

## HIGHLIGHTS

- RIESGO PAIS, EN BAJA .VIAJE DE GUZMÁN A WASHINGTON
- PROVINCIA DE BUENOS AIRES PUBLICA UN INTENTO DE MEJORA QUE NO DESPERTÓ ADHESIONES.
- JUJUY CERRÓ EXITOSAMENTE SU CANJE DE DEUDA.

## RIESGO PAÍS, EN BAJA.

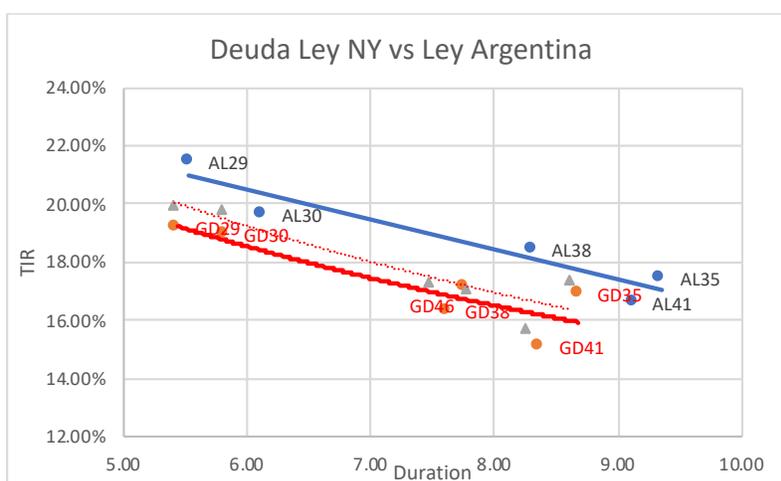
La semana pasada, el riesgo país bajó, después de haber alcanzando nuevos máximos hace 10 días, a niveles de 1650 pbs, para luego reaccionar y empezar a recortar terreno, volviendo a niveles cercanos a los 1500 pbs. El viaje de Guzmán a Washington a retomar contacto con el FMI y ante ciertos reclamos de los grupos de acreedores de Argentina, también con inversores de deuda, contribuyó a la moderación del riesgo país. Otro factor fueron mejores datos de crecimiento que mostraron que en 2020 la economía cayó un 10%, algo menos de lo pensado, por el fuerte rebote visto en los últimos meses del año. Para este año se prevé un crecimiento cercano al 7% de acuerdo a estimaciones oficiales, pero hay que tener en cuenta que casi 6 puntos se dan por el arrastre estadístico del año anterior. Serán clave los próximos meses en cuanto al avance de la campaña de vacunación y la pandemia en el país para no volver a afectar a la actividad.



Los títulos en dólares tanto ley americana como ley local rebotaron de forma fuerte (4%-4.5%), pero aún cotizan apenas por encima de los niveles de valor de recupero en caso de default.

Para el futuro previsible, con un acuerdo con el FMI postergado hasta después de las elecciones, y sin plan integral hasta entonces, no se ven drivers positivos en el corto plazo. Una potencial mejora en los datos fiscales, de reservas o baja monetización, pueden ayudar así como la eventual capitalización del FMI que podría significar un impensado aire a las necesidades de financiamiento y que podrá permitir el pago que se debe hacer este año, pero son todas cuestiones que el mercado considerará como temporarias o como pasó con el precio de la soja que no se reflejó en una mejora en las paridades de los títulos, a pesar de que los mejores precios permitirían un ingreso extra de unos USD 3.000 a USD 4.000 millones. De todas formas, ante paridades tan bajas, un escenario altamente negativo, ya está descontando en los precios, con lo cual la perspectiva riesgo beneficio en los títulos argentinos es favorable de mediano plazo.

Quien busque estar posicionado en deuda argentina debería hacerlo en títulos ley americana con la menor paridad y buena convexidad como el Global 2035, o en caso de buscar títulos con mejor protección en materia de derechos legales, el Global 2041, aunque en este momento se encuentra algo caro respecto de la curva.



Precios en USD cable. Cambios en las últimas dos semanas.

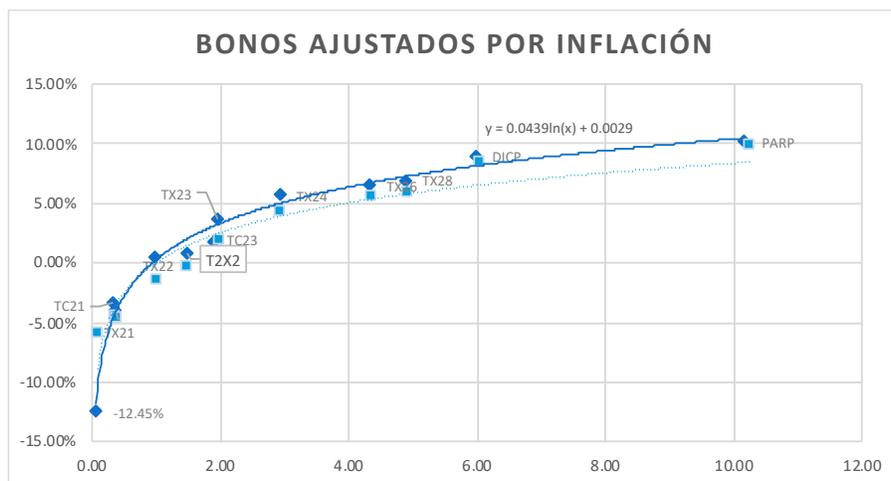
En materia de deuda dólar linked, se mantienen los rendimientos positivos, empezando a comprimir desde los máximos vistos hace unos días, reflejando la postergación de las expectativas de devaluación. Los futuros de Rofex descuentan una tasa de 35% hasta octubre y más cercana a 40% para noviembre. El aire provisto por una situación extraordinaria respecto de los precios de la cosecha y las compras del BCRA en el MULC lleva a pensar que se mantendrá la pax cambiaria por los próximos meses.

Código	Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Dur	cupón	Vencimiento
T2V1	USD L Soberano	8725	95.28	7.46%	0.68	0.10%	30-Nov-21
TV22	USD L Soberano	8820	96.32	3.61%	1.10	0.10%	29-Apr-22

Código	Título	Variación Precio Pesos	Variación TIR pbs
T2V1	USD L Soberano	0.98%	62
TV22	USD L Soberano	-0.45%	152

En cuanto a la deuda que ajusta por CER, en la semana se vio una suba de rendimientos, principalmente en la parte media de la curva, por lo que la curva se empujó en la semana (curva azul). En cuanto a la inflación de marzo, se espera que se mantenga alta debido a los dos aumentos en la nafta en el mes así como el aumento de precios regulados en Ciudad de Buenos Aires, cómo vienen subiendo los alimentos y el dato de la inflación mayorista de febrero, le ponen un piso alto a la minorista de marzo.

No obstante, para posicionarse en activos que ajustan por Cer de baja volatilidad, la parte corta de la curva tiene rendimientos negativos, por lo cual, lo más interesante pasa por aprovechar cuando el Tesoro coloca alguna nueva letra como hizo estos días, para tratar de tener un rendimiento positivo o al menos neutro. La parte media o larga de la curva tiene más atractivo pero sigue menos el avance de la inflación, depende más del apetito de riesgo, y tiene mayor duración, resultando una mayor volatilidad.



## CANJE DE DEUDA DE JUJUY

La provincia logró una aceptación del 92.45% de la solicitud de consentimiento de modificación de los términos de sus títulos de deuda emitidos bajo ley internacional.

Con esta información, sólo Chaco, La Rioja y provincia de Buenos Aires continúan en default, mientras que Tierra del Fuego está negociando con sus acreedores, a la vez que se mantiene corriente en sus pagos. Cabe destacarse que los últimos canjes de deuda que se vienen cerrando muestran quitas en términos de valor presente neto cada vez más reducidas, es decir, cada vez son mejores los términos para los acreedores.

## ACTUALIZACIÓN DE LA NEGOCIACIÓN DE PROVINCIA DE BUENOS AIRES

Provincia de Buenos Aires dio a conocer una tentativa propuesta de reestructuración de deuda que había estado negociando con uno de los principales grupos de acreedores, el grupo Golden Tree, al vencer el acuerdo de confidencialidad y no haber logrado apoyo para la misma. La provincia dice que GoldenTree rechazó la oferta y propuso una contraoferta que la provincia consideraba “una digresión sustancial de los términos que la provincia podría considerar significativos”.

De todas formas, la tentativa negociación deja entrever cómo podría mejorar la propuesta eventualmente.

En las negociaciones, la provincia ofrecía dos títulos nuevos con vencimiento final en 2031 y 2040, cupones step up y amortizaciones parciales, distribuidos en iguales proporciones por los títulos defaulteados. Para quienes aceptaran la propuesta se reconocería el interés vencido e impago, pagándose con los mismos títulos y proporción que el capital.

	Nuevos Bonos en USD	
	Buenos 31	Buenos 39
Vencimiento	30/12/2031	15/6/2040
Período de gracia	no hay	no hay
Interés	Step Up	Step Up
Cupones Step Up	Liquidación-2H21 1%	Liquidación-2H21 1%
	2022-2025 2.375%	2022-2023 2.375%
	2026 en adelante 4%	2024-2025 3.375%
		2026-2028 4.375%
		En adelante 5.95%
Amortización	15 pagos semest. desde dic.2024	16 pagos semest. desde mar. 2032

Respecto de la propuesta original, no hay quita nominal ni período de gracia, se reconoce intereses a quienes acepten en la propuesta, se acorta el vencimiento de los títulos, aumentan los cupones y se adelantan las amortizaciones. Por otra parte, no hay premios para los títulos cortos ni para los que tienen el contrato 2006, que representa un mejor trato al inversor.

CONDICIONES BONOS NUEVOS USD					
Título	Vencimiento	Cupón	Tasa Desc.	VPN	Duration
Buenos 31	12/30/31	Step Up	12%	55.37	6.04
Buenos 39	9/30/39	Step Up	12%	45.50	10.00
Promedio ponderado 50-50				50.44	

Teniendo en cuenta estas mejoras, los títulos si fueran descontados a una tasa del 12% a fin de comparar con la propuesta original, observamos las siguiente mejoras para los distintos títulos en términos de valor presente.

BONOS EN USD		PDI	Valor	VPN	Propuesta original	Mejora
2006 Indenture	Capital	31-Mar-21	Técnico	12%	12%	
	100					
BUENOS 4 05/01/20	16.67	0.95	17.62	8.88	7.79	1.09
BUENOS 10 7/8 01/26/21	33.33	4.28	37.61	18.97	15.58	3.39
BUENOS 9 5/8 04/18/28	100	13.98	113.98	57.49	46.75	10.74
BUENOS 4 05/15/35	100	5.51	105.51	53.21	46.75	6.47
BONOS EN USD		PDI	Valor	VPN	Propuesta original	Mejora
2015 Indenture	Capital	31-Mar-21	Técnico	12%	12%	
	100					
BUENOS 9.95 06/09/21	100	13.05	113.05	57.02	42.24	14.78
BUENOS 6 1/2 02/15/23	100	7.33	107.33	54.13	42.24	11.89
BUENOS 9 1/8 03/16/24	100	9.51	109.51	55.23	42.24	12.99
BUENOS 7 7/8 06/15/27	100	10.19	110.19	55.58	42.24	13.33

La tentativa muestra una mejora de hasta casi 15 puntos en el VPN a descontada a tasas del 12%, que resulta importante, reduciendo la quita en términos de VPN al 45% aproximadamente en promedio. Sin embargo, dado que las últimas reestructuraciones han visto quitas de valor presente menores al 10%, no se cree que los acreedores fueran a aceptar términos tan diferentes, por lo que todavía hay una brecha importante entre las partes para llegar a un acuerdo.

### Views de mercado

Creemos que los títulos soberanos hard dollar están descontando escenarios muy negativos, cuya probabilidad resulta baja. Con bajos pagos en los próximos años, parecería que los precios exageran las probabilidades de ver un nuevo default en los próximos años. A partir de julio, casi todos los títulos ven una suba en la tasa de interés que pagan (el segundo escalón en la estructura step up) volviéndolos más atractivos respecto de otros países emergentes en cuanto a su cupón. Tal vez el mercado siga mostrando apatía hasta no ver avances concretos en un plan económico y acuerdo con el FMI o algún resultado favorable a la oposición en términos de la intención de voto en octubre, pero para quien quiera tener una posición en deuda argentina, los niveles de precios actuales resultan de interés con una visión moderadamente optimista en el mediano plazo. En dólares, los globales 2035 parecen los más atractivos.

En materia de instrumentos en pesos, los títulos dólar linked soberanos pueden volver a tener sentido con un horizonte de mediano plazo, es decir, después de las elecciones mientras que en la curva CER sólo vemos potencial de compresión de tasas en la parte media y larga, dado que la corta muestra un fuerte rendimiento negativo.

