

# INFORME SEMANAL DE RENTA FIJA

QUINTA SEMANA DE MARZO DE 2021

## HIGHLIGHTS

- RIESGO PAÍS, EN EL SUBE Y BAJA.
- ACUERDO CON EL FMI. LAS PERSPECTIVAS DE CIERRE SE POSTERGAN.
- LLUVIA DE DEGs (DERECHOS ESPECIALES DE GIRO).
- LICITACIONES DEL TESORO.
- PROVINCIA DE BUENOS AIRES. SE ENDURECEN LAS POSTURAS ENTRE GOBIERNO Y ACREEDORES.

## RIESGO PAÍS.

La semana pasada, el riesgo país volvió a subir después de haber tocado 1512 pbs el lunes 22. A pesar del viaje de Guzmán a Washington y la reunión con la directora del FMI, que dio lugar a un formal comunicado de avances, los títulos volvieron a recortar paridad ante declaraciones de la vicepresidente respecto a la incapacidad de pagar la deuda con el fondo y el reclamo de más tiempo y menores tasas. La puja entre las declaraciones políticas con vista a las elecciones y las declaraciones del ministro Guzmán no deja de afectar a los títulos públicos.



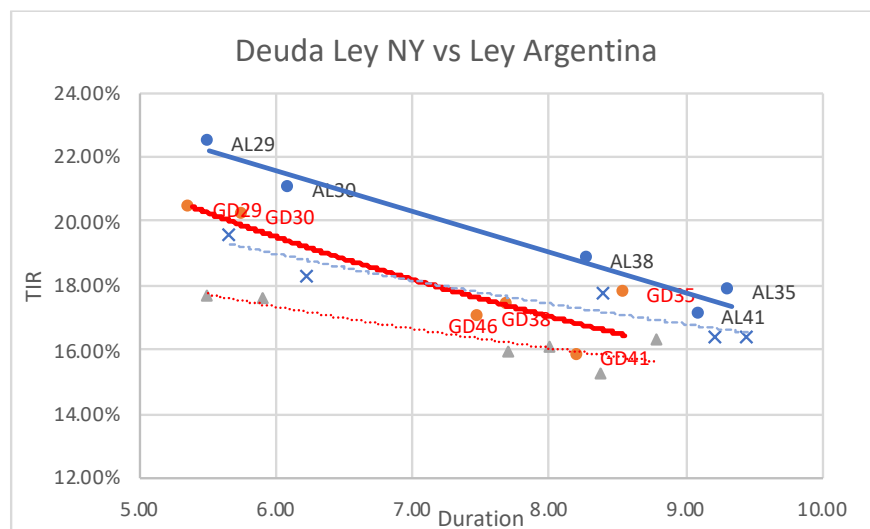
En consecuencia, los títulos en dólares tanto ley americana como ley local cayeron fuerte después de las declaraciones de la vicepresidenta, pero luego rebotaron al conocerse el resultado de la reunión con el ministro Guzmán, aunque no llegaron a los niveles de precio previos.

Por el momento, las perspectivas apuntan a un acuerdo con el FMI postergado, en principio hasta después de las elecciones, o tal vez, si los precios de los commodities ayudan y se confirma en

junio el ingreso de DEGs por la capitalización del FMI -que resultaría en más de USD 4.000 millones- o hasta el año próximo. El jueves pasado el FMI dio a conocer una declaración respecto del debate entre sus directores por la capitalización del fondo en el contexto de la pandemia ([Link](#)).

Si bien los títulos están con paridades tan bajas, descontando un escenario altamente negativo, y la perspectiva riesgo beneficio es favorable de mediano plazo, dado que los pagos que los títulos tienen que realizar en los próximos dos años son bajos, la ausencia de drivers positivos de corto plazo, así como el esperable aumento del ruido político en los meses previos a las elecciones legislativas, hace pensar que los títulos se negocien en un rango, al compás de las declaraciones y encuestas de intención de voto.

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.

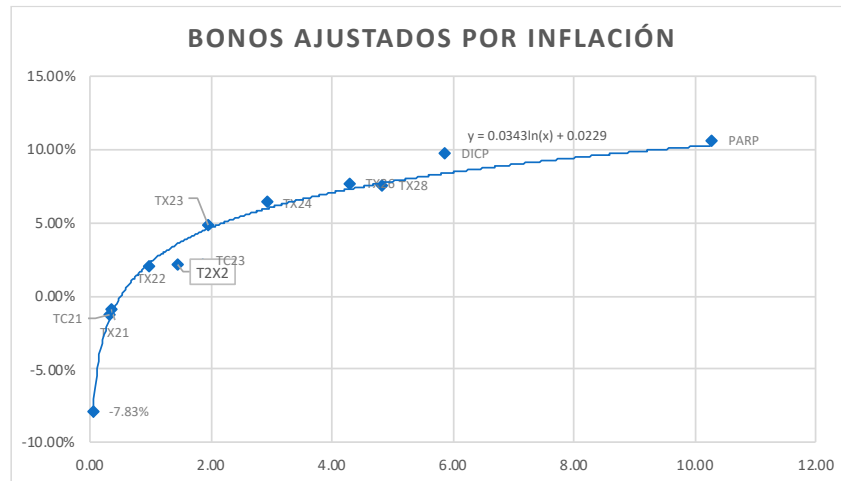


Precios en USD cable. Cambios desde principios de mes.

En materia de deuda dólar linked, volvieron a subir los rendimientos, a los niveles más altos desde que empezaron a cotizar estos títulos. 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 para los próximos meses. Sin embargo, con una inflación que se mantiene alta y se prevé ronde el 48%, luce improbable que el tipo de cambio real se aprecie demasiado, por lo cual tal vez después de las elecciones y hacia fin de año las presiones aumenten. Los futuros muestran un ritmo de devaluación esperado de 32% para abril al 39% para diciembre sin mayores sobresaltos.

Código	Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Dur	cupón	Vencimiento
T2V1	USD L Soberano	8575	93.29	11.05%	0.67	0.10%	30-Nov-21
TV22	USD L Soberano	8650	94.10	5.91%	1.08	0.10%	29-Apr-22

En cuanto a la deuda que ajusta por CER, tendió a verse alguna corrección en la semana, en especial al conocerse el jueves una invitación al canje de T2X1, el Boncer que vence el 17 de abril.



A pesar de la corrección, la parte corta de la curva tiene todavía rendimientos negativos, por lo cual, lo más interesante pasa por aprovechar cuando el Tesoro coloca alguna nueva letra para tener un rendimiento positivo. Llama la atención que el mercado parece confiar en la posibilidad que la devaluación del año sea similar a la esperada por el gobierno mientras que las expectativas de inflación se ubican de acuerdo al último REM en 48.1% a diciembre mientras que Guzmán apunta a un 29% que luce estadísticamente casi imposible.

En cuanto a 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. El TX23 luce como un título atractivo en cuanto a su relación riesgo rendimiento.

En cuanto al canje del T2X1, se ofrecía una canasta de títulos que busca extender duración, ya que estaba compuesta en un 20% por la Lecer de febrero 2022 (X28F2), 40% Boncer 2022 (T2X2), y 40% Boncer 2023 (T2X3). Actualizando la oferta a los precios de mercado, no resultaba demasiado atractiva, como se observa en el cuadro a continuación.

	Precio de mercado	Valor técnico	%	
T2X1	138.1	137.804		
	Precio de mercado	VN a recibir		Precio de colocación
X28F2	101	27.05	20	101.9

T2X2	132	41.33	40	133.37
T2X3	120	45.16	40	122.045
Precio de la Canasta	136.07			

El gobierno se enfrentaba a un vencimiento de \$ 269.332 millones el próximo 17 de abril por el T2X1, pero logró refinanciar un 77.6% del mismo con el canje. Se estima que un 65% de la emisión del T2X1 se encontraba en poder del Fondo de Garantía de Sustentabilidad del ANSES por lo cual no se anticipaban inconvenientes para el roll over.

Además de esta operación se captaron \$86.981 millones en nuevas *LeDes* con vencimiento en septiembre (\$49.000 millones), *LePase* (\$36.800) y *LeCer* con vencimiento en marzo 2022 (\$9.240 millones). Para tener en cuenta, se licitaban \$ 50.000 millones de la nueva *Ledes* con vencimiento en el 30 de septiembre de 2021 a un rendimiento máximo de 39,25%, \$ 50.000 de la nueva *LePase* que vence el 30 de septiembre a un rendimiento máximo de tasa de pases pasivos a 7 días + 200pbs y \$60.000 millones de una nueva *LeCer* a un año a un rendimiento máximo de CER + 0,85%.

Según el cronograma preliminar del segundo trimestre, la próxima licitación será el 15 de abril que encuadra con el vencimiento del T2X1.

## ACTUALIZACIÓN DE LA NEGOCIACIÓN DE PROVINCIA DE BUENOS AIRES

La semana pasada, hubo un acalorado debate entre Provincia de Buenos Aires y sus acreedores. Al día siguiente de que la provincia diera 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, hizo pública su contraoferta que la provincia consideraba inviable. La propuesta de Golden Tree que se observa a continuación, consistía en bonos más cortos (2030 y 2035 en vez de 2031 y 2039), tasas de interés más altas (llegan a 6.5% y 7.5% para los nuevos bonos 2031 y 2039 respecto de 4% y 5.95% ofrecidos por la provincia), y así como amortizaciones que comenzaban un año antes respecto de lo ofrecido por la provincia.

### Reestructuración de Deuda de la Provincia de Buenos Aires

Términos de reestructuración ilustrativos de GoldenTree Asset Management ("GTAM")

	USD 2030	USD 2035	EUR 2030	EUR 2035
Descuento de capital	0%	0%	0%	0%
Fechas de pago	30 de diciembre y 30 de junio	30 de septiembre y 30 de marzo	30 de diciembre y 30 de junio	30 de septiembre y 30 de marzo
Cronograma de cupones	Liquidación – 2H21: 2.50% 2022-2023: 4.50% 2024: 5.00% 2025: 6.00% 2026-2030: 6.50%	Liquidación – 2H21: 2.50% 2022: 4.50% 2023: 5.00% 2024: 5.50% 2025: 6.00% 2026-2027: 6.50% 2028: 7.00% 2029-2035: 7.50%	Liquidación – 2H21: 2.50% 2022-2023: 3.75% 2024: 4.25% 2025: 5.25% 2026-2030: 5.75%	Liquidación – 2H21: 2.50% 2022: 3.75% 2023: 4.25% 2024: 4.75% 2025: 5.25% 2026-2027: 5.75% 2028: 6.25% 2029-2035: 6.75%
Vencimiento	30/12/30	30/09/35	30/12/20	30/09/35
Cronograma de amortización	15 pagos semestrales iguales a partir de diciembre de 2023	10 pagos semestrales iguales a partir de marzo 2031	15 pagos semestrales iguales a partir de diciembre de 2023	10 pagos semestrales iguales a partir de marzo 2031

No hay quita nominal ni período de gracia, se reconoce intereses a quienes acepten en la propuesta. 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	Cupón	Tasa Desc.	VPN	Duration
Buenos 30	Step Up	12%	71.05	5.14
Buenos 35	Step Up	12%	62.83	8.26
Promedio ponderado 50-50			66.94	

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 GT	VPN Mejora Prov	Diferencia	
2006 Indenture	Capital	31-Mar-21	Técnico	12%	12%	
	100					
BUENOS 4 05/01/20	16.67	0.95	17.62	11.79	8.88	2.91
BUENOS 10 7/8 01/26/21	33.33	4.28	37.61	25.18	18.97	6.21
BUENOS 9 5/8 04/18/28	100	13.98	113.98	76.30	57.49	18.81
BUENOS 4 05/15/35	100	5.51	105.51	70.63	53.21	17.42
BONOS EN USD	PDI	Valor	VPN GT	VPN Mejora Prov	Diferencia	
2015 Indenture	Capital	31-Mar-21	Técnico	12%	12%	12%
	100					
BUENOS 9.95 06/09/21	100	13.05	113.05	75.68	57.02	18.66
BUENOS 6 1/2 02/15/23	100	7.33	107.33	71.85	54.13	17.72
BUENOS 9 1/8 03/16/24	100	9.51	109.51	73.31	55.23	18.08
BUENOS 7 7/8 06/15/27	100	10.19	110.19	73.76	55.58	18.19

La tentativa muestra una mejora de hasta 18 puntos en el VPN a descontada a tasas del 12%, que resulta importante, reduciendo la quita en términos de VPN menos del 30% aproximadamente en promedio respecto del 45% pretendido por la provincia. Una brecha importante.

Por otra parte, tras 11 de meses de negociaciones, el grupo Ad Hoc presentó dos demandas contra la provincia en la corte del Distrito Sur de Nueva York. En las demandas, que son dos porque representan las series de bonos de 2005 y 2016 por separado, se indicó que en el último año se les debería haber pagado a los tenedores en capital e intereses US\$204,8 millones y US\$1900 millones, respectivamente, según cada presentación judicial. Las demandas fueron presentadas “en relación con el continuado default de los pagos programados de intereses y/o capital bajo cada una de estas series de bonos”.

A pesar de las mejoras esbozadas, la provincia volvió a extender la invitación a la oferta sin hacer cambios al 23 de abril de 2021.

### **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. Sin embargo, 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.

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.