

INFORME SEMANAL DE RENTA FIJA

CUARTA SEMANA DE JULIO DE 2021

HIGHLIGHTS

- RIESGO PAIS, SE MANTIENE CERCA DE LOS 1600 BPS.
- LICITACIONES DEL TESORO
- PROVINCIA DE BUENOS AIRES ANUNCIÓ OFERTA MEJORADA CON ACUERDO DE ALGUNOS ACREEDORES

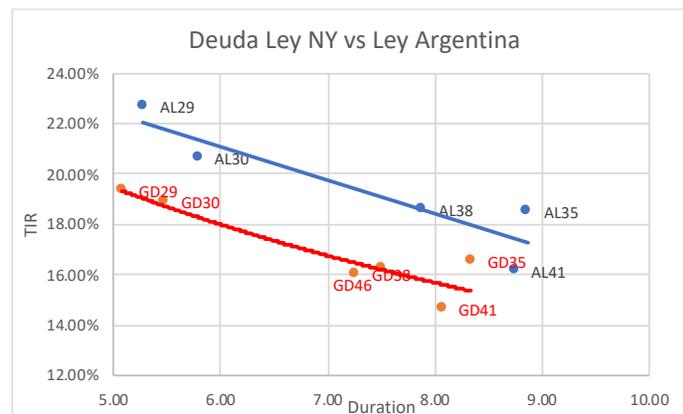
RIESGO PAÍS.

El riesgo país se mantuvo en torno a los 1600 pbs la semana pasada, sin grandes cambios desde que el país bajó a la categoría de “stand alone” en la clasificación de MSCI que, si bien en sí se relaciona con el mercado accionario, da cuenta de la apatía de los inversores. En la semana, la deuda en dólares bajo ley extranjera subió 1.4% en la semana, mientras que los títulos bajo ley local subieron 0.9% en la semana en promedio. El spread por legislación se amplió en la semana, y sigue siendo mayor en el 2029. Las curvas de rendimiento se mantienen fuertemente invertidas a pesar de un contexto global donde las tasas se mantienen muy bajas, por caso el bono del Tesoro americano a 10 años rinde 1.23% y el Bund alemán al mismo plazo -0.10%. El impacto de la variante Delta sobre la economía global es el mayor temor del momento, especialmente en países que no hayan avanzado en sus campañas de vacunación. En países donde la vacunación está avanzada el aumento de casos no se ve reflejado en aumento de muertes significativo, en cambio en donde la vacunación no ha llegado a la mayor parte de la población, el impacto de la suba de casos se refleja en aumento de muertes.



Fuente:JPMorgan

En Argentina, los casos han venido bajando, las restricciones se siguen levantando y la economía parece encaminada a recuperar ritmo, de modo que se espera crecer entre 7 y 8%. En este contexto, la política ha vuelto a tomar un rol protagónico con los cierres de listas para las elecciones legislativas, que muestran listas unificadas para el gobierno y opciones en el caso de la oposición. Todavía es temprano para tener resultados de encuestas al respecto, pero será el tema clave a seguir en las próximas semanas. Por otra parte, en términos económicos, el segundo semestre del año siempre es el más desafiante por la mayor escasez de dólares, cuestión por la cual es cuando se genera la mayor parte del déficit y el Tesoro requiere la asistencia del BCRA, de allí que vienen siendo monitoreadas muy atentamente las licitaciones del Tesoro.



Precios en USD cable.

Licitaciones del Tesoro

En la segunda licitación del mes, y ante el vencimiento de \$110.000 millones del TC21, el Tesoro logró capturar \$119.238, con un amplio menú de letras (a descuento, ajustables por Pase, y por CER).

Cantidad de Ofertas Recibidas	716
Total VNO Ofertado (*)	140.497
Total VNO Adjudicado (*)	128.586
Total Valor Efectivo Adjudicado (*)	119.238

(*) Montos expresados en millones de pesos.

Se observa que en esta licitación el mayor interés se dio por las letras a descuento de noviembre que vieron la mayor demanda, seguidas por las Ledes de septiembre y las LeCer de mayo 2022.

Licitación 20.7.21	Vencimiento	VNO ofertado	VNO adjudicado	Valor efectivo adjudicado	Precio de corte	TNA
Letras						
LeDe S2901	29-Oct-21	26072	23313	21075	904	39.15%
LePase SO291	29-Oct-21	6619	6124	6690	1092	38.85%
LeDe S30N1	30-Nov-21	32819	32305	28267	875	39.80%
LeDe S31D1	31-Dec-21	17830	17209	14610	849	40.07%
LeDeS31E2	31-Jan-22	20845	20845	17114	821	41.23%
LeCer X28F2	28-Feb-22	15738	10068	11669	1159	2.36%
LeCer X23Y2	23-May-22	20574	18722	19813	1058	2.40%
				119238		

Por otra parte, respecto del canje del TX21 por \$380.000 millones el 5 de agosto, por el cual se ofrecía una canasta de títulos ajustados por CER -a saber LeCer a junio 2022 (X30J2) en un 25%, Boncer TX23 en un 35% y Boncer T2X3 en un 40%- se vio una adhesión por \$216.312, un poco más de la mitad de los vencimientos, con lo cual se logró suavizar los vencimientos de la próxima semana, que lucían desafiantes.

Esta semana, nuevamente la licitación del Tesoro ofrece un menú variado de instrumentos, con el objetivo de renovar los vencimientos de letras de fin de mes.

Licitación 28.7.21	Vencimiento	Emisión	Precio mínimo
Letras			
LeDe S30SO1	29-Oct-21	Reapertura	Sin precio mínimo
LePase SS301	29-Oct-21	Reapertura	Sin precio mínimo
LeDe S30N1	30-Nov-21	Reapertura	Sin precio mínimo
LePase SN301	30-Nov-21	Nueva	999
LeDe S31D1	31-Dec-21	Reapertura	Sin precio mínimo
LeDeS31E2	31-Jan-22	Reapertura	Sin precio mínimo
LeCer X30J2	23-May-22	Reapertura	Sin precio mínimo

Fuente:Ministerio de Economía

Deuda dólar linked

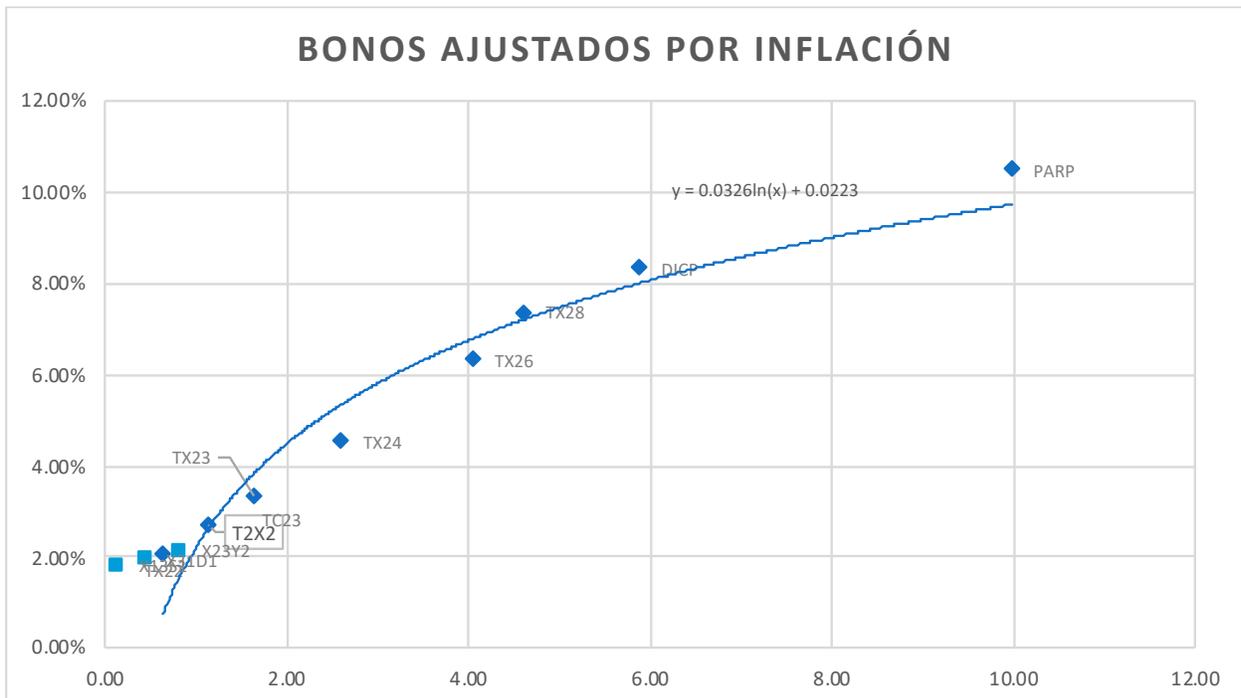
Con respecto al tipo de cambio A3500, el BCRA ha mantenido su ritmo de devaluación en torno al 15%, mientras que la curva de futuros tendió levemente al alza, pero con dos ritmos diferentes: las tasas de devaluación de julio a diciembre subieron entre 1 y 2 puntos aproximadamente en comparación con la semana pasada, pasando a 28% al 40% respectivamente pero se vio una suba más importante en las tasas más largas, que treparon más de 2 puntos porcentuales ya que marzo pasó de 45.32% a 48.75% mientras que mayo pasó de 46.89% a 48.79%.

De forma similar, los títulos dólar linked vieron desempeños positivos, especialmente los títulos con vencimiento en 2022, ya que serían los que mejor capturarían un eventual ajuste en el tipo de cambio a principios del año próximo.

Código	Título	Precio Pesos	Precio USD	TIR	Dur	cupón	Vencimiento
T2V1	USD L Soberano	9385	97.32	8.48%	0.34	0.10%	30-Nov-21
TV22	USD L Soberano	9720	100.80	-0.92%	0.75	0.10%	29-Apr-22
T2V2	USD L Soberano	9715	100.74	-0.33%	1.33	0.20%	30-Nov-22

Código	Título	Variación Precio Pesos	Variación TIR pbs
T2V1	USD L Soberano	0.97%	(200)
TV22	USD L Soberano	0.80%	(89)
T2V2	USD L Soberano	2.16%	(149)

En cuanto a la deuda que ajusta por CER, tendió al alza en la semana, y sigue mostrando un fuerte empinamiento en la curva. En la parte más corta de la curva, lo más atractivo son las letras que ajustan por CER mientras que la parte media el TX23, ofrece una atractiva relación riesgo rendimiento y el TX26 puede ser de interés para quien sea más agresivo y apueste a una baja de la tasa real.



BONOS CER

Instrumento	Vencimiento	Cupón	Precio de mercado	Tir real	Duration
TX22	18-Mar-22	1.20%	162.2	2.07%	0.63
T2X2	20-Sep-22	1.30%	153	2.73%	1.13
TC23	6-Mar-23	4.00%	388	2.70%	1.55
TX23	25-Mar-23	1.40%	158	3.35%	1.63
TX24	25-Mar-24	1.50%	151	4.54%	2.60
TX26	9-Nov-26	2.00%	123	6.34%	4.05
TX28	9-Nov-28	2.25%	115.95	7.38%	4.61
DICP	31-Dec-33	5.83%	2500	8.35%	5.88
PARP	30-Sep-38	1.77%	961	10.51%	9.98
Letras CER					
X13S1	13-Sep-21	0.00%	134.5	1.83%	0.13
X31D1	31-Dec-21	0.00%	102.1	1.97%	0.43
X23Y2	23-May-22	0.00%	106.75	2.15%	0.82
X30J2	30-Jun-22	0.00%	100.3	2.85%	0.93

Canje de provincia de Buenos Aires

Provincia de Buenos Aires finalmente anunció una mejora en los términos de su oferta de canje después de haber llegado a un acuerdo con un grupo de inversores (Golden Tree). La nueva propuesta de canje ofrece básicamente un canje sin quita de capital y reconocimiento al 100% de los intereses adeudados que serán pagados 10% en efectivo y 90% en títulos nuevos a quienes acepten el canje.

En caso de no aceptarlo, y ser eventualmente arrastrado si se activan las cláusulas de acción colectiva no se pagarán los intereses adeudados, y se repartirán entre quienes si lo hayan hecho.

También se ha extendido el plazo de aceptación de la oferta, al 13 de agosto, con anuncio de resultados, el 16 y liquidación de la oferta el 20 de agosto.

Los títulos elegibles tanto en dólares como en euros serán canjeados por nuevos títulos 2037, todos los títulos elegibles excepto los 2035 (Bono Par en USD y EUR) serán canjeados por nuevos bonos 2037 A en euros o dólares mientras que los tenedores de Par en euros o dólares serán ofrecidos bonos 2037 B.

A continuación resumimos las condiciones de los nuevos títulos en USD.

	Nuevos Bonos en USD	
	Buenos 37A	Buenos 37B
Vencimiento	22-Sep-37	22-Sep-37
Emisión	30-Jun-21	30-Jun-21
Interés	Step Up	Step Up
Cupones Step Up	H2 2021 2.50% 2022 3.9%, 2023 5.25% 2024 6.375%, 2025 + 6.625%	H2 2021 2.50% 2022 3.5%, 2023 4.5% 2024 5.5%, 2025 + 5.875%
Amortización	28 pagos semest. desde mar 2024 2x1.83% / 2x2.25% / 2x2.90% / 2x3.28% / 2x3.47% / 2x3.79% / 2x3.08% / 2x3.59% / 2x3.77% / 2x3.94% / 2x4.20% / 2x4.40% / 2x4.67% / 2x4.83	19 pagos semest. desde sep 2028 3x0.75% / 2x6.15% / 6x6.35% / 6x5.90% / 1x5.98% / 1x5.97%

Valuación de la propuesta

Bonos descontados al	19%							
BONOS EN USD								
2006 Indenture	PRECIO	Capital	Buenos 37A	Buenos 37B	Upside	Ult cupón	Cupón	PDI
BUENOS 9 5/8 04/18/28	50.20	100	54.03		7.6%	10/18/19	9.625%	16.36
BUENOS 4 05/15/35	39.70	100		40.11	1.0%	11/15/19	4.000%	6.50
2015 Indenture	PRECIO	Capital	Buenos 37A	Buenos 37B	Upside	Ult cupón	Cupón	PDI
BUENOS 9.95 06/09/21	51.28	100	53.59		4.5%	12/9/19	9.950%	15.51
BUENOS 6 1/2 02/15/23	49.71	100	50.23		1.1%	2/15/20	6.500%	8.94
BUENOS 9 1/8 03/16/24	50.51	100	51.68		2.3%	3/16/20	9.125%	11.76
BUENOS 7 7/8 06/15/27	50.69	100	51.87		2.3%	12/15/19	7.875%	12.14

Bonos en USD	VPN BONOS NUEVOS			Tasa de descuento			Bono Nuevo
	14%	15%	16%	17%	18%	19%	
BUENOS 4 05/01/20	10.66	10.08	9.54	9.05	8.60	8.18	Buenos 37A
BUENOS 10 7/8 01/26/21	23.20	21.95	20.80	19.74	18.77	17.87	Buenos 37A
BUENOS 9 5/8 04/18/28	70.13	66.35	62.88	59.69	56.75	54.03	Buenos 37A
BUENOS 4 05/15/35	54.97	51.41	48.17	45.23	42.55	40.11	Buenos 37B
BUENOS 9.95 06/09/21	69.58	65.83	62.38	59.21	56.29	53.59	Buenos 37A
BUENOS 6 1/2 02/15/23	65.40	61.84	58.57	55.56	52.79	50.23	Buenos 37A
BUENOS 9 1/8 03/16/24	67.20	63.55	60.21	57.13	54.30	51.68	Buenos 37A
BUENOS 7 7/8 06/15/27	67.44	63.79	60.43	57.34	54.50	51.87	Buenos 37A

Incluye PDI. 10% en efectivo y 90% capitalizado. Los intereses se pagarán 10% en efectivo y 90% en nuevos bonos a los inversores que acepten el canje ("consenting bondholders"). Los inversores que no acepten el canje no recibirán el PDI.

Si utilizamos una tasa de descuento de 19% vemos que todavía hay un marginal upside respecto de los precios de mercado. Creemos que provincia debería cotizar a un spread en torno a los 100 pbs del soberano si logra cerrar esta propuesta ya que su perfil de vencimientos quedaría fuertemente atenuado y no superaría los USD 1.000 millones en ningún año. Adicionalmente serían muy razonables los servicios de deuda respecto de los ingresos de la provincia, y a

diferencia del soberano, ofrece cupones más atractivos en el corto plazo. Respecto de los precios de mercado, se recupera cerca del 25% en dentro del actual mandato presidencial.

Si bien si se compara con otras provincias, la quita de PBA fue mayor, ya que las últimas provincias en reestructurar prácticamente no vieron quitas en términos de VPN y en el caso de provincia es de 12%, creemos que esta reestructuración podría ser sostenible y que todavía hay upside en caso de que se logren las mayorías. A continuación, adjuntamos una sensibilidad con distintas tasas de descuento y potencial de suba.

Bonos en USD	Precio	Upside					
		14%	15%	16%	17%	18%	19%
BUENOS 9 5/8 04/18/28	50.20	39.7%	32.2%	25.3%	18.9%	13.0%	7.6%
BUENOS 4 05/15/35	39.70	38.5%	29.5%	21.4%	14.0%	7.2%	1.0%
BUENOS 9.95 06/09/21	51.28	35.7%	28.4%	21.7%	15.5%	9.8%	4.5%
BUENOS 6 1/2 02/15/23	49.71	31.6%	24.4%	17.8%	11.8%	6.2%	1.1%
BUENOS 9 1/8 03/16/24	50.51	33.0%	25.8%	19.2%	13.1%	7.5%	2.3%
BUENOS 7 7/8 06/15/27	50.69	33.0%	25.8%	19.2%	13.1%	7.5%	2.3%

A los precios actuales, creemos que el Buenos 28 es título más interesante debido a su mayor upside en los distintos escenarios siempre que se acepte la propuesta.

Respecto a las chances de aceptación, el grupo Ad hoc de acreedores de la provincia dijo no haber sido consultado y no haber aceptado esta propuesta. Al principio de la negociación en 2020, el grupo tenía un 50% de las tenencias de títulos, pero incluía al grupo Golden Tree. No tenemos detalle actualmente de las tenencias remanentes o de la cantidad de inversores que agrupa hoy. Resultará importante seguir las declaraciones en las próximas semanas. Recordemos las condiciones de las mayorías para activar las cláusulas de acción colectivas de los títulos.

Los Títulos con contrato 2006 requieren 85% de aceptación total y mínimo de 66.6% por serie para modificar la totalidad de la serie o 75% por serie individual.

Los títulos con contrato 2015 requieren 66% de aceptación total y mínimo de 50 % por serie para modificar la totalidad de la serie o 75% de una serie individual.

BONOS EN USD
2006 Indenture
BUENOS 4 05/01/20
BUENOS 10 7/8 01/26/21
BUENOS 9 5/8 04/18/28
BUENOS 4 05/15/35
2015 Indenture
BUENOS 9.95 06/09/21
BUENOS 6 1/2 02/15/23
BUENOS 9 1/8 03/16/24
BUENOS 7 7/8 06/15/27

Views de mercado

A pesar de un entorno de tasas internacionales nuevamente muy bajas, la deuda argentina sigue mostrando bajas paridades. Con el acuerdo con el FMI postergado al año próximo, la atención en el corto plazo, se centra en las perspectivas para las elecciones legislativas, la recuperación de la economía y la situación fiscal y cambiaria, de lo cual la brecha es un termómetro. Creemos que en un escenario donde se llegue a un acuerdo con el FMI el año próximo, la deuda hard dollar tiene upside. Sin embargo, el corto plazo se verá dominado por las mayores dificultades de menores liquidaciones de dólares y mayores pagos, a lo cual se suman las elecciones de medio término, por lo cual es de esperar mayor volatilidad en los próximos meses.

En materia de instrumentos en pesos, los títulos CER son los más interesantes a unos meses vista dada la persistencia de la inflación núcleo. Para quien busque exposición CER a títulos cortos hay que estar atento a alguna nueva licitación soberana, o bien bonos CER al 2022. En cuanto a los títulos dólar linked soberanos, resultan la cobertura más barata con un horizonte mayor a 5 meses, ya que hasta las elecciones es de esperarse un mayor atraso cambiario pero la ampliación de la brecha entre la tasa de devaluación y la tasa de inflación no es sustentable.

El presente documento tiene como objetivo brindar un breve análisis de los principales indicadores de mercado. Ha sido elaborado en base a información disponible en los medios de comunicación y datos publicados por organismos públicos. El contenido expuesto no debe ser interpretado como opinión o consejo sobre inversiones.

ARG Securities Advisors S.A. es agente de negociación matrícula CNV Nro. 719, regulado por la Comisión Nacional de Valores, lo que garantiza el desarrollo de su actividad dentro del marco de las regulaciones vigentes. Asimismo, cuenta con un equipo de profesionales idóneos, con amplia trayectoria y reconocimiento en el mercado de capitales, que brindarán el asesoramiento adecuado a los objetivos y nivel de tolerancia al riesgo de cada inversor

Estamos en contacto a través del sitio web www.argsecurities.com

Correo electrónico: info@argsecurities.com