

Informe Semanal de Mercado

HIGHLIGHTS

- EEUU, inflación en máximos desde 1981, pero temor de recesión modera expectativa de suba.
- BCRA ofrece un put a los bancos para sostener la deuda en pesos y reducir volatilidad
- Aumento de restricciones impulsa dólares financieros y brecha
- Riesgo país toca máximos post canje semana tras semana.
- El tesoro superó la primer prueba de mercado con éxito
- Pampa endulza su oferta de canje sobre el límite del plazo.

En EEUU, los rendimientos de los bonos a 10 años rebotaron 8 pbs en la semana a 3.03 % después de conocerse la inflación de junio, que mostró la mayor marca interanual desde 1981 en 9.1%. Si bien después de conocerse dicho guarismo se especuló con una suba de 100 pbs de la Reserva Federal a fin de mes, no hay que dejar de recordar que la inflación es un indicador rezagado, y el impacto sobre la restricción presupuestaria se viene sintiendo además por la restricción monetaria así como por la destrucción de riqueza que ocurrió en el mercado en lo que va del año. La actividad se espera que se desacelere e incluso hay quienes temen una recesión para el año próximo, más allá de que la solidez superficial del mercado laboral empieza a mostrar ciertas grietas. Por otra parte, la curva de rendimientos volvió a invertirse en el tramo de 2 a 10 años, ya que la tasa a 2 años se ubica 10 pbs por encima de la de 10. En tanto, el dólar moderó su fortaleza en la semana en expectativa de una suba de tasas en Europa y una moderación respecto de la expectativa de suba de 100 pbs en EEUU donde ahora se considera que una suba de 75 pbs sea la movida más probable de la Fed. De todas maneras, el mundo presenta un panorama económico complejo, donde la desaceleración del crecimiento que incluso afecta a China moderan la suba de commodities y suman vientos de frente para los países emergentes.

En materia de deuda emergente, hubo un respiro en la semana con una suba de 2.31%, pero aún así el índice de deuda emergente EMB muestra una caída de 21.9% desde comienzos de año.

En Argentina, la escasez de dólares y la falta de austeridad fiscal continúan afectando a la deuda soberana en dólares que toca los niveles más bajos desde el canje de deuda a pesar de que por los próximos dos años los pagos que se enfrentan son limitados ya que son esencialmente intereses. El riesgo país subió 63 pbs en la semana, dejando el indicador cerca de los 2800 pbs.



Fuente: JPMorgan

La deuda bajo ley internacional tiene una paridad promedio de 21%, con los títulos bajo contrato 2005 con una paridad promedio de 24% y los títulos bajo nuevo contrato con una paridad promedio de 19.4%. Los bajos precios llevan a evaluar algunos arbitrajes para que en caso de que se paguen en los próximos dos años se logre un mayor recuperado. En tal caso, se podría pensar que tiene sentido pasar del Argentina 29 al Argentina 2035 que luce como el título más atractivo ya sea por el lado de interés respecto al precio que pagará así como su potencial de apreciación en caso de que haya una mejora del clima debido a su baja paridad.

LEY NY		I+A	Ratio recuperado
Título	Precio USD	al 2024	al 2024
Arg 29	19.59	2.00	10.2%
Arg 30	19.76	5.25	26.6%
Arg 35	19.07	6.44	33.8%
Arg 38	25.46	8.13	31.9%
Arg 41	23.23	7.00	30.1%
Arg 46	19.11	6.44	33.7%
Promedio	21.49		

LEY ARGENTINA		I+A	Ratio recuperado
Título	Precio USD	al 2024	al 2024
Arg 29	18.59	2.00	10.8%
Arg 30	17.19	5.25	30.5%
Arg 35	17.24	6.44	37.3%
Arg 38	22.25	8.13	36.5%
Arg 41	21.99	7.00	31.8%
Promedio	19.90		

La primera licitación del Tesoro bajo la gestión Batakis fue exitosa. Se obtuvieron \$122.00 millones cuando se buscaban sólo \$9.000 millones. La mayor parte del total (49.3%) vino a través de la LEDE con vencimiento en octubre (S31O2). El éxito de este instrumento puede deberse a que pagó una tasa efectiva del 78.89%, es decir 12.38 puntos arriba de la tasa de política monetaria efectiva, y además era la opción más corta (sacando la LELITE). El segundo instrumento más elegido (29.5% del total) fue el bono del Tesoro a tasa fija TY27P que vence en 2027. Este papel es utilizado por los bancos para integrar sus encajes. La canasta se completó con LELITES y un nuevo bono dollar-linked, que representaron el 13.6% y el 7.6% respectivamente del total adjudicado. El otro aspecto relevante de la licitación es el canje que se llevó a cabo. Con el fin de reducir los vencimientos de las letras S29L2 (Tasa fija) y X29L2 (CER), el Tesoro ofrecía una canasta compuesta por LEDES que vencen en febrero y abril del año que viene. En total se canjearon AR\$ 188,564 millones y de esta manera la cuenta a pagar a fin de mes por estos títulos pasó de AR\$ 480,464 a AR\$ 291,900. Es muy probable que el Banco Central haya participado de esta conversión como una manera de renovar los activos que compró dado que no puede ingresar en las licitaciones primarias.

Por otra parte, el BCRA dispuso la venta de opciones a los bancos para darle liquidez y ponerle un piso a la deuda del Tesoro en ocasiones de stress, poniendo un bid 2 puntos abajo en el día, con lo cual el BCRA le está poniendo un piso al mercado y eso debería restarle volatilidad al mercado de deuda en pesos. El martes, a través de la Comunicación A7546, el Banco Central oficializó que licitará opciones de venta (put) cuyo activo subyacente serán títulos del Tesoro emitidos a partir de julio y con vencimiento anterior al último día de 2023. Esta medida llega después de que el BCRA ya compró títulos por más de 1 billón de pesos.

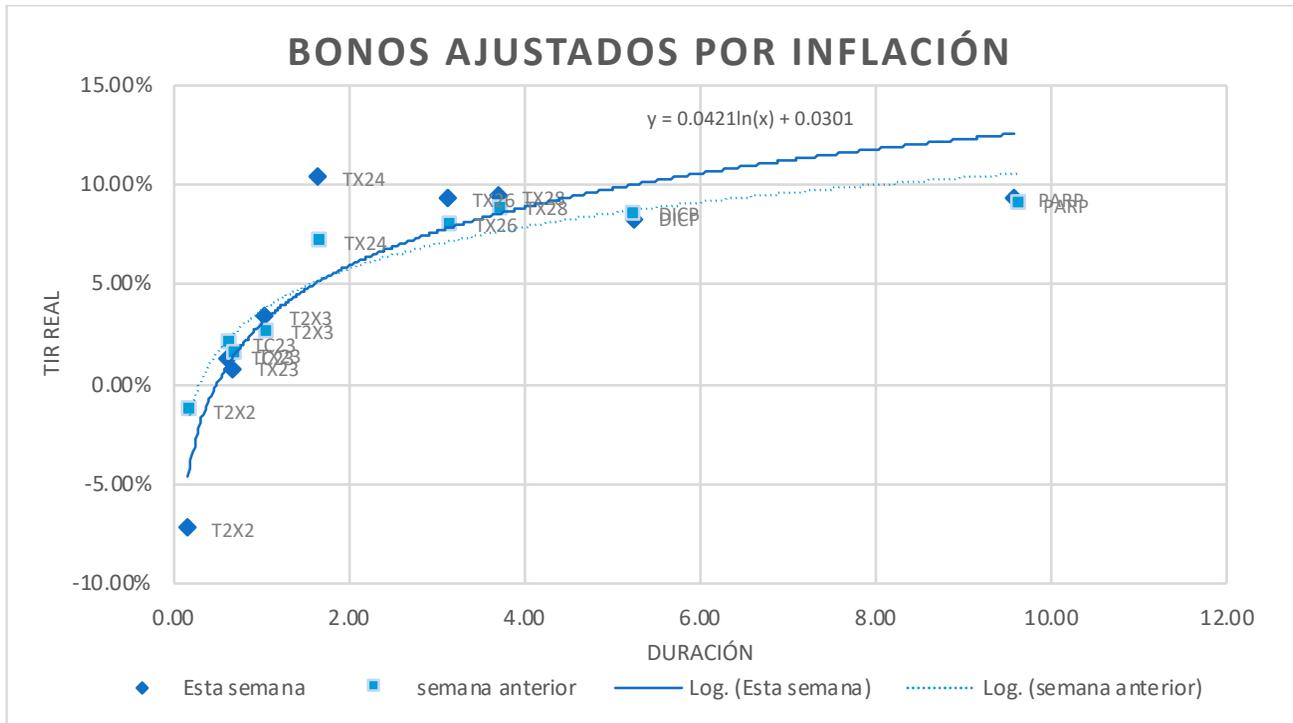
El instrumento en sí le permite al tenedor de un activo, pago de una prima mediante, garantizarse que lo podrá vender bajo ciertas condiciones. En este caso, los que suscriban bonos del Tesoro,

tendrán la seguridad de poder vendérselos al Banco Central. El precio de venta estará determinado por la TNA que surge del máximo entre la TNA promedio ponderada del día anterior y la TNA del cierre del día anterior (la mayor de MAE o BYMA) más un spread del 2%, que puede variar. Esta fórmula sirve para acotar las variaciones del precio por una cuestión de arbitraje.

Esta medida ofrece dos beneficios: por un lado, le dará liquidez al mercado y por otro, previsibilidad. El mercado también vio con buenos ojos este movimiento. Los precios de los bonos en pesos cortos se recuperaron fuertemente en las últimas dos semanas.

Deuda en pesos

En materia de deuda en pesos indexados, a diferencia de la semana pasada cuando vimos un fuerte desplazamiento hacia debajo de la curva, esta última semana vimos un empinamiento de la curva, con una reducción de rendimientos en la parte donde está respaldada por el BCRA mientras que los plazos más largos tendieron a ver una suba de rendimientos, en especial en el tramo entre 2024 y 2028.



Las letras indexadas continuaron viendo una recuperación, y para ver tasas positivas hay que ir a la letra de abril, cuando hasta la semana pasada era febrero que mostraba un resultado positivo.

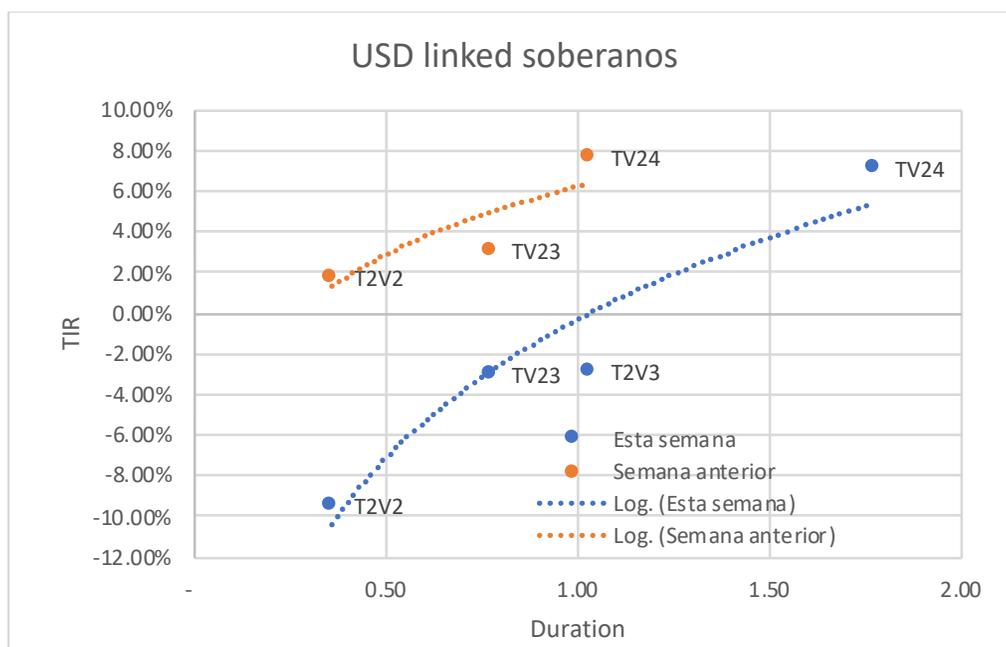
Especie	Fecha de Emisión	Fecha de Pago	CER Inicial	Plazo al Vto (Días)	Monto (*) Capitalizado	Cierre (PPT, T+2)		Rendimiento del Período	TNA
						Fecha	\$ c/VN 100		
X29L2	5-Ago-21	29-Jul-22	32.9224	8	157	19-Jul-22	157.450	-0.07%	-3.31%
X16C2	30-Nov-21	16-Ago-22	36.8623	26	141	19-Jul-22	140.600	-0.06%	-0.80%
X21O2	31-Dic-21	21-Oct-22	38.1829	92	136	19-Jul-22	138.250	-1.87%	-7.43%
X23N2	30-Jun-22	23-Nov-22	49.8495	125	104	19-Jul-22	108.153	-3.92%	-11.46%
X16D2	15-Mar-22	16-Dic-22	41.1508	148	126	19-Jul-22	127.500	-1.27%	-3.14%
X20E3	31-Ene-22	20-Ene-23	39.2005	183	132	19-Jul-22	132.350	-0.16%	-0.32%
X17F3	2-Mar-22	17-Feb-23	40.5435	211	128	19-Jul-22	128.000	-0.19%	-0.32%
X21A3	31-Mar-22	21-Abr-23	42.2380	274	123	19-Jul-22	122.200	0.36%	0.47%
X19Y3	29-Abr-22	19-May-23	44.0271	302	118	19-Jul-22	116.900	0.64%	0.78%

Las Ledes tendieron a ver una suba de rendimientos en agosto y septiembre de 3 y 2 puntos porcentuales respectivamente mientras que octubre vio una suba de 1 pt.

Especie	Fecha de Emisión	Fecha de Pago	Plazo al Vto (Días)	Monto al Vto	Cierre (PPT, T+2)		Rendimiento del Período	TNA
					Fecha	\$ c/VN 100		
S29L2	31-Ene-22	29-Jul-22	8	100	19-Jul-22	98.800	1.21%	55.41%
S31G2	28-Feb-22	31-Ago-22	41	100	19-Jul-22	94.400	5.93%	52.81%
S30S2	31-Mar-22	30-Sep-22	71	100	19-Jul-22	90.250	10.80%	55.54%
S31O2	23-May-22	31-Oct-22	102	100	19-Jul-22	85.650	16.75%	59.95%
S30N2	16-Jun-22	30-Nov-22	132	100	18-Jul-22	83.000	No Operó	No Operó

Deuda dólar linked

En cuanto al ritmo de devaluación, en la semana el BCRA aceleró el ritmo de devaluación a 24 centavos promedio, respecto de 20 la semana anterior, lo que equivale a una TNA de 63% y una TEA de 88%. En la última semana, y ante la aceleración de la depreciación del tipo de cambio oficial los dólares linked cortos volvieron a reaccionar y a hundirse en materia de rendimientos negativos, incluso el nuevo T2V3 emitido la semana pasada.



En cuanto a Rofex, las tasas tendieron al alza nuevamente, especialmente en la parte media con partes medias con tasas en torno a 87%, mientras que la parte larga subió pero menos tasas en torno a 84% actualmente y julio vio una baja de 3 pts en su TNA.

Novedades corporativas

Pampa Energía

Pampa anunció una mejora en su canje de deuda, ya que mejoró en 0.5% la tasa de cupón del nuevo título mientras que ofrece ahora más bonos nuevos tanto para la opción de bonos (mejora en 2%) y efectivo, como para la opción de bonos solamente (1030 en lugar de 1010, también mejora 2%). Además, extendió el vencimiento de la oferta temprana al 29 de julio de 2022. En particular la empresa decidió:

- Incrementar la tasa de interés sobre las ON 2026 a 9,5% anual;
- Contraprestación de la opción A: los Tenedores Elegibles recibirán, por cada US\$1.000 de valor nominal de ON 2023 válidamente presentadas bajo la opción A (sin ser retiradas), US\$1.020 en contraprestación compuesto por efectivo (por el monto equivalente al 30% del

monto total que ingresa a la Oferta de Canje, prorrateado entre los Tenedores Elegibles que optaron por la Opción A), y el remanente en ON 2026;

- Contraprestación de la opción B: los Tenedores Elegibles recibirán, por cada US\$1.000 de valor nominal de ON 2023 válidamente presentadas bajo la opción B (sin ser retiradas), US\$1.030 de ON 2026;
- Extender tanto la Fecha de Participación Temprana como la Fecha de Vencimiento hasta el 29 de julio de 2022 a las 23:59 hs. Los Tenedores Elegibles que presenten válidamente sus ON 2023 hasta el 29 de julio de 2022 a las 23:59 hs, inclusive, serán considerados elegibles para recibir la Contraprestación por Canje Temprano.

En este contexto reevaluamos el atractivo de la propuesta.

Análisis deuda de Pampa Energía			
	Precio	TIR	Dur
PAMPA 2023	96.7	10.96%	0.98
PAMPA 2027	80.5	13.38%	3.66
PAMPA 2029	80	13.75%	4.82
Hold out		10.96%	0.98
Opción A temp 30-70		11.45%	1.91
Opción A temp 20-80		10.96%	2.1
Opción A temp 10-90		10.57%	2.52
Canje opción B temp		10.60%	2.80
Canje tardío		9.59%	2.80

Con esta mejora creemos que la opción A resulta atractiva para quien quiera seguir manteniendo exposición a la empresa, y a la vez recibir algo de efectivo que reduzca el riesgo. Nos parece que con esta mejora la empresa puede lograr alcanzar al 70% de aceptación.

Views de mercado

Argentina continúa mostrando un mercado preocupado por la falta de visibilidad y de políticas para cumplir con los objetivos prometido, principalmente de credibilidad y apoyo político a las decisiones de gobierno. Será clave que se sostengan las señales claras del rumbo a seguir y de la estrategia de financiamiento y de contención de la inflación y el déficit para que el mercado pueda recuperar la confianza. Los precios de la deuda descuentan ya una reestructuración, aunque semana a semana el riesgo país ve nuevos máximos. En el mediano plazo, el global 2035 sería el más beneficiado en caso de que haya una mayor visibilidad de un cambio político y ahora su rendimiento corriente es más interesante.

La deuda corporativa se mantendrá como el refugio con empresas de bajo endeudamiento, sólido track record y habilidad probada para navegar en escenarios complicados. Nos gustan Pan American 2027, Capex 2024, Arcor 2026 y Pampa 2027.

En materia de deuda en pesos, el respaldo del BCRA al mercado hace pensar que tasas positivas en deuda CER al 2023 puede ser interesantes y con moderada volatilidad. Los títulos dólar linked vuelven al radar especialmente los de vencimiento en 2023.

Información legal

Informe semanal es una recopilación con información sobre los indicadores más relevantes del mercado de deuda. Las principales fuentes consultadas para la elaboración del presente documento son: sitio oficial del Instituto Argentino de Mercado de Capitales S.A (IAMC), sitio oficial de Bolsas y Mercados Argentinos- (BYMA), sitios oficiales de Matba ROFEX y de los principales agentes de mercado autorizados por CNV.

El contenido expuesto debe ser interpretado únicamente como información orientativa general.

ARG Securities Advisors S.A. es un agente de negociación matrícula CNV Nro. 719, regulado por la Comisión Nacional de Valores y cuenta con un equipo de profesionales idóneos de amplia trayectoria y reconocimiento que podrán brindar asesoramiento personalizado, acorde a la tolerancia al riesgo y los objetivos de inversión de cada cliente.