INFORME SEMANAL DE RENTA FIJA

CANJE DE DEUDA. LA EXPECTATIVA SE MANTIENE.

La semana pasada se volvió a extender, como era de esperar, el vencimiento del plazo para la aceptación del canje de deuda al **12 de junio**, 15 de junio sería la fecha de anuncio de resultados y 18 de junio, la liquidación de la operación. En tanto, se mantuvo la expectativa respecto de mejoras a la oferta de reestructuración de deuda soberana, aunque no se dio a conocer más información que la que comentamos ya el lunes pasado. Aprovechamos esta semana para evaluar la distancia entre la propuesta oficial y las propuestas de los acreedores.

Entre las modificaciones de la propuesta revisada que evaluaba el gobierno, se concedieron algunos puntos a las demandas de los acreedores tales como:

- Reducción del período de gracia
- Reconocimiento de intereses corridos e impagos, aunque en bonos, a un 36% de su valor
- Aceleración de la suba de la tasa de cupones
- Aceleración de las amortizaciones
- Menor quita en el bono corto
- Posibilidad de incoporar algún mecanismo de recuperación de valor
- Recorte de 1 año en el vencimiento de los bonos, excepto el 2030

En síntesis, **el valor de la propuesta mejorada rondaba los USD 47-48 en promedio, respecto de un valor de USD 41 en la propuesta original, lo cual implica una mejora de 15-17%.**

PROPUESTA MEJORADA

VPN BONOS NUEVOS CON HAIRCUT	Tasa de descuento					
Bonos en USD	8%	9%	10%	11%	12%	Haircut
Arg 30	54.51	50.93	47.63	44.58	41.76	7%
Arg 35	56.23	50.77	45.92	41.62	37.78	5%
Arg 38	60.77	55.01	49.90	45.37	41.34	0%
Arg 42	56.92	51.20	46.20	41.79	37.92	0%
Arg 46	56.20	50.69	45.88	41.67	37.96	5%
Arg 34 Accrued Int.	45.15	40.65	36.66	33.11	29.95	0%
Promedio ex.34	56.93	51.72	47.11	43.01	39.35	

A continuación mostramos los detalles de la propuesta conjunta de dos grupos de acreedores, el grupo Ad Hoc y el grupo de bonistas del canje, que muestra un total de 7 bonos en dólares (y otras 7 opciones en euros asimilables), que descontados a una tasa de 10% a fin de comparar las

ofertas arroja un promedio de USD 57, más los intereses vencidos. Con lo cual, las diferencias rondan unos USD 10 de acuerdo a las últimas ofertas presentadas.

VPN BONOS NUEVOS CON HAIRCUT	Tasa de descuento						
Bonos en USD	8%	9%	10%	11%	12%	Haircut	Elegibles
Arg 27	70.00	66.14	62.53	59.15	55.99	0%	21,22,23
Arg 30	67.49	62.56	58.04	53.91	50.11	0%	21,22,23
Arg 33	69.43	63.31	57.83	52.91	48.48	0%	26,27,28s
Arg 36	69.74	62.98	57.03	51.77	47.13	1%	26,27,28s,36
Arg 37	74.50	68.13	62.43	57.33	52.74	0%	Disco
Arg 42	59.38	52.48	46.62	41.62	37.35	0%	Par
Arg 45	67.02	59.08	52.40	46.74	41.92	1%	Todos
Promedio	68.43	62.60	57.41	52.78	48.63		

Se observa en esta propuesta que los bonos cortos tendrían al menos dos opciones particulares así como los bonos medios tendrían dos opciones específicas además del bono más largo 2045 que está disponible para todos. El bono Par recibe un tratamiento similar al de la propuesta oficial mientras que en el resto de los casos se ven notables diferencias, en especial en los bonos más cortos y el Discount.

Principales puntos de diferencia

- Tratamiento de los intereses corridos y vencidos: el gobierno propone pagarlos con un bono al 2034, que vale un 30% aproximadamente, mientras que los acreedores reclaman un pago en efectivo a la liquidación del canje
- Títulos más cortos. Para los bonos con vencimiento hasta 2023, la opción de acceder a un título más corto con vencimiento al 2027 es propuesta por los acreedores mientras que el gobierno propone el 2030 como el bono más corto.
- Para los Discount, la posibilidad de recibir un instrumento de franja de cupón contingente además del Bono 2037, supeditado al crecimiento por encima de un caso base, que exige cumplimiento del artículo IV de la revisión de cuentas del FMI, y cuenta con cross default con el resto de la deuda
- Aspectos legales del canje. Los acreedores insisten en mantener las condiciones legales de los títulos originales, para los tenedores de bonos 2005, mismas condiciones, mientras que el gobierno quiere que todas las nuevas emisiones sean bajo el Indenture 2016

Parecería que los bonos más cortos (2021,2022,2023) y los bonos del canje recibirían el mejor trato, pero gran parte de ello está en los precios.

Se espera que el miércoles o jueves se presente ante la Securities and Exchange Commission (SEC) de EEUU la oferta mejorada final de acuerdo a trascendidos periodísticos.

REESTRUCTURACIONES PROVINCIALES

Además de la prórroga de la propuesta del soberano, se postergó la oferta de la Provincia de **Buenos Aires**, que ahora vence el día **19 de junio**, 22 de junio sería del anuncio de resultados y el 24 de junio, la liquidación de la operación.

Por otra parte, **Mendoza** dio a conocer el viernes pasado una propuesta de reestructuración de deuda para su bono con vencimiento en 2024, que debería haber pagado intereses el pasado 19 de mayo y se encuentra actualmente en período de gracia. La **oferta vence el 16 de junio**. La propuesta presenta algunas similitudes con la propuesta del gobierno nacional, debido a que no reconoce intereses vencidos, presenta un período de gracia de dos años, y un fuerte recorte de intereses a un cupón de 2% en 2022 y 2023 y de 4% de ahí en adelante hasta el vencimiento. Ello implica una quita de más de 50% de los intereses. No habría quita de capital y se repagaría 11 cuotas iguales a partir de noviembre 2024. A una tasa de descuento de 12%, la propuesta valdría USD56.7, un nivel similar con el precio de mercado del título actualmente. Hace falta que 75% de los tenedores aprueben la propuesta para que se activen las cláusulas de acción colectivas y se pueda extender a toda la serie. El no reconocimiento de los intereses vencidos no hace demasiado atractiva la propuesta, aunque al ser el vencimiento extendido 5 años resulta mejor en términos de valor presente que la propuesta soberana y la de provincia de Buenos Aires.

La provincia indicó también su intención de reestructurar deuda en pesos, puntualmente el bono Badlar PMJ21, pero todavía no se conocieron las condiciones de ese canje.

Neuquén es otra provincia que debería estar haciendo hoy un pago por sus bonos 2025 y comunicó la semana pasada que utilizaría el período de gracia para realizar una propuesta de reestructuración por sus títulos en dólares.

COLOCACIONES DEL SECTOR PRIVADO

Creemos que las colocaciones USD linked que se están dando de parte de empresas a plazos de 12 a 24 meses pueden ser alternativas válidas. La semana pasada hubo una colocación de Cresud. Adjuntamos las últimas colocaciones a modo indicativo.

Emisiones corporativas USD Linked

Licitación	Emisor	Tasa	Monto USD	Emisión	Plazo (meses)	TIR	Duration	Sobresuscrip.
15-May-20	PAE	0%	25	19-May-20	18	0%	1.5	17.52
19-May-20	IRSA	7%	51.3	21-May-20	12	5.03%	0.64	1.10
19-May-20	IRSA	9%	9.1	21-May-20	24	7.56%	0.97	1.01
20-May-20	YPF	0%	93.2	22-May-20	18	0%	1.5	1.11
21-May-20	Genneia	5%	21.4	25-May-20	12	5.07%	0.97	1.19
21-May-20	CGC	5%	19.8	26-May-20	15	5.07%	1.22	1.04
3-Jun-20	Cresud	4%	83.05	8-Jun-20	18	3.50%	1.47	1.02

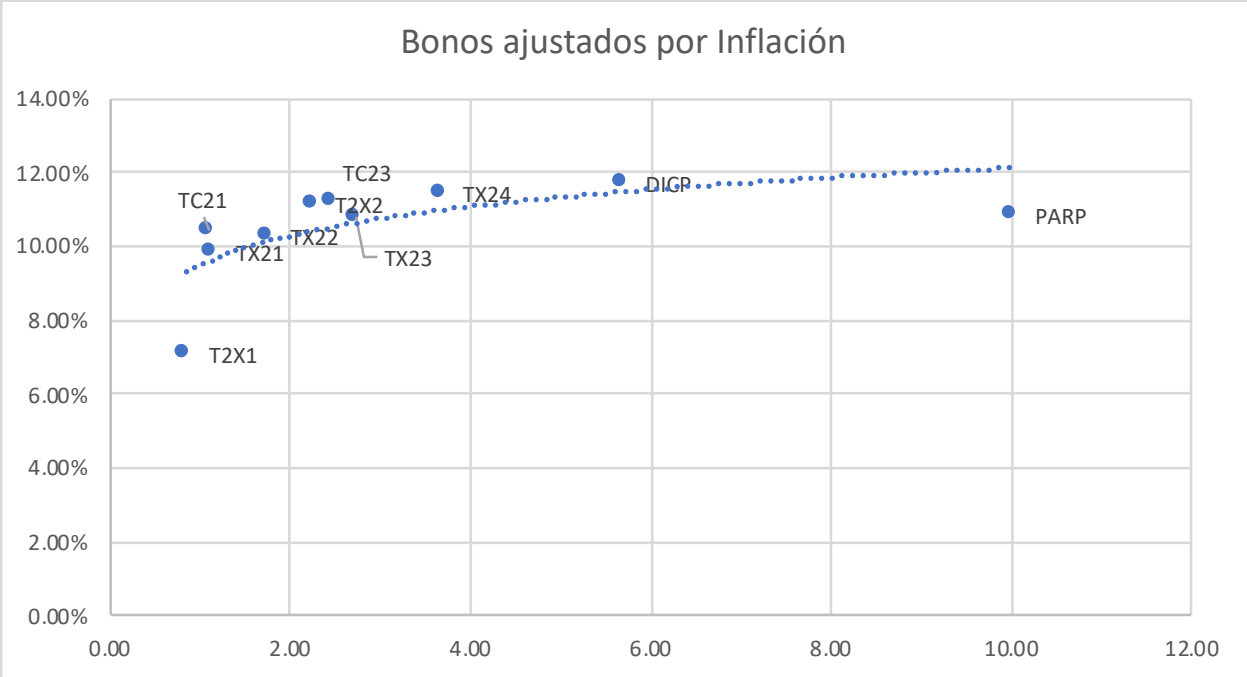
CLAVES DE LA SEMANA

- Se espera la presentación de la oferta revisada oficial esta semana
- Las provincias mantienen los lineamientos del gobierno nacional en sus propuestas de reestructuración, con pedidos de períodos de gracia y fuertes recortes en los intereses a pagar.
- Esperamos que pronto se ofrezca también un canje a fin de renovar el vencimiento del bono de política monetaria con vencimiento el 21 de junio por $ 118 mil millones.
- En mayo, el Tesoro estaría logrando financiar los intereses y vencimientos en el mercado con lo cual se reducen las presiones inflacionarias.
- Se conoció el REM de mayo. La inflación estimada para 2020 se redujo a 43.3% (-1,2 pp respecto de abril), el dólar se estima en 88.5 para diciembre 2020 (+3.1 ps) mientras que para el crecimiento se profundiza la caída esperada a 9.5% (-2.5 pp).

8 de junio
Tasas de referencia e inflación

Badlar Bcos Priv	29.75%	
TM20	29.63%	
Leliq	38%	
Inflación mensual	1.50%	abril
Inflación interanual	45.60%	abril
Inflación esperada REM	51.00%	mayo

Fuente: BCRA



		ISIN	Monto en Circ.	Vencimiento	Cupón %	Precio	TIR	Valor técnico	Paridad
Ley Nueva York	Arg 21	US040114GW47	4.50	22-Apr-21	6.875	41.70	203%	100.88	41%
	Arg 22	US040114HK99	3.25	26-Jan-22	5.625	41.75	90%	102.06	41%
	Arg 23	US040114HP86	1.75	11-Jan-23	4.625	41.35	53%	101.89	41%
	Arg 26	US040114GX20	6.50	22-Apr-26	7.500	40.00	33%	100.96	40%
	Arg 27	US040114HL72	3.75	26-Jan-27	6.875	39.50	31%	102.52	39%
	Arg 28	US040114HF05	1.00	06-Jul-28	6.625	39.00	27%	102.80	38%
	Arg 5 7/8 28	US040114HQ69	4.25	11-Jan-28	5.875	39.00	25%	102.40	38%
	Arg 36	US040114HG87	1.75	06-Jul-36	7.13	39.00	22%	103.01	38%
	Arg 46	US040114GY03	2.75	22-Apr-46	7.63	39.00	21%	100.97	39%
	Arg 48	US040114HR43	3.00	11-Jan-48	6.88	38.75	20%	102.81	38%
	Arg 17	US040114HN39	2.60	28-Jun-17	7.13	38.00	21%	103.17	37%
	Arg 33	US040114GL81	3.97	31-Dec-33	8.28	67.58	17%	145.90	46%
	Arg 38	US040114GK09	5.30	31-Dec-38	3.75	43.90	18%	100.71	44%

		ID	Monto en Circ.	Maturity	CPN	Precio	TIR	Valor técnico	Paridad
Ley Argentina	Bonar 20	ARARGE3200U1	2.95	08-Oct-20	8.000	39.200	***	101.33	39%
	Bonar 24	ARARGE03H413	12.58	07-May-24	8.750	33.800	55%	84.09	40%
	Bonar 25	ARARGE320408	5.55	18-Apr-25	5.750	35.900	37%	100.80	36%
	DICA	ARARGE03E113	5.04	31-Dec-33	8.28	53.500	34%	145.90	37%
	Bonar 37	ARARGE320416	5.56	18-Apr-37	7.625	53.900	16%	101.06	53%
	PARA	ARARGE03E097	1.23	31-Dec-38	3.75	34.200	17%	100.71	34%

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.