

# Canje de bonos: elige tu propia aventura

## Resumen y conclusiones

- La perspectiva de falta de acceso a financiamiento voluntario por tiempo prolongado que dejó el resultado de las PASO implica que la posibilidad de atender a los pagos de deuda en los próximos años es de cumplimiento imposible en los términos en los que está pactada. Un canje luce inevitable.
- En el presente documento modelamos escenarios de las tres posibilidades de modificación de las condiciones financieras de los bonos que pueden estar presentes en un canje: extensión de plazos, quita de capital y recorte de cupón.
- Los precios de mercado están descontando un escenario de canje bastante más agresivo del que, entendemos, Argentina tiene posibilidades de ofrecer. Los riesgos de que una propuesta agresiva sea rechazada son más altos que los beneficios que el país puede obtener.

José M. Echagüe  
Estratega

Francisco Mattig  
Analista

Federico Bruno  
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de Ocampo 3302  
WO Barrio Parque Bureaux  
Módulo IV - 3er Piso  
C1425DFE

## Canje de bonos: elige tu propia aventura

La perspectiva de falta de acceso a financiamiento voluntario por tiempo prolongado que dejó el resultado de las PASO implica que la posibilidad de atender a los pagos de deuda en los próximos años es de cumplimiento imposible en los términos en los que está pactada. Un canje luce inevitable.

La reacción de mercado a este dato incorporó un escenario aún más duro: con precios de bonos en USD que -salvo excepciones puntuales- cotizan en el orden de los USD 50, lo que se está descontando en los hechos es un default más o menos generalizado donde no hay diferencias por plazos o cupones, y en menor medida, por legislación.

Como hemos señalado en reportes anteriores, entendemos que un default de estas características no tiene sentido para Argentina dada la estructura y composición de su deuda: con solo un 40% del total de la deuda pública en manos de acreedores privados, cualquier quita factible sobre la porción reestructurable tiene un efecto bajo. Por otra parte, las condiciones financieras actuales de la deuda en títulos públicos tampoco dejan demasiado margen: 8,6 años de vida promedio y 5,24% de cupón para la parte de títulos públicos en USD.

Esto fue advertido ya no sólo por el Gobierno sino por el principal candidato a ganar las elecciones, Alberto Fernández, que la semana pasada declaró *“la Argentina no tiene posibilidad de caer en default si yo soy presidente”*. Importante de destacar: los precios de los bonos prácticamente no se movieron con esas declaraciones. Este no es un dato menor, pues pone de manifiesto una fragilidad central para pensar cualquier ejercicio exitoso de reestructuración. La credibilidad que el mercado le asigna a sus declaraciones es (hoy) muy baja.

Para poder dar cuenta de los impactos que tendrían en cada bono distintos escenarios de canje modelamos escenarios de las tres posibilidades de modificación de las condiciones financieras de los bonos que pueden estar presentes en un canje:

Ítem	Caso planteado
i) Extensión de plazos	Extensión de plazos de 10 y 20 años
ii) Quita de capital	Quita de 10%. El impacto de otros valores resulta proporcional
iii) Quita de intereses	Quita de 25%. El impacto de otro escenario resulta prácticamente proporcional

## Canje de bonos: elige tu propia aventura

Para evaluar el atractivo o no de los precios actuales frente a estos escenarios de canje, asumimos dos escenarios de tasas para la deuda luego de realizado el canje: el primero, de una tasa de descuento (exit yield) de 10% consistente una prima de riesgo de 800 puntos básicos, 80 puntos básicos por encima de lo que hoy cotiza la deuda de Ecuador.

El segundo escenario es de una tasa de descuento de 12%, equivalente a una prima de riesgo del orden de 1000 puntos básicos que está en línea con la que cotizó en promedio la deuda en la primera mitad del segundo mandato de Cristina Kirchner (2011-2013).

Los resultados, se muestran a continuación:

### Escenarios de canje: Elige tu propia aventura

Datos de Mercado			Efectos de canjes sobre los bonos (impacto en USD sobre el precio)					Retornos			
Bono	Precio	YTM	Extensión Plazo 10a	Extensión Plazo 20a	Quita de capital 10%	Quita de cupón 10%	Tasa de descuento @10%***	Canje 1*		Canje 2**	
								Impacto en USD	Impacto en %	Impacto en USD	Impacto en %
<b>Curva Ley AR</b>											
AO20	62.1	65.1	-15.9	-21.4	-9.7	-0.8	38.0	11.6	18.6%	16.6	26.8%
AY24	40.7	51.5	-8.5	-11.4	-7.9	-1.6	40.4	22.4	55.1%	29.0	71.3%
AA37	43.6	20.0	-3.5	-4.7	-7.5	-5.7	33.8	17.1	39.1%	29.1	66.6%
DICA	47.4	22.0	-4.5	-6.1	-8.2	-5.4	36.1	17.9	37.7%	30.0	63.3%
PARA	38.8	14.0	-9.3	-12.5	-4.8	-2.7	11.0	-5.8	-14.9%	-1.5	-3.8%
<b>Curva Ley NY</b>											
AA21	61.0	44.8	-16.6	-22.8	-9.5	-1.0	36.7	9.6	15.7%	13.9	22.8%
A2E2	53.5	36.5	-21.5	-29.6	-9.1	-1.2	37.8	6.1	11.3%	8.2	15.3%
A2E3	51.0	28.4	-24.1	-33.2	-8.5	-1.3	34.5	0.6	1.2%	1.3	2.5%
AA26	53.1	22.0	-8.1	-11.2	-8.8	-3.6	37.6	17.1	32.1%	26.4	49.7%
A2E7	50.3	20.3	-9.4	-13.0	-8.4	-3.5	34.2	12.8	25.5%	21.2	42.1%
DICY	53.7	19.9	-3.5	-4.8	-8.8	-5.6	36.0	18.1	33.7%	31.2	58.1%
A2E8	49.5	17.9	-11.3	-15.6	-7.7	-3.3	28.2	5.9	11.9%	12.6	25.4%
AL28	50.3	18.4	-8.9	-12.2	-8.0	-3.8	31.1	10.4	20.7%	18.9	37.7%
AA36	48.8	16.3	-3.5	-4.8	-7.7	-5.7	29.0	12.1	24.8%	24.2	49.6%
AA46	51.3	15.9	-1.1	-1.5	-7.8	-7.1	29.3	13.4	26.1%	27.8	54.2%
PARY	42.5	12.9	-9.6	-13.2	-5.3	-2.8	11.9	-5.8	-13.6%	-1.3	-3.0%
AA48	48.5	14.7	-1.2	-1.7	-7.1	-6.4	23.1	8.3	17.2%	21.4	44.1%
AC17	50.2	14.5	0.0	0.0	-7.1	-7.1	22.2	8.0	15.9%	22.2	44.2%

Nota: Precio incluye intereses corridos.

\* Canje 1: Extensión de plazo de 10 años + Quita de capital de 10% + Quita cupón 10%

\*\* Canje 2: Extensión de plazo de 20 años (sin quita ni de cupón ni de capital)

\*\*\* Tasa de descuento de @10% para ley NY con prima de 100 pbs por riesgo legislación AR

## Canje de bonos: elige tu propia aventura

Para ilustrar los resultados, tomemos el ejemplo de A2E2, segundo bono de ley internacional. Con un precio de USD 53,5, una extensión de plazos de 10 años implica una pérdida de USD 21,5 vs las condiciones del bono actual valuado a la misma tasa de 10%. Asimismo, si la extensión fuese de 20 años, la pérdida asciende a USD 29,6. Por su parte, una quita de capital de 10% tiene un impacto de USD 9,1 (recordar que una quita del doble tiene un efecto proporcional). Por último, un recorte de cupón del 10% tiene un impacto negativo de USD 1,2. Cada una de estas alteraciones puede tomarse individualmente o en conjunto.

El último efecto a considerar (y el único que aporta un valor positivo) es la caída de la tasa de descuento que se materializaría post canje como consecuencia de una mejor trayectoria de la deuda. En el ejemplo analizado, si el rendimiento baja del 36,5% actual a un nivel de 10%, entonces el la mejora en el precio será USD 37,8.

En las últimas dos columnas simulamos el impacto neto de dos canjes posibles: el primero consistente en una extensión de 10 años, una quita de capital de 10% y una quita de cupón de 10%. El resultado neto de USD 6,1, que surge de sumar los tres factores analizados previamente ( $-21,5 - 9,1 - 1,2 + 37,8$ ), 11,1% por encima del precio de mercado actual. Este resultado implica que el precio de mercado tiene descontado un escenario de canje más duro que el analizado. El escenario de canje 2, muestra el retorno que daría el escenario de canje de una extensión de 20 años.

En la tabla 2 (ver pagina siguiente) analizamos un escenario más conservador, consistente en una tasa de descuento post canje de 12%.

### Principales conclusiones del análisis:

- Los bonos más cortos son más afectados en un canje que extienda plazos, mientras que los bonos más largos sufren más si el escenario es el de quita de intereses. El impacto de una quita de capital es parejo entre bonos.
- La pendiente de la curva actual refleja que el canje más esperado es el de extensión de plazos;
- Los precios de mercado están descontando un escenario de canje bastante más agresivo del que, entendemos, Argentina tiene posibilidades de ofrecer. Los riesgos de que una propuesta agresiva sea rechazada son más altos que los beneficios que el país puede obtener;

## Canje de bonos: elige tu propia aventura

- Los escenarios analizados muestran que los precios actuales resisten bastante bien propuestas de canje con parámetros razonables;
- En los precios de mercado actuales prácticamente no hay distinciones por plazos ni cupones de los bonos. El análisis de los resultados muestra que hay valor en los bonos con cupones más altos y plazos más extendidos.
- A estos niveles de precio, la ventaja que ofrece el bono Par vs el resto en términos de paridad no se justifica en un escenario de no default.

### Escenarios de canje: Elige tu propia aventura Tasa de descuento @ 12%

Datos de Mercado			Efectos de canjes sobre los bonos (impacto en USD sobre el precio)					Retornos			
Bono	Precio	YTM	Extensión Plazo 10a	Extensión Plazo 20a	Quita de capital 10%	Quita de cupón 10%	Tasa de descuento @12%	Canje 1		Canje 2	
								Impacto en USD	Impacto en %	Impacto en USD	Impacto en %
<b>Curva Ley AR</b>											
AO20	62.1	65.1	-23.9	-30.7	-9.5	-0.8	36.0	1.8	2.9%	5.3	8.5%
AY24	40.7	51.5	-14.1	-18.0	-7.5	-1.5	37.0	13.8	24.0%	18.9	36.5%
AA37	43.6	20.0	-3.8	-4.9	-6.4	-5.1	23.0	7.8	17.8%	18.2	41.7%
DICA	47.4	22.0	-5.8	-7.4	-7.2	-5.0	25.6	7.8	16.4%	18.3	23.5%
PARA	38.8	14.0	-8.4	-10.7	-4.1	-2.4	3.3	-11.5	-29.8%	-7.4	-19.2%
<b>Curva Ley NY</b>											
AA21	61.0	44.8	-24.2	-31.8	-9.2	-1.0	33.9	-0.6	-1.0%	2.1	3.4%
A2E2	53.5	36.5	-27.6	-36.2	-8.7	-1.1	34.0	-3.4	-6.4%	-2.2	-4.1%
A2E3	51.0	28.4	-28.5	-37.4	-8.0	-1.3	29.6	-8.2	-16.1%	-7.9	-15.4%
AA26	53.1	22.0	-11.9	-15.6	-8.0	-3.4	29.3	6.1	11.4%	13.7	25.8%
A2E7	50.3	20.3	-12.4	-16.2	-7.5	-3.3	25.6	2.3	4.7%	9.3	18.5%
DICY	53.7	19.9	-5.5	-7.2	-7.7	-5.1	24.6	6.3	11.8%	17.4	32.4%
A2E8	49.5	17.9	-13.2	-17.4	-6.8	-3.0	19.4	-3.7	-7.4%	2.1	4.2%
AL28	50.3	18.4	-11.0	-14.4	-7.1	-3.6	21.8	0.2	0.4%	7.4	14.8%
AA36	48.8	16.3	-3.9	-5.1	-6.5	-5.1	17.2	1.7	3.5%	12.1	24.8%
AA46	51.3	15.9	-1.1	-1.5	-6.5	-6.1	16.5	2.8	5.4%	15.0	29.3%
PARY	42.5	12.9	-8.9	-11.7	-4.4	-2.5	3.2	-12.7	-29.8%	-8.5	-19.9%
AA48	48.5	14.7	-1.1	-1.4	-5.9	-5.5	11.2	-1.3	-2.6%	9.8	20.2%
AC17	50.2	14.5	0.0	0.0	-5.9	-5.9	10.3	-1.5	-3.1%	10.3	20.6%

Nota: Precio incluye intereses corridos.

\* Canje 1: Extensión de plazo de 10 años + Quita de capital de 10% + Quita cupón 10%

\*\* Canje 2: Extensión de plazo de 20 años (sin quita ni de cupón ni de capital)

\*\*\* Tasa de descuento de @12% para ley NY con prima de 100 pbs por riesgo legislación AR

## Canje de bonos: elige tu propia aventura

---

- La falta de credibilidad que el mercado le atribuye a las declaraciones de voluntad de pago de los candidatos es un elemento clave que puede complicar significativamente cualquier propuesta de reestructuración. En otras palabras: sin credibilidad no hay ejercicio de reestructuración financiera que pueda resultar exitoso.
- Con estas restricciones, entendemos que una posibilidad consiste en que Argentina realice una oferta de canje para los bonos con vencimiento en los próximos 10 años que consista en una extensión de plazos, sin quita de cupón ni de capital. Los bonos más atractivos en este caso, son: AY24; DICY y AA46.

**BANCA PRIVADA**

Alejandro Gorostiaga  
agorostiaga@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2260

**ATENCIÓN MINORISTA**

María José Adamoli  
mjadamoli@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2229

**INSTITUCIONALES**

Martín Deluca  
mdeluca@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2296

**PARTNERS COMERCIALES**

Gisela Alonso  
galonso@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2212

**ESTRATEGIA**

José Echagüe  
jechague@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206 2247

**APERTURA DE CUENTA**

apertura@consultatioinvestments.com  
+54 11 2206-2255

**ENCONTRANOS EN:** Avda. Ortiz de Ocampo 3302. WO Barrio Parque Bureaux Módulo IV. 3er Piso C1425DFE

## Disclaimer

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descritos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investment S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° [351], Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n° [18] y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° [47], todos ellos de la CNV. Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. es un Agente de Administración de Productos de Inversión Colectiva registrado bajo la matrícula n° 13 de la CNV.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.