

# Canje Ley AR: cumpliendo promesas

El Gobierno anunció el proyecto de canje ley AR que envió al Congreso, que estipula una oferta similar a la de ley int'l en términos de estructura de los bonos. Recordamos que los principales términos son: quita de capital del 3% para AO20, AY24, AA25 y AA37; sin quita para DICA y PARA; misma estructura de cupones step-up que los nuevos bonos ofrecidos ley NY; reconocimiento de intereses devengados en un bono 2030 con 1% de cupón. El canje está abierto para Letes, Ielink, AF20, Bonares, Discount y Par, con un stock agregado de USD 44 Bn (en manos privadas son USD 15Bn aprox) ([link al documento oficial acá](#)).

Tal como se había adelantado, para Letes, AO20 y AY24 hay opción de pesificación por un Boncer 2026 o un Boncer 2028 (nuevos bonos a emitirse con cupones de 2,0% y 2,25%).

Además, se reconocerán los intereses devengados hasta el 4-sep-20 para quienes acepten en el período que defina el Gobierno (a determinar); mientras que para quienes acepten el canje después solo se reconocerán hasta el 5-abr-20.

Otro punto positivo del proyecto es que se ofrece una cláusula RUFO cruzada contra oferta ley NY: si mejoran la oferta a acreedores bajo legislación internacional, automáticamente se mejora el canje de ley local.

## Principales conclusiones

**Al 11% de EY para ley local (EY=10% + 100 pbs de spread por legislación), el canje vale prácticamente USD 49 en promedio (tabla 2 en página 3), dejando un potencial de suba vs precios actuales del orden del 20% en promedio: +15% para AO20; +13% para AY24; +18% para DICA (tabla 1, próxima pág.).**

En línea con el ejercicio que publicamos en nuestra nota del 6-jul-20, el DICA es el más atractivo, mientras que el AY24 es el que ofrece menos potencial de suba (fue el que más ajustó el último tiempo), incluso a pesar de que sale beneficiado por poder elegir el nuevo bono 2030 (había alguna sospecha de que le entreguen el 2035).

**La opción de pesificación no luce atractiva: vale entre USD 46,0 y 47,5 a un exit yield para los Boncer de 9% a un TC CCL de \$113 (tabla 3, pág 3). No esperamos que sea elegida por los privados, lo cual es una buena noticia para la curva en pesos; aunque el sector publico tiene gran parte de bonos y Letes y podría elegir pesificar). Además, la relación de canje está a un TC fijo de \$70,81 fijo al 4-sep-20, lo cual puede ser negativo si se devalúa el oficial hasta esa fecha.**

José M. Echagüe  
Estratega

Francisco Mattig  
Estratega Renta Fija

Federico Bruno  
Analista

Erik Schachter  
Analista

Para las Letes, el canje por el nuevo Bono 2030 Ley AR parece más atractivo que el canje por canasta de Boncer de esta semana: al 11% de EY el Bono 2030 Ley AR vale USD 48,3 vs. 52,0 en el canje de esta semana, pero sin riesgo de tipo de cambio ni riesgo precio de los bonos en ARS.

### Reflexiones finales

**Se confirma el buen trato a bonos ley AR (equitativo finalmente fue igualitario), pero la opción de pesificación no tiene mucho valor.** Los precios actuales de mercado lucen razonables en estos niveles, de hecho hoy los bonos ley AR no están mostrando una gran performance (excepto el DICA que ajustó bastante).

**La exit yield de los bonos ley AR debería ubicarse por encima de la exit yield del canje ley int'l,** porque hay menor protección legal. Sería improbable (aunque no imposible) que coticen por debajo de los ley NY (un argumento es que ningún fallo bloquearía sus pagos). Estimamos el spread por legislación en 100 pbs, con una exit yield final de 11% en escenario base (ver gráfico en la página siguiente). Escenario base de exit yield para Boncer 2026 y 2028 es 9% (DICP cotiza en esos niveles y TX24 en 8% pero podría haber algo de ampliación por mayor oferta).

**Mantenemos recomendación de DICA en bonos ley AR; reforzamos recomendación de bonos CER (TX23 y TX24) ante el poco atractivo de la opción de pesificación, que implica menor oferta esperada (y el panorama inflacionario que tratamos en el informe semanal que se publica hoy mismo).**

Tablas 1: potencial de suba vs. precios actuales

#### Opción Bonos en USD

Bono**	Valores al 17-jul-20			Retorno s/ Exit Yield*			
	Adj. Clean	PDI	All in price	9%	11%	13%	15%
AO20	41.2	7.2	44.70	31.9%	15.7%	1.7%	-10.4%
AY24	37.5	6.0	38.00	29.3%	13.4%	-0.3%	-12.2%
AA25	36.9	5.0	41.70	38.6%	14.4%	-5.0%	-20.6%
AA37	36.1	6.7	41.50	41.5%	16.8%	-2.9%	-18.8%
DICA	38.1	7.9	47.15	40.6%	17.8%	-0.5%	-15.4%
PARA	34.6	1.6	39.00	45.2%	19.7%	-0.2%	-16.0%

Nota: Incluyen accrued bond por el cupón corrido e impago al settlement date (4-sep-20). AO20 y AY24 se canjean por New 2030; AA25 y AA37 por New 2035; DICA por New 2031 y PARA por New 2041.

#### Opción Boncer 2026

Bono**	Valores al 17-jul-20			Retorno s/ Exit Yield*			
	Adj. Clean	PDI	All in price	8%	10%	12%	14%
AO20	41.2	7.2	44.21	12.6%	2.2%	-7.2%	-15.5%
AY24	37.5	6.0	37.54	10.5%	0.2%	-8.9%	-17.1%

Nota: de asume dolarización a un tipo de cambio CCL de 113

#### Opción Boncer 2028

Bono**	Valores al 17-jul-20			Retorno s/ Exit Yield*			
	Adj. Clean	PDI	All in price	8%	10%	12%	14%
AO20	41.2	7.2	44.21	9.0%	1.9%	-7.5%	-15.9%
AY24	37.5	6.0	37.54	10.2%	-0.1%	-9.3%	-17.5%

Nota: de asume dolarización a un tipo de cambio CCL de 113

Tablas 2: VPN de la oferta para bonos ley AR

VPNs\*: Oferta Gobierno 17-jul (opciones bonos en USD)

	9%	11%	13%	15%
AO20	58.96	51.7	45.46	40.06
AY24	49.12	43.1	37.87	33.38
AA25	57.81	47.7	39.63	33.13
AA37	58.71	48.5	40.30	33.71
DICA	66.28	55.5	46.89	39.88
PARA	56.62	46.7	38.92	32.75
Promedio	57.73	48.73	41.39	35.36

VPNs\*: Oferta Gobierno 17-jul (opción Boncer 2026)

	8%	10%	12%	14%
AO20	49.78	45.2	41.04	37.35
AY24	41.47	37.6	34.19	31.11

Nota: de asume dolarización a un tipo de cambio CCL de 113

VPNs\*: Oferta Gobierno 17-jul (opción Boncer 2028)

	8%	10%	12%	14%
AO20	48.21	45.0	40.88	37.17
AY24	41.39	37.5	34.06	30.97

Nota: de asume dolarización a un tipo de cambio CCL de 113

Tablas 3: Sensibilidad del valor de la opción de pesificación ante distintos tipos de cambio CCL y *exit yield* de Boncer

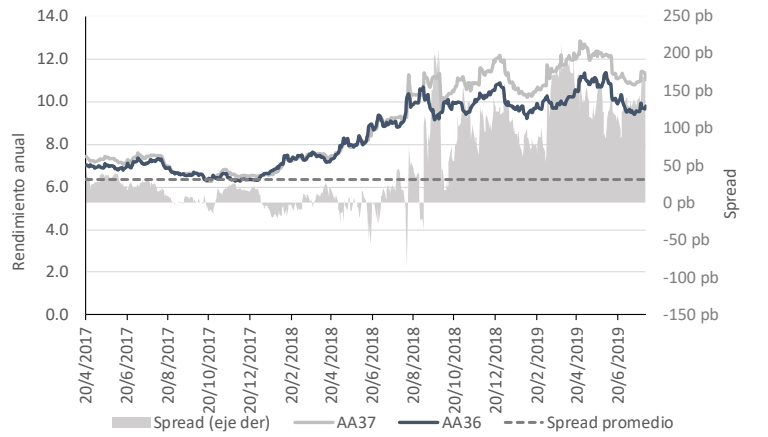
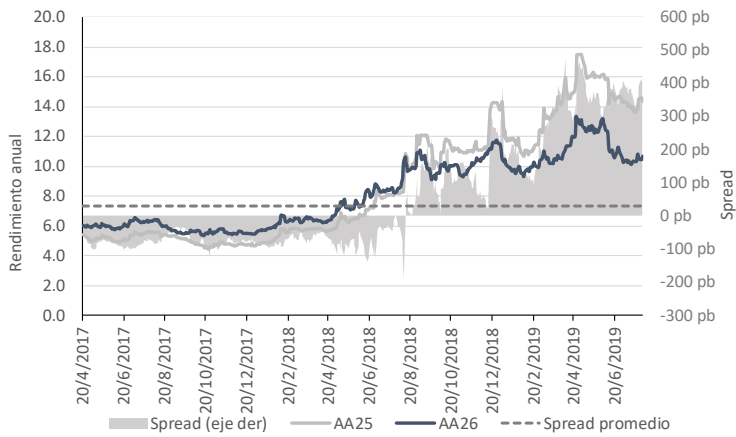
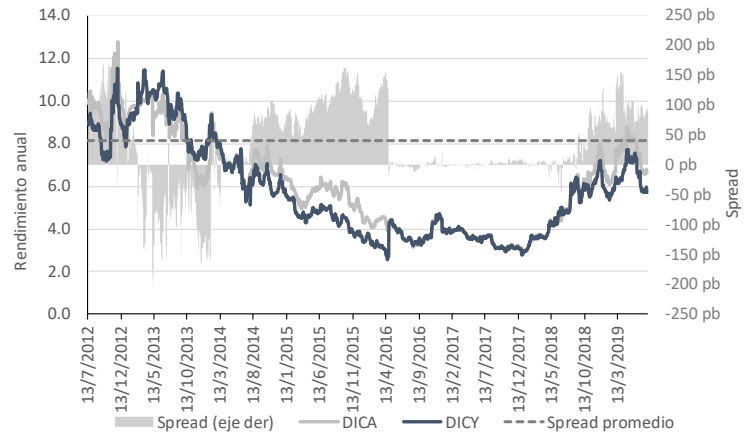
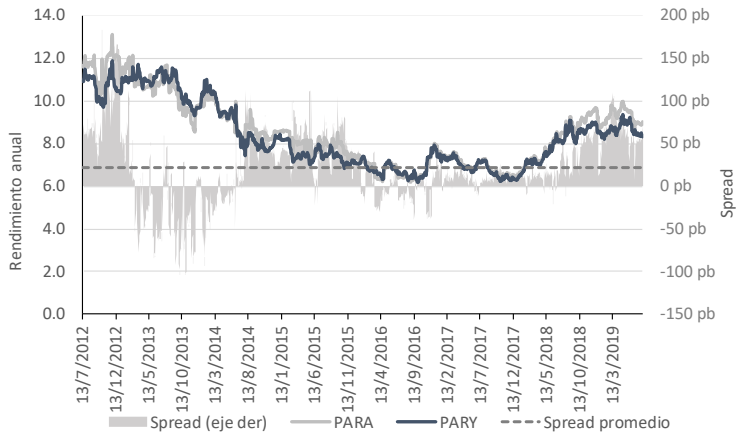
Sensibilidad de valor de oferta de Boncer 28 al AO20

Precio actual	Exit Yield			
	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%
44.2				
111.00	49.1	45.8	41.6	37.8
113.00	48.2	45.0	40.9	37.2
115.00	47.4	44.2	40.2	36.5
FX CCL				
117.00	46.6	43.5	39.5	35.9
119.00	45.8	42.8	38.8	35.3
121.00	45.0	42.1	38.2	34.7

Sensibilidad de valor de oferta de Boncer 28 al AY24

Precio actual	Exit Yield			
	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%
38.0				
111.00	42.2	38.3	34.8	31.7
113.00	41.5	37.6	34.2	31.1
115.00	40.8	37.0	33.6	30.6
FX CCL				
117.00	40.1	36.3	33.0	30.0
119.00	39.4	35.7	32.5	29.5
121.00	38.7	35.1	31.9	29.1

**Gráficos: Cuando las yields ley internacional se acercan a los dos dígitos, el spread por legislación promedia los 100 pb**



## Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. ("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 descriptos, 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 Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos 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 cuotapartes 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 cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.