

Informe especial – Renegociación de Deuda Ley Local

El Gobierno presentó este jueves en el Congreso Nacional, el [proyecto de Ley](#) para reestructurar los u\$s46.000 millones del tramo de la deuda pública emitida bajo legislación local. El mismo consta de ocho artículos y una serie de anexos donde se detallan las características de los bonos a ser elegidos.

La iniciativa que propone un tratamiento similar a la propuesta realizada a los acreedores bajo ley extranjera. Igual tratamiento para bonos de ambas legislaciones sumado a una opción (poco atractiva) de pesificar las tenencias vía dos nuevas emisiones, por un lado, un Bono CER a 2026 con tasa del 2%, y uno a 2028 con tasa del 2,25%.

Yendo a los detalles de la propuesta vemos algunas características especiales:

- **Las asignaciones de cada bono elegible respecto a los títulos a elegir no es la misma.** En este caso, el tenedor AO20 o AY24 puede optar entre el Bono 2030, 2035 o 2041, para el caso del AA25 y del AA37, las opciones se reducen al 2035 y 2041. Por otro lado, al DICA le corresponde el 2038 o 2041 y al PARA el 2041, en ambos casos sin quita de capital. Además, en todos los casos, se otorgará el bono a 10 años correspondiente a los intereses corridos.
- **No hay opción de Bono 2046**
- **Quienes ingresen de forma temprana** al canje se le **reconocerán los intereses** acumulados y no pagados.
- Los acreedores que decidan ingresar al canje tendrán **derecho a ingresar en próximos canjes dentro de los próximos 5 años** (esto si el Palacio de Hacienda decide armar una propuesta superadora (corre tanto para títulos bajo ley local como ley extranjera).

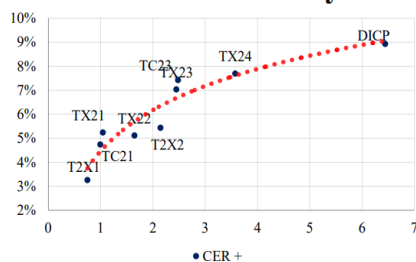
De esta forma, el Gobierno nacional parece dejar una **puerta entreabierta** en la negociación de la ley extranjera: en **caso de mejorar la última oferta**, el Ejecutivo no se vería en la necesidad de modificar el proyecto enviado al Parlamento y, de esta manera, repetir la discusión con la oposición.

El resto de las características es similar a la oferta en el exterior. La quita de capital es de 3% y los nuevos bonos no pagan intereses hasta el año 21. Las opciones para canjear los bonos surgidos de la reestructuración de 2005/10 (PARA y DICA) no implican quita sobre el capital.

La propuesta de reestructuración incluye una opción para que los tenedores de LETES, AO20, AY24, BONAR 23 1%, AY20 y AD22 (estos últimos dos enteramente en manos del sector público) puedan optar por canjear sus bonos por títulos en pesos con ajuste por CER. Las opciones son dos, un BONCER 2026 (cupón de 2% + CER) y un BONCER 2028 (cupón 2,25% + CER). Para este canje se toma los títulos a **valor nominal** y se utiliza el tipo de cambio del 6/7 (70,815) para convertir el valor a pesos. A su vez los intereses corridos se suman al valor nominal de forma tal de otorgar mayor cantidad de títulos a cambio acorde a la suma de intereses de cada bono viejo.

Para analizar este tipo de canjes debemos tener en cuenta dos aspectos, el primero es la **brecha cambiaria**, es decir, el costo de dolarizar mi tenencia previamente pesificada, y, por otro lado, la **paridad de la canasta ofrecida**, es decir, el precio al que le voy a dar salida a mis nuevos bonos.

Curva CER a hoy



Fuente: Delphos Inv en base a Bloomberg.

En el caso del Bono 2026, de acuerdo a la curva de rendimientos CER actual, debería rendir entre 7,5 y 8,5% en términos reales, este rango, sumado a un CCL entre 112 y 117 AR\$, nos da como resultado un NPV alrededor de los USD 47. Para el caso del Bono CER a 2028, el rango de rendimientos a tener en cuenta debería encontrarse entre 8 y 9% y, con un mismo rango de CCL, el NPV debería situarse en torno a los USD 45.

Paridades de Indiferencia para BonCer 2026

	Cer +	Nuevo Bono CER 2026 2%						
		7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
Paridad Bono CER		78%	76%	75%	73%	71%	70%	68%
CCL	105	56,38	55,05	53,76	52,51	51,30	50,12	48,98
	108	54,81	53,52	52,27	51,06	49,88	48,73	47,62
	111	53,33	52,07	50,86	49,68	48,53	47,41	46,33
	114	51,92	50,70	49,52	48,37	47,25	46,17	45,11
	117	50,59	49,40	48,25	47,13	46,04	44,98	43,95
	120	49,33	48,17	47,04	45,95	44,89	43,86	42,86
	121	48,92	47,77	46,65	45,57	44,52	43,49	42,50
	122	48,52	47,38	46,27	45,20	44,15	43,14	42,15

Fuente: Delphos Inv en base a Mecon.

Paridades de Indiferencia para BonCer 2028

	Cer +	Nuevo Bono CER 2028 2,25%						
		8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
Paridad Bono CER		72%	70%	69%	67%	65%	63%	62%
CCL	105	52,12	50,74	49,39	48,10	46,84	45,63	44,45
	108	50,68	49,33	48,02	46,76	45,54	44,36	43,22
	111	49,31	47,99	46,72	45,50	44,31	43,16	42,05
	114	48,01	46,73	45,50	44,30	43,14	42,03	40,94
	117	46,78	45,53	44,33	43,16	42,04	40,95	39,90
	120	45,61	44,39	43,22	42,09	40,99	39,93	38,90
	121	45,23	44,03	42,86	41,74	40,65	39,60	38,58
	122	44,86	43,67	42,51	41,40	40,32	39,27	38,26

Fuente: Delphos Inv en base a Mecon.

Informe especial – Renegociación de deuda

Comparando esta propuesta contra los USD 51 promedio (clean, 10%) de los nuevos Bonos en dólares a emitir, el atractivo de canjear los viejos bonos por los nuevos CER es nulo. Por otro lado, la operación podría presentar algunos agravantes. En primer lugar, la propuesta fija un valor técnico al cual los títulos a canjear serán tomados, de esta forma fija también un valor de tipo de cambio, lo cual genera que variaciones en la brecha modifique negativamente el valor del NPV mencionado en el párrafo anterior.

Y, en segundo lugar, teniendo en cuenta canjes anteriores donde, apenas emitidos los nuevos bonos, la curva de rendimientos se desplaza hacia arriba unos 200/300 bps producto de que los tenedores buscan darle una salida rápida a esos títulos en moneda local, en este caso podría suceder algo similar.

El atractivo en este canje sólo se daría en el caso de observarse una fuerte contracción de la brecha cambiaria, cosa que parece muy poco probable, o en caso de darse una compresión de tasas en la curva de rendimientos de títulos que ajustan por CER, de por lo menos 400 bps. El tratamiento igualitario estaba casi descontado en su totalidad, de ayer a hoy el spread entre las tasas implícitas de los bonos viejos dados los nuevos flujos son casi nulo.

Por el momento, los bonos ley local descuentan una tasa del 13% vs. una del 12,2% correspondiente a la ley NY. En este sentido, como ya mencionamos anteriormente, un canje parcial podría dejarnos en una tasa de salida en torno al 11%, haciendo que el upside potencial respecto a los precios actuales sea de entre 7 y 20%.

Tasas de interés implícitas Bonos Ley NY

Ley NY	Tasa de int.		Upside			
	Implícita	12%	11%	10%	9%	8%
A2E2	11,84%	0,54%	6,89%	13,74%	21,13%	29,11%
A2E7	13,01%	8,38%	15,55%	23,32%	31,75%	40,91%
PARV	12,12%	2,61%	12,08%	22,76%	34,84%	48,54%
DICY	11,60%	-1,74%	6,65%	15,99%	26,43%	38,11%
AC17	12,35%	6,04%	15,53%	26,25%	38,42%	52,29%

Fuente: Delphos Inv en base a Bloomberg y Mecon.

Tasas de interés implícitas Bonos Ley Local

Ley Arg	Tasa de int.		Upside			
	Implícita	12%	11%	10%	9%	8%
AO20	13,12%	8,81%	15,71%	23,15%	31,19%	39,86%
AY24	13,08%	8,56%	15,44%	22,87%	30,88%	39,53%
AA25	13,80%	13,95%	21,50%	29,68%	38,55%	48,18%
DICA	12,63%	6,89%	16,02%	26,20%	37,58%	50,31%
PARA	12,61%	7,11%	17,00%	28,15%	40,76%	55,06%
AA37	12,45%	5,59%	15,22%	26,07%	38,32%	52,19%

Fuente: Delphos Inv en base a Bloomberg y Mecon.

Este informe fue confeccionado para Bolsa de Comercio del Chaco sólo con propósitos informativos y su intención no es la de recomendar la compra o venta de algún título o bien. Contiene información disponible en el mercado y dichas fuentes se presumen confiables. Sin embargo, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones reflejan el juicio actual del autor a la fecha del informe, y su contenido puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La información contenida en este informe no puede considerarse como recomendación. Por lo tanto, no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Se encuentra prohibido reenviar este mail con sus contenidos y/o adjuntos dado que es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Por lo tanto, no podrá ser reproducido ni total ni parcialmente sin previa autorización de Bosa de Comercio del Chaco.