

## Informe Especial: Renegociación de Deuda y Tipo de Cambio

### Renegociación de deuda

En la conferencia del ministro durante el día de ayer no se dijo mucho, y lo que se dijo tampoco sonó bien. Con el objetivo de lograr una sustentabilidad de la deuda el tiempo, se planteó una parte de la propuesta:

- Un período de 3 años de gracia
- Un cupón de interés promedio del 2,3% anual
- Una quita del capital en torno al 5,4%.

Si bien se dieron las mencionadas pistas, **aún resta conocerse la oferta formal presentada en la Comisión Nacional de Valores de EEUU que sería presentada en el transcurso del día de hoy**. De esta forma, la oferta final sería “dura”, con una gran quita del valor presente neto y puntas muy abiertas.

No hay datos para hacer muchos cálculos. Sólo podemos conjeturar y deducir ciertas cosas, considerando también lo que se venía escuchando en otros ámbitos. Nuestra principal guía es que **todos los bonos tengan un VPN parecido**. En este sentido, **no creemos que la quita de capital vaya a ser uniforme**. Sino que **intuimos que la misma se concentraría mayormente en los bonos de corto plazo**. Respecto a los intereses, también nos animamos a pensar que **los bonos cortos tendrán menos cupones que los largos para arribar al promedio del 2,3% anual**.

De esta manera, **teniendo en cuenta la mayor sensibilidad a la quita de capital por parte de los bonos cortos, y a la quita de cupón por parte de los largos, planteamos un escenario con diferente trato para los diferentes tramos de la curva de bonos, siempre con un período de gracia de 3 años, pero variando la quita de capital, cupón promedio y alargamiento de plazo**. Para el caso de los bonos cortos, quita de capital del 20%, +5 años de plazo y cupón promedio de 0,32%; para los bonos medios, quita de capital del 5%, + 5 años de plazo y cupón promedio del 1,5%; y para los largos, quita de capital simbólica del 2,5%, sin estiramiento de plazo y cupón promedio del 2,9%. **Así, los VPN rondarían los 40 USD en los tres tramos de la curva**.

### Escenarios

Bonos	Quita	Plazo de gracia	Extensión	Cupón promedio
Cortos	20%	3 años	5 años	0,32%
Medios	5%	3 años	5 años	1,50%
Largos	2,50%	3 años	-	2,90%

*Fuente: Delphos Investment en base a ministerio de Economía y a estimaciones propias*

### Tabla de resultados

Bono	Exit Yield				
	10%	11%	12%	13%	14%
A2E2	43,06	40,52	38,14	35,93	33,87
A2E7	38,24	34,54	31,24	28,30	25,67
AL36	37,41	33,12	29,40	26,15	23,31

*Fuente: Delphos Investment en base a ministerio de Economía y a estimaciones propias*

## Informe Especial: Renegociación de Deuda y Tipo de Cambio

### Exit Yield: El principal obstáculo

“Cualquier exit yield de referencia excesivamente alto sugiere la necesidad de una combinación más fuerte de cupones más bajos, períodos de gracia más largos, mayores extensiones de vencimiento o reducciones en los valores nominales más importantes” detallaba el comunicado emitido desde Economía el 31/03 de este año en relación a los lineamientos para la sustentabilidad de la deuda. Por el momento, **creemos que las tasas de salidas ofertadas pensadas por el gobierno y las exigidas por los acreedores se encuentran a una distancia de entre 300 y 400 bps entre sí** lo que produce la generación de más de un ida y vuelta entre las partes de modo tal de acercar dichas puntas.

El piso para dicha tasa, pensado por parte del gobierno, parecería ser similar a la observada en países como Ucrania, Egipto, Sudáfrica y demás emergentes entre el 9 y el 10%.

Por otra parte, **teniendo en cuenta bonos corporativos a un plazo de alrededor de 20 años con calificación crediticia B, la tasa es similar.**

Algunos sectores para mencionar podrían ser el del petróleo con una tasa del 10%, cruceros con una del 9% y el sector de lujo un 9%

Con estos números en mente, **pensamos que el gobierno podría estar analizando la propuesta con una exit yield en mente de entre 9 y 10%. Esos valores son extremadamente bajos, ya que son similares al caso de Ucrania que viene pagando y además tiene un "current yield" alto.** Argentina no va a pagar nada por años. Hoy creemos que la tasa más lógica podría situarse en torno al 13/14% anual, la cual podría bajar si las cosas en el mundo mejoran.

### Tasas de Bonos a 20Y

Paises	Tasa de bonos a 20Y
Egipto	9,6%
Sudáfrica	8,8%
Nigeria	8,8%
Turquía	8,4%
Ucrania	8,4%
Costa de Marfil	8,0%
Senegal	7,7%

*Fuente: Delphos Investment en base a Bloomberg.*

### Tasas de Bonos corporativos a 20Y

Industrias	Tasa de bonos corp. a 20Y
Petroleo	10%
Cruceros	9%
Lujo	9%
Aerolineas	8%
Hoteles	7%

*Fuente: Delphos Investment en base a Bloomberg.*

## Informe Especial: Renegociación de Deuda y Tipo de Cambio

### Tipo de Cambio

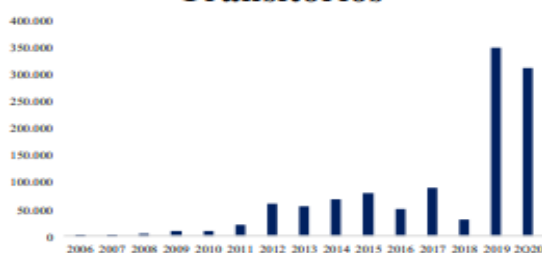
Los factores determinantes del disparo del índice de tipo de cambio real producto del CCL, que esta semana alcanzó niveles superados únicamente en junio del 2002, son una variedad de componentes que implican desde hechos políticos hasta variables exógenas (tasas de interés, comercio internacional, calificaciones de deuda, etc.). Con un modelo de país determinado ante un gobierno establecido con condiciones internacionales deprimidas por los síntomas del COVID-19 llegamos a otro factor determinante del valor de la divisa, foco de la política económica de Carlos Pellegrini en el SXX y más tarde, con algunas variantes, protagonista del modelo de Domingo Cavallo en los 90's: el equilibrio entre la demanda y oferta de divisas del país.

### CCL Impulsado por el Tipo de Cambio de Convertibilidad

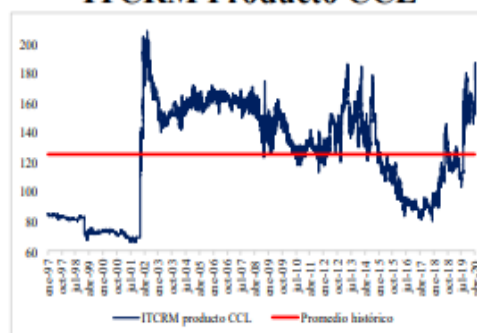


El “dólar de convertibilidad”, variable que relaciona el fortalecimiento del BCRA para enfrentar una eventual corrida cambiaria a lo largo de los últimos meses se correspondió con el valor del dólar financiero que devengó las expectativas inflacionarias que la creciente emisión implica y la futura generación de la oferta de la divisa que por motivos conocidos se obstaculiza. En números, el tipo de cambio convertible al tener en cuenta el circulante monetario sumándole la totalidad de los depósitos a la vista y una disponibilidad del 50% de los depósitos a plazo sobre reservas brutas alcanza los **\$/US\$ 100,5**. Si, en cambio, incluimos el total de los depósitos a plazo, en un escenario extremo, el valor se eleva a **121,5**. En esta misma línea, al tomar la base monetaria total (billetes y monedas en poder del público más depósitos totales) sobre reservas estas de encajes el panorama se encrucece aún más alcanzando los **\$/US\$ 134**.

### Emisión de Adelantos Transitorios



### ITCRM Producto CCL



En este contexto la medida tomada por la autoridad monetaria máxima respecto de las cauciones podría contener al dólar financiero pero esta estrategia no implica atender a la correspondencia de equilibrio entre una moneda que se debilita frente a una que escasea.

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

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 Bolsa de Comercio del Chaco.