

## Guía para el Canje de la Deuda Soberana Argentina con legislación local

---

20 de AGOSTO, 2020

Chief Investment Office

---

*Respecto del canje de la  
deuda soberana Argentina  
(Ley Argentina),  
compartimos el análisis  
de los puntos clave con-  
tenidos en la presentación  
del gobierno, en el  
Boletín Oficial, y les  
acercamos nuestra  
recomendación.*



# ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

## **Puntos clave**

El gobierno oficializó la propuesta de canje de deuda en dólares, regida por Ley Argentina, con tratamiento similar a la oferta realizada a los tenedores de series regidas por legislación extranjera. Como novedad, para algunos títulos elegibles se incorpora la alternativa de canje por bonos ajustables por inflación.

El 15 de septiembre es la fecha establecida como límite para adherirse. No obstante, quienes presenten la adhesión antes del 01 de septiembre obtendrán el beneficio adicional de reconocimiento de los intereses devengados hasta el 04 de septiembre. Quienes ingresen al canje en el período tardío tendrán reconocimiento de intereses devengados hasta el 06 de abril.

La fecha de liquidación de los nuevos títulos será el 07 de septiembre para quienes hayan ingresado en el período de aceptación temprana, y el 21 de septiembre para quienes lo hayan hecho en el período definido como tardío.

El universo de títulos que entran en el canje abarca todas las emisiones en dólares o ligadas al tipo de cambio con legislación Argentina: Letes, Bonares, Discount, Par, Bontes, Lelink y AF20.

Los bonos resultantes de canjes anteriores (DICA, DIA0, PARA, PAA0) no tendrán quita de capital, los restantes instrumentos en dólares tendrán una quita de capital del 3%. El resto de la quita de valor presente neto proviene del recorte en los cupones de intereses.

Por el monto de intereses devengados y no abonados de los títulos que sean canjeados por series en dólares se otorgará un bono con vencimiento en 2029, cupón de intereses del 1% anual pagadero semestralmente y amortizaciones semestrales a partir del año 2025. Para quienes opten por la serie ajustable por inflación (CER) el pago de estos intereses se efectuará con títulos adicionales.

La elección de los nuevos bonos se encuentra condicionada por los títulos a entregar. Los títulos ajustables por tipo de cambio (Lelink, AF20, TV21) son canjeables únicamente por instrumentos ajustables por inflación, no pudiendo seleccionar los Bonares en dólares.

**Cuadro 1: opciones de canje**

Opción	Moneda	Títulos aceptados
Bonar 2030	Dólares	Letes, AO20, AD22, AA23, AY24
Bonar 2035	Dólares	Letes, AO20, AD22, AA23, AY24, AA25, AA37
Bonar 2038	Dólares	DICA, DIA0
Bonar 2041	Dólares	Totalidad de intrumentos en USD
Boncer 2026	CER	Letes, AO20, AY24, AF20, Lelink, TV21

Los montos máximos a emitir de cada serie nueva dan espacio para darle a cada bonista el bono solicitado, sin prorratesos a otros títulos.

Los nuevos bonos en dólares estarán regidos por Ley Argentina y tendrán una estructura escalonada tanto para amortizaciones como para intereses. Las características se detallan a continuación.

**Cuadro 2: Títulos ofrecidos en dólares estadounidenses**

Título	Capital	Intereses	Vencimiento
Bonar 2030	13 cuotas semestrales, siendo la primera representativa del 4% del capital, y las restantes doce equivalentes al 8% cada una, pagaderas el 9 de enero y 9 de julio de cada año a partir de 2024.	Desde 04/09/2020 (inclusive) al 09/07/2021 (exclusive): 0,125%, del 09/07/2021 al 09/07/2023: 0,50%, del 09/07/2023 al 09/07/2027: 0,75%, del 09/07/2027 al vencimiento: 1,75%	7/9/2030
Bonar 2035	10 cuotas semestrales iguales pagaderas el 9 de enero y 9 de julio de cada año a partir de 2031.	Desde 04/09/2020 (inclusive) al 09/07/2021 (exclusive): 0,125%, del 09/07/2021 al 09/07/2022: 1,125%, del 09/07/2022 al 09/07/2023: 1,50%, del 09/07/2023 al 09/07/2024: 3,625%, hasta 09/07/2027: 4,125%, hasta 09/07/2028: 4,75%, hasta el vencimiento: 5,00%	7/9/2035
Bonar 2038	22 cuotas semestrales iguales pagaderas el 9 de enero y 9 de julio de cada año a partir de 2027.	Desde el 04/09/2020 al 09/07/2021 (exclusive): 0,125%, del 09/07/2021 al 09/07/2022: 2%, del 09/07/2022 al 09/07/2023: 3,875%, del 09/07/2023 al 09/07/2024: 4,25%, del 09/07/2024 al vencimiento: 5,00%	1/9/2038
Bonar 2041	28 cuotas semestrales iguales pagaderas el 9 de enero y 9 de julio de cada año a partir de 2028.	Desde el 04/09/2020 al 09/07/2021 (exclusive): 0,125%, del 09/07/2021 al 09/07/2022: 2,50%, del 09/07/2022 al 09/07/2029: 3,50%, del 09/07/2029 al vencimiento: 4,875%	7/9/2041

# ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

Dentro de la opción en bonos ajustables por inflación tendrán prioridad en la asignación las emisiones ligadas al tipo de cambio. El Boncer 2026 es el único elegible y, una vez alcanzado el cupo de este bono (\$ 452.854 millones) el resto será asignado al Boncer 2028.

El monto máximo del Boncer 2028 asciende a \$ 1.503.390 millones y es suficiente para captar la conversión de la totalidad de bonos en dólares que tienen opción de cambiar moneda a pesos ajustables por CER.

**Cuadro 3: Títulos ofrecidos en pesos ajustables por CER**

Título	Capital	Intereses	Vencimiento
Boncer 2026	5 cuotas semestrales iguales el 09 de mayo y el 09 de noviembre de cada año a partir de noviembre de 2024	Tasa anual del 2,00% pagadera semestralmente los días 09 de mayo y 09 de noviembre de cada año a partir de mayo de 2021	9/11/2026
Boncer 2028	10 cuotas semestrales iguales el 09 de mayo y el 09 de noviembre de cada año a partir de mayo de 2024	Tasa anual del 2,25% pagadera semestralmente los días 09 de mayo y 09 de noviembre de cada año a partir de mayo de 2021	9/11/2028

# ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

## Recomendaciones

Considerando las características de la propuesta y la elevada adhesión esperada, nuestra recomendación consiste en ingresar durante el período temprano para obtener el beneficio adicional de los intereses devengados y no cobrados hasta el 04 de septiembre.

El riesgo más importante de no entrar al canje es que se apliquen las Cláusulas de Acción Colectiva (CACs), lo cual implicaría para el tenedor un canje compulsivo y la pérdida de opcionalidad respecto de qué título nuevo obtener. En dicho caso, el gobierno tendrá discrecionalidad y podría asignarle al inversor el título con menor atractivo.

Respecto del bono a seleccionar, la elección depende del título a través del cual se realice la adhesión. Nuestro análisis de valuación indica que las Letes, el Bonar 2020 y el Bonar 2024 deberían optar por el nuevo Bonar 2030. Este bono, además de ofrecer el mayor upside para estos instrumentos, probablemente presentará mayor liquidez que el resto al tratarse del bono con mayor monto emitido y más próximo al vencimiento.

Para el caso de los Bonar 2025 y Bonar 2037 el mayor resultado potencial surge al optar por el nuevo Bonar 2035. El análisis marca para los Discount 2033 un mayor atractivo en el nuevo Bonar 2038 al tiempo que los bonos Par 2038 solo pueden optar por el nuevo Bonar 2041.

En el cuadro 4 (ver debajo) se presentan los precios actuales de cada bono y su equivalencia en las nuevas series a emitir suponiendo una exit yield del 10%.

A los precios actuales, se puede observar el mayor atractivo en los bonos Discount 2033 producto de la ganancia potencial en este escenario de exit yield al 10%, que asciende al 24% en dólares. La razón por la cual vemos más valor en Discount respecto del Bonar 2037, que presenta un potencial de 25%, radica en la liquidez de ambos instrumentos y en la duration (ver cuadro 7).

# ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

**Cuadro 4:**

Oferta Deuda 04/08/2020	Precios de Mercado	Interes Corrido	Valor Bonos Ofertados con Exit			10%
			U\$S 2030	U\$S 2035	U\$S 2038	U\$S 2041
AO20	49.7	7.24	58.21	56.13	x	55.19
AY24	41.7	6.11	48.55	46.83	x	46.04
AA25	45.3	5.05	x	54.83	x	53.89
AA37	44.5	6.69	x	55.81	x	54.86
DICA	70.9	7.87	x	x	88.02	78.23
PARA	44.6	1.60	x	x	x	53.42

Variación Estimada Respecto Precio de Cierre			
U\$S 2030	U\$S 2035	U\$S 2038	U\$S 2041
17%	13%	x	11%
17%	12%	x	11%
x	21%	x	19%
x	25%	x	23%
x	x	24%	10%
x	x	x	20%

Fuente: Cohen SA - Departamento de Research

Considerando una exit yield del 12% las ganancias se reducen a un rango de 0%-6% desde los valores actuales, siendo el Discount donde se encuentra el mayor potencial.

En el cuadro 5 se evidencia la superioridad de las opciones recomendadas. Suponiendo una exit yield del 12%, canjear Discount por el nuevo Bonar 2041 en lugar del nuevo Bonar 2038 implica una pérdida de 7% en lugar de una ganancia de 6% respecto de los valores actuales.

**Cuadro 5:**

Oferta Deuda 04/08/2020	Precios de Mercado	Interes Corrido	Valor Bonos Ofertados con Exit			12%
			U\$S 2030	U\$S 2035	U\$S 2038	U\$S 2041
AO20	49.7	7.24	51.80	47.16	x	46.47
AY24	41.7	6.11	43.21	39.34	x	38.77
AA25	45.3	5.05	x	45.99	x	45.31
AA37	44.5	6.69	x	46.87	x	46.18
DICA	70.9	7.87	x	x	75.19	65.79
PARA	44.6	1.60	x	x	x	44.79

Variación Estimada Respecto Precio de Cierre			
U\$S 2030	U\$S 2035	U\$S 2038	U\$S 2041
4%	-5%	x	-7%
4%	-6%	x	-7%
x	2%	x	0%
x	5%	x	4%
x	x	6%	-7%
x	x	x	0%

Fuente: Cohen SA - Departamento de Research

# ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

En tabla siguiente (cuadro 6) se detalla la sensibilidad de estos títulos a la exit yield suponiendo elección de la serie sugerida.

**Cuadro 6:**

Oferta Deuda 04/08/2020	Yield Bono Canjeado	Precios de Mercado (especie D)	Rendimiento Objetivo										
			8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%
AO20	12.7%	49.72	32%	28%	24%	21%	17%	14%	10%	7%	4%	1%	-2%
AY24	12.6%	41.65	31%	28%	24%	20%	17%	13%	10%	7%	4%	1%	-2%
AA25	12.1%	45.3	45%	39%	33%	27%	21%	16%	11%	6%	2%	-3%	-7%
AA37	12.6%	44.5	50%	44%	37%	31%	25%	20%	15%	10%	5%	1%	-3%
DICA	12.7%	70.9	47%	40%	35%	29%	24%	19%	15%	10%	6%	2%	-2%
PARA	12.0%	44.6	44%	38%	31%	25%	20%	14%	10%	5%	0%	-4%	-8%

En el cuadro 7 se observan variables clave de los títulos Ley Argentina a los precios actuales. Entre ellas destacamos la tasa equivalente en los bonos canjeados (“Yield Bono Canjeado”), los intereses corridos y la Modified Duration.

**Cuadro 7:**

Oferta Deuda 04/08/2020	Precios de Mercado (especie D)	Interes Corrido Exigido (al 04/09/20)	Yield Bono Canjeado
AO20	49.72	7.24	12.7%
AY24	41.65	6.11	12.6%
AA25	45.3	5.05	12.1%
AA37	44.5	6.69	12.6%
DICA	70.9	7.87	12.7%
PARA	44.6	1.60	12.0%

Valor Bono Intereses Devengado	Valor Bono Intereses	Valor Bono Canjeado	Bono Elegido	Modified Duration
\$ 53.1	\$ 3.8	\$ 45.9	2030	5.71
\$ 53.1	\$ 3.2	\$ 38.4	2030	5.74
\$ 53.1	\$ 2.7	\$ 42.6	2035	8.85
\$ 53.1	\$ 3.6	\$ 40.9	2035	8.87
\$ 53.1	\$ 4.2	\$ 66.7	2038	7.70
\$ 53.1	\$ 0.9	\$ 43.7	2041	8.61

# ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

## Anexo: Oferta de canje Ley Nueva York

A continuación adjuntamos el resultado del análisis efectuado previamente aplicado en los títulos regidos por legislación Nueva York. Considerando la propuesta efectuada para los mismos junto con las elecciones recomendadas.

**Cuadro 8: Situación actual**

Oferta Deuda 04/08/2020	Precios de Mercado (especie D)	Interes Corrido Exigido (al 04/09/20)	Yield Bono Canjeado	
A2E2	50	3.40	11.8%	
A2E3	47.67	2.99	12.6%	
A2E7	44	4.17	12.4%	
A2E8	45.2	3.80	12.0%	
AA46	44.5	6.61	12.4%	
AC17	44.75	4.87	12.1%	
DICY	73.2	7.87	12.3%	
PARY	44.3	1.60	12.1%	

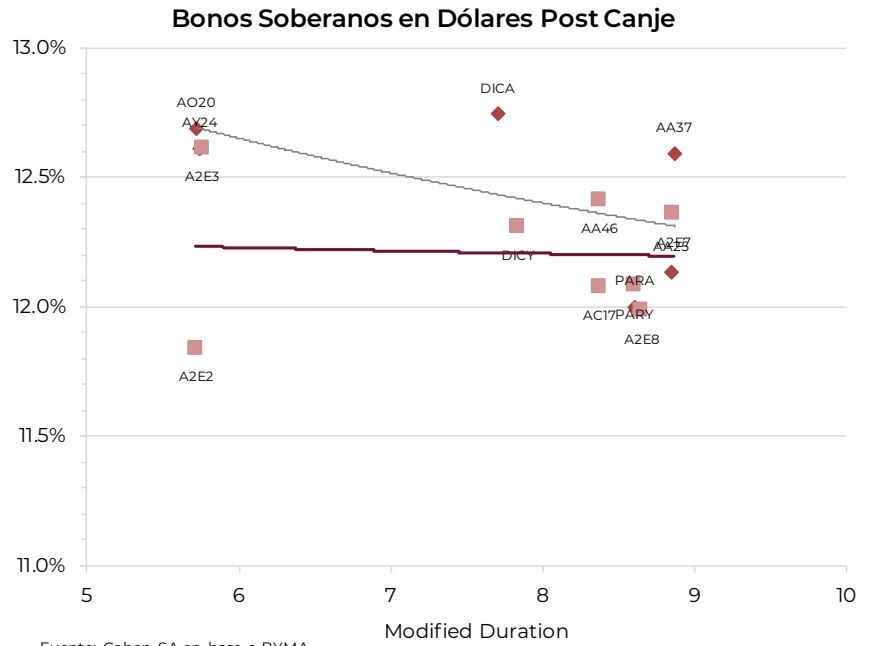
Valor Bono Intereses Devengado	Valor Bono Intereses	Valor Bono Canjeado	Bono Elegido	Modified Duration
\$ 53.1	\$ 1.8	\$ 48.2	2030	5.72
\$ 53.1	\$ 1.6	\$ 46.1	2030	5.76
\$ 53.1	\$ 2.2	\$ 41.8	2035	8.86
\$ 53.1	\$ 2.0	\$ 43.2	2035	8.65
\$ 53.1	\$ 3.5	\$ 41.0	2046	8.38
\$ 53.1	\$ 2.6	\$ 42.2	2046	8.38
\$ 53.1	\$ 4.2	\$ 69.0	2038	7.84
\$ 53.1	\$ 0.9	\$ 43.4	2041	8.6

**Cuadro 9: Sensibilidad a exit yield**

Oferta Deuda 04/08/2020	Yield Bono Canjeado	Precios de Mercado (especie D)	Rendimiento Objetivo										
			8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%
A2E2	11.8%	50	26%	22%	19%	15%	12%	9%	5%	2%	0%	-3%	-6%
A2E3	12.6%	47.67	32%	28%	24%	20%	17%	13%	10%	7%	4%	1%	-2%
A2E7	12.4%	44	48%	42%	35%	29%	23%	18%	13%	8%	3%	-1%	-5%
A2E8	12.0%	45.2	44%	37%	31%	25%	20%	14%	9%	5%	0%	-4%	-8%
AA46	12.4%	44.5	48%	41%	35%	29%	23%	18%	13%	8%	4%	0%	-4%
AC17	12.1%	44.75	44%	38%	31%	26%	20%	15%	10%	5%	1%	-3%	-7%
DICY	12.3%	73.2	42%	36%	30%	25%	20%	16%	11%	7%	3%	-1%	-5%
PARY	12.1%	44.3	45%	39%	32%	26%	21%	15%	10%	6%	1%	-3%	-7%



# ESTRATEGIA DE INVERSIÓN



Cuadro 10: Bonos Cotización OTC NY Especie C bajo supuesto de Exit Yield al 10%

Oferta	Deuda	Precios de Mercado	Interes Corrido	Valor Bonos Ofertados con Exit Yield 10%					Grupo de Asignación
				U\$S 2030	U\$S 2035	U\$S 2038	U\$S 2041	U\$S 2046	
AA21		49.1	5.96	57.44	55.37	x	x	54.96	1
A2E2		47.94	3.40	55.93	53.86	x	x	53.62	1
A2E3		47.6	2.99	55.68	53.61	x	x	53.40	1
AA26		46.2	6.50	57.77	55.69	x	x	55.24	2
A2E7		45.08	4.17	56.38	54.31	x	x	54.02	2
A2E8		45.12	3.80	56.16	54.09	x	x	53.82	2
AL28		45.01	4.39	56.51	54.44	x	x	54.13	2
AL36		44.78	4.71	56.71	54.63	x	x	54.30	3
AA46		44.4	6.61	57.83	55.76	x	x	55.30	3
AE48		43.5	4.45	56.55	54.48	x	x	54.17	3
AC17		43.63	4.87	56.80	54.73	x	x	54.39	3
DICY		75.3	7.87	x	x	88.02	x	x	
DIV0		75.2	7.87	x	x	88.02	x	x	
PARY		43.82	1.60	x	x	x	53.42	x	
PAY0		43.6	1.60	x	x	x	53.42	x	
Total A Emitirse (en Millones U\$S)				USD 13,800	USD 23,000	Discount	Par		

Variación Estimada Respecto Precio de Cierre					
U\$S 2030	U\$S 2035	U\$S 2038	U\$S 2041	U\$S 2046	
17%	13%	x	x	12%	
17%	12%	x	x	12%	
17%	13%	x	x	12%	
25%	21%	x	x	20%	
25%	20%	x	x	20%	
24%	20%	x	x	19%	
26%	21%	x	x	20%	
27%	22%	x	x	21%	
30%	26%	x	x	25%	
30%	25%	x	x	25%	
30%	25%	x	x	25%	
x	x	17%	x	x	
x	x	17%	x	x	
x	x	x	22%	x	
x	x	x	23%	x	

Fuente: Cohen SA - Departamento de Research

# ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

**Cuadro 11: Bonos Cotización OTC NY Especie C bajo supuesto de Exit Yield al 12%**

Oferta Deuda 04/08/2020	Precios de Mercado (especie D)	Interes Corrido Exigido (al 04/09/20)	Valor Bonos Ofertados con Exit Yield 12%					Grupo de Asignación
			U\$S 2030	U\$S 2035	U\$S 2038	U\$S 2041	U\$S 2046	
AA21	49.1	5.96	51.12	46.48	x	x	45.93	1
A2E2	47.94	3.40	49.76	45.12	x	x	44.81	1
A2E3	47.6	2.99	49.54	44.90	x	x	44.63	1
AA26	46.2	6.50	51.41	46.77	x	x	46.17	2
A2E7	45.08	4.17	50.17	45.53	x	x	45.14	2
A2E8	45.12	3.80	49.97	45.33	x	x	44.98	2
AL28	45.01	4.39	50.28	45.64	x	x	45.24	2
AL36	44.78	4.71	50.46	45.82	x	x	45.38	3
AA46	44.4	6.61	51.47	46.83	x	x	46.22	3
AE48	43.5	4.45	50.31	45.68	x	x	45.27	3
AC17	43.63	4.87	50.54	45.90	x	x	45.45	3
DICY	75.3	7.87	x	x	75.19	x	x	
DIY0	75.2	7.87	x	x	75.19	x	x	
PARY	43.82	1.60	x	x	x	44.79	x	
PAY0	43.6	1.60	x	x	x	44.79	x	

Variación Estimada Respecto Precio de Cierre				
U\$S 2030	U\$S 2035	U\$S 2038	U\$S 2041	U\$S 2046
4%	-5%	x	x	-6%
4%	-6%	x	x	-7%
4%	-6%	x	x	-6%
11%	1%	x	x	0%
11%	1%	x	x	0%
11%	0%	x	x	0%
12%	1%	x	x	1%
13%	2%	x	x	1%
16%	5%	x	x	4%
16%	5%	x	x	4%
16%	5%	x	x	4%
x	x	0%	x	x
x	x	0%	x	x
x	x	x	2%	x
x	x	x	3%	x

El presente informe es publicado por Cohen S.A. y ha sido preparado por el Departamento de Research de Cohen S.A. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de inversión de Cohen Sociedad de Bolsa S. A para la compra o venta de los títulos valores y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión ni una oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que Cohen Sociedad de Bolsa S. A considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen Sociedad de Bolsa S. A no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. Cohen Sociedad de Bolsa S. A no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas están sujetas a las variaciones intrínsecas y extrínsecas de los mercados.