

## Canje de deuda? Cómo podría ser una operación exitosa para el mercado y para el Tesoro?

Ayer en el Boletín Oficial se publicó un DNU donde se modifica el artículo 11 del decreto 331 / 2022. A través del DNU original se permitió saltar las restricciones que impone la Ley de Administración Financiera (LAF) a las operaciones de canje de deuda. Pero en ese decreto del año 2022 se hablaba solo de operaciones de canje de instrumentos de deuda pública en pesos.

Con el DNU 846/2024 se extiende el universo a la deuda en moneda extranjera pudiendo ejecutar canjes en cualquier moneda de pago y manteniendo la posibilidad de saltarse el artículo 65 de la LAF que impone restricciones a las operaciones de canje. El decreto y sus considerandos puede leerse [aquí](#).

Las restricciones existentes en la LAF para ejecutar un canje de deuda hablan de que el Tesoro debe obtener:

- a) Mejora de monto (quita)
- b) Mejora de plazo (extender el vencimiento) y/o
- c) Mejora del interés

La forma en que está redactado el artículo siempre ha estado sujeto a controversias, aunque mayormente se ha aceptado como "normal" que se cumplan 2 de las tres condiciones.

Si el gobierno llegara a la conclusión que el calendario de pagos de capital en 2025 es muy exigente, considerando la capacidad de acumulación de reservas que hemos visto últimamente, no podemos descartar que el DNU dictado el lunes sea un primer paso para lanzar un canje "amigable" de la deuda en USD (sobre todo los Bonares y Globales 2029 y 2030 que demandan pagos de capital muy importantes en el corto plazo).

Desde nuestra perspectiva las restricciones de la LAF se podrían haber cumplido sin necesidad del DNU ejecutando un mínimo haircut del capital (3% al estilo de lo que hizo Guzmán) y recompensando ese haircut con una mejora de los cupones de interés. Pero no podemos descartar que el gobierno quiera lanzar un canje muy favorable sin restricciones que le impidan ofrecer las condiciones que logren una adhesión muy exitosa.

Nos imaginamos entonces que con el objetivo de despejar los vencimientos de capital de corto plazo el Tesoro podría lanzar una oferta de canje de AL29/AL30/GD29/GD30 para reemplazarlos por un bono bullet a 2031 con cupones de interés del 8,75% anual, al estilo de los cupones que pagaba en su momento el AY24.

Un bono de esas características tendría un valor presente neto similar al actual por lo que los inversores no lo verían como un canje agresivo, mejoraría las características del instrumento al ofrecer cupones de interés anuales mucho más atractivos que el 0,75% anual del GD30 por ejemplo y reduciría sustancialmente las necesidades de pago de capital del Tesoro.

Al mismo tiempo obligaría al Tesoro a obtener un mejor resultado fiscal primario para poder cubrir el mayor costo de intereses que se generaría a partir de la nueva estructura de los bonos.

El flujo de fondos de un GD31 usado como canje de un GD30 (el flujo de renta y amortización se calcula sobre el 96% de valor residual que le queda al bono) quedaría así:

FECHA	RENTA	AMORTIZACIÓN	FLUJO DE FONDOS
30/6/2025	4,2		4,2
30/12/2025	4,2		4,2
30/6/2026	4,2		4,2
30/12/2026	4,2		4,2
30/6/2027	4,2		4,2
30/12/2027	4,2		4,2
30/6/2028	4,2		4,2
30/12/2028	4,2		4,2
30/6/2029	4,2		4,2
30/12/2029	4,2		4,2
30/6/2030	4,2		4,2
30/12/2030	4,2		4,2
30/6/2031	4,2	96	100,2

Ese flujo de fondos descontado a la tasa actual del GD30 arroja un Valor Presente Neto de USD 59,5. Esta cifra es similar al valor al que cotiza hoy el GD30 por lo que podríamos decir que el mercado estaría “priceando” un canje

martes, 24 de septiembre de 2024



de estas características y podría aceptar que es un canje a mercado y amigable.

Una vez ejecutado un canje de estas características podríamos ver una importante compresión de la TIR y eso lo podría hacer aún más atractivo para los inversores.

En efecto, al dejar de ser un bono con pagos de capital semestral y pasar a ser un bono bullet con cupones de interés más normales, el bono reduce el riesgo de default de corto plazo, mejora la estructura de cupones corrientes de interés y es probable que permita una compresión de TIR mucho más rápida.

Hemos escuchado varias veces el planteo de que la estructura de cupones de interés tan mínima como la del GD30 no los seduce, aunque la TIR sea alta y que el perfil desafiante de pagos de capital los preocupa. Un canje de estas características mejoraría los cupones de interés corriente y aliviaría la carga del Tesoro en el corto plazo. Creemos que mientras el canje sea voluntario y amigable con características similares a las que estamos mencionando podría resultar en una operación de liability management exitosa.

---

El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de Aurum Valores S.A. para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en los valores negociables o instrumentos financieros mencionados y deberá basarse en la investigación personal que considere pertinente realizar. Aurum Valores 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. Asimismo, bajo ningún concepto podrá entenderse que Aurum Valores S.A. asegura y/o garantiza resultado alguno en relación a posibles inversiones en valores negociables o instrumentos financieros mencionados, siendo el destinatario del mismo plenamente consciente de los riesgos inherentes a la actividad bursátil y/o financiera. Consecuencia de lo reseñado, el destinatario desiste de realizar reclamo alguno a Aurum Valores S.A., por eventuales daños y perjuicios que pudiera padecer, sustentando su reclamo en la información brindada en el presente.

Aurum Research – research@aurum.com.ar

BOUCHARD 547 P 14, C.A.B.A, Argentina – TEL: +54 11 5219 1812 – ARGENTINA

Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Propia. ALyC y AN Propio. Inscripto en CNV bajo Registro N°565  
Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión. ACyDI. Inscripto en CNV bajo Registro N°60