

Canje: Nueva propuesta

08.07.2020

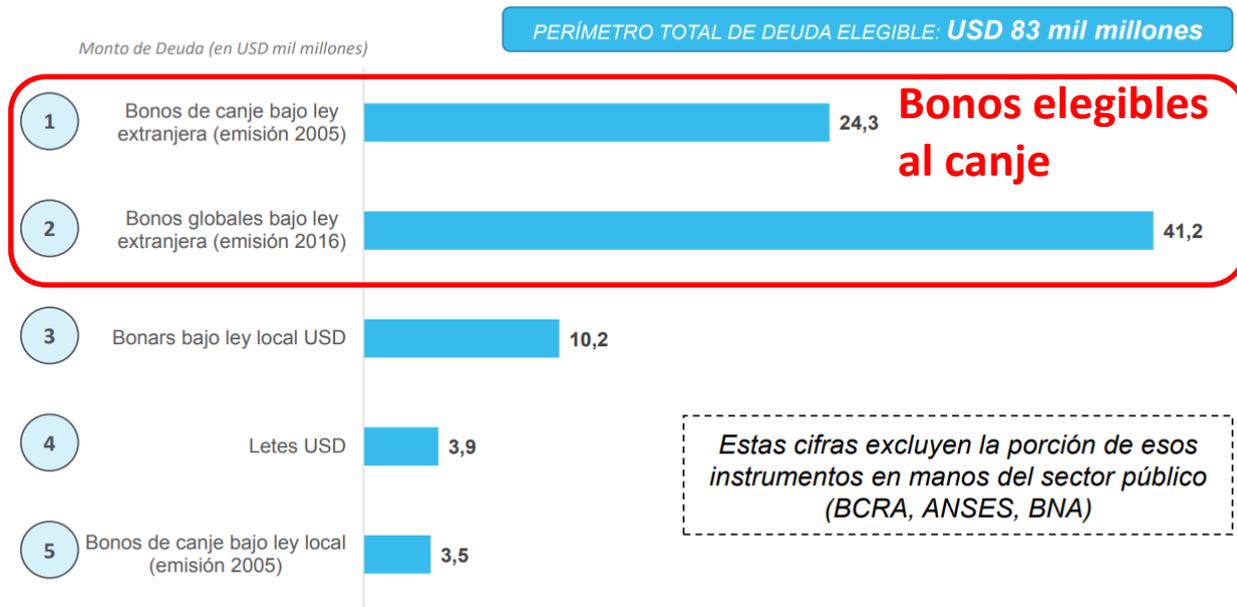
Participe en las charlas de zoom la semana próxima, le haremos llegar las invitaciones por email.

juan@cucchiara.sba.com.ar
valentina@cucchiara.sba.com.ar
ian@cucchiara.sba.com.ar

La Deuda: Dimensionar el Canje

- La deuda pública bruta ronda el 75% del PBI. Sin embargo, la deuda neta (restando intrasector público) se aproxima a los USD 188.000, cerca del 50% del PBI. De la deuda neta, aproximadamente USD 30.000 millones corresponden a deuda en pesos y cerca de USD 75.000 millones a deuda contra organismos internacionales.
- Con lo cual, la deuda neta contra el sector privado en dólares ronda los USD 83.000 millones, menos del 25% del PBI. La deuda elegible en este canje incluye únicamente a los bonos con legislación extranjera cerca de USD 66.000 millones.
- Se presentará en el Congreso el proyecto para el canje de la deuda ley argentina. Según declaraciones del Ministro, en las mismas condiciones que la ley extranjera.
- Estamos en default, increíble pero real. Baja credibilidad y grandes costos reputacionales. Con este canje estamos incrementado nuestro pésima reputación internacional.

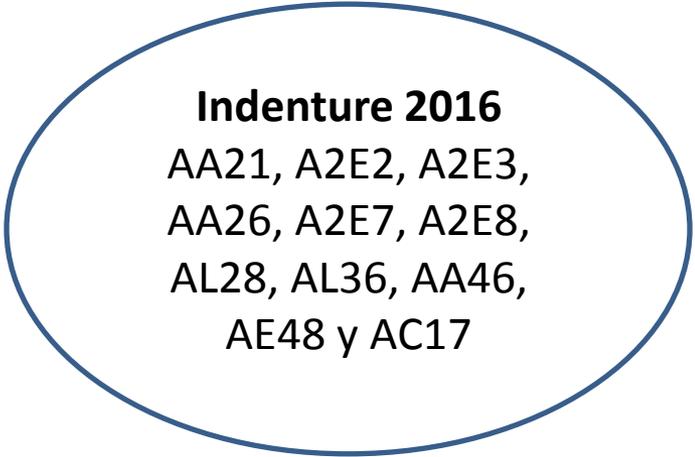
El perímetro de la deuda elegible incluye a todos los bonos en manos del sector privado denominados en moneda extranjera tanto bajo ley local como extranjera



Fuente: Ministerio de Economía

Bonos elegibles y umbrales de aceptación

- La oferta de canje esta dirigida exclusivamente a los bonos con legislación extranjera. Luego sería extensible a los bonos en USD legislación argentina, hasta el momento reperfilados unilateralmente por decreto.



CACs
75% de cada serie
66% del grupo y 50% de c/u
single and dual Limb



CACs
75% de cada serie
85% del grupo y 66% de c/u
dual Limb

Principales cambios con respecto a la oferta de abril

- Cláusulas y oferta mucho más alineada con los usos y costumbres del mercado internacional.
- Reduce quita sobre capital, incrementa cupones y acorta moderadamente los plazos.
- Incluye un bono al 2030 para el reconocimiento de los intereses corridos al 22 de abril.
- Se agrega un premio por “early consent” mediante el mismo bono con el cual se cancelan los intereses corridos.
- El plazo del canje se extiende hasta el 4 de agosto (la fecha límite para dar aviso a su broker/banco siempre es unos días antes). La fecha de liquidación es el 4 de septiembre.
- Sólo los bonos 2030 y 2035 tienen tope de emisión.
- Permite mantener Indenture. Los tenedores de bonos elegibles del contrato 2005 podrán canjear por nuevos títulos a ser emitidos en virtud del mismo contrato (nuevos bonos 2038 y 2041).
- Los tenedores de bonos en francos y euros pueden optar por bonos en USD con topes, pero no a la inversa.

Otras Cláusulas Legales

- Cláusulas Rights Upon Future Offers (RUFO).

Si dentro de los 5 años desde el vencimiento de este canje, el Gobierno realiza una nueva oferta de canje a quienes no ingresaron en esta reestructuración, debe ofrecerle a los tenedores de bonos nuevos (**salvo los que elijan el bono 2046**) la mismas condiciones.

- Establece un umbral mínimo de aceptación. El umbral es alto, buscando evitar canjes con baja aceptación, muy positivo, busca canje total.

Participación mínima se alcanzará si la oferta es aceptada por (1) el 66,6% del total a reestructurar o (2) si se cumple que (i) una serie de bonos 2005 alcance el 60% de adhesión o el agregado alcance el 50% y (ii) una serie bonos 2016 alcance el 60% de adhesión o el agregado alcance el 50%.

- Menor discrecionalidad de la cláusula de re-designar (re-designated) para el recuento de las mayorías, mejor que la primera oferta. Sigue haciendo ruido.

El umbral mínimo de aceptación le quita discrecionalidad a la cláusula. En los bonos 2005, al contar con single limb, también pierde peso. Para los bonos de 2016, para excluir una serie del recuento de las CACs, tiene que haber consentimiento del 75% de dicha serie.

Se reconocen los intereses corridos

- Se reconocen los intereses corridos hasta el 22 de abril con un nuevo título al 2030. Inexplicablemente en la primer oferta no estaban incluidos.

Desde e inclusive	Hasta (excluida esa fecha)	Tasa
Fecha de Liquidación	4 de septiembre de 2030	1,000%

- Estructura del título: Pagó de interés semestral desde septiembre 2021 (long first coupon) y amortización parcial desde el 2027.
- El mismo bono se utiliza como premio al early consent (un incentivo por adhesión temprana). Se abonarán en este caso los intereses corridos desde el 22 de abril hasta el 4 de septiembre, se entregarán bonos como contraprestación por consentimiento para los tenedores que se presenten y no revoquen .
- Si entro al canje arrastrado por las CACs pierdo el early consent (equivalente a 5 meses de intereses corridos de los bonos que posea actualmente).
- A los que ya ingresaron con la vieja oferta le corresponde el early consent.

La propuesta de Canje.

- El Gobierno ofrecerá 10 nuevos títulos en el canje, cinco emitidos en USD y otros 5 emitidos en EUR. Nos centramos en los bonos en USD.

USD 2030: Amortización semestral desde 2025

<u>From and including</u>	<u>To but excluding</u>	<u>Rate</u>
Settlement Date	September 4, 2021	0.125%
September 4, 2021	September 4, 2023	0.500%
September 4, 2023	September 4, 2027	0.750%
September 4, 2027	September 4, 2030	1.750%

USD 2035: Amortización semestral desde 2031

<u>From and including</u>	<u>To but excluding</u>	<u>Rate</u>
Settlement Date	September 4, 2021	0.125%
September 4, 2021	September 4, 2022	1.125%
September 4, 2022	September 4, 2023	1.500%
September 4, 2023	September 4, 2024	3.625%
September 4, 2024	September 4, 2027	4.125%
September 4, 2027	September 4, 2028	4.750%
September 4, 2028	September 4, 2035	5.000%

USD 2038: Amortización semestral desde 2028

<u>From and including</u>	<u>To but excluding</u>	<u>Rate</u>
Settlement Date	September 4, 2021	0.125%
September 4, 2021	September 4, 2022	2.000%
September 4, 2022	September 4, 2023	3.875%
September 4, 2023	September 4, 2024	4.250%
September 4, 2024	September 4, 2038	5.000%

USD 2041: Amortización semestral desde 2028

<u>From and including</u>	<u>To but excluding</u>	<u>Rate</u>
Settlement Date	September 4, 2021	0.125%
September 4, 2021	September 4, 2022	2.500%
September 4, 2022	September 4, 2029	3.500%
September 4, 2029	September 4, 2041	4.875%

USD 2046: Amortización semestral desde 2025

<u>From and including</u>	<u>To but excluding</u>	<u>Rate</u>
Settlement Date	September 4, 2021	0.125%
September 4, 2021	September 4, 2022	1.125%
September 4, 2022	September 4, 2023	1.500%
September 4, 2023	September 4, 2024	3.625%
September 4, 2024	September 4, 2027	4.125%
September 4, 2027	September 4, 2028	4.375%
September 4, 2028	September 4, 2046	5.000%

La propuesta de Canje (2).

- Los nuevos bonos cuentan con amortización parcial, intereses step up (crecientes o escalera) y con un primer cupón muy bajo. No hay período de gracia, hay long first coupon (irregular).
- La oferta agrupa familias de bonos. Los títulos elegibles por los inversores no son los mismos para todos los títulos a presentarse al canje. Los bonos cortos y los del canje de 2005 tienen prioridad en la elección. Canje a la par o con muy reducidas quitas de capital (3%) dependiendo el caso.

			BONOS EN USD				
BONO	RESIDUAL EN MONEDA ORIGINAL (millones)	PRIORIDAD	2030	2035	2038	2041	2046
DICY/DIY0/DIY5	5.578	Max			140	140	136
PARY/PAY0/PAY5	5.394	Max				100	97
AA21	4.500	1	97	97			97
A2E2	3.250	1	97	97			97
A2E3	1.750	1	97	97			97
AA26	6.500	2	97	97			97
A2E7	3.750	2	97	97			97
A2E8	4.250	2	97	97			97
AL28	1.000	2	97	97			97
AL36	1.750	2	97	97			97
AA46	2.750	3		97			97
AE48	3.000	3		97			97
AC17	2.750	3		97			97

Valor Presente de la Oferta

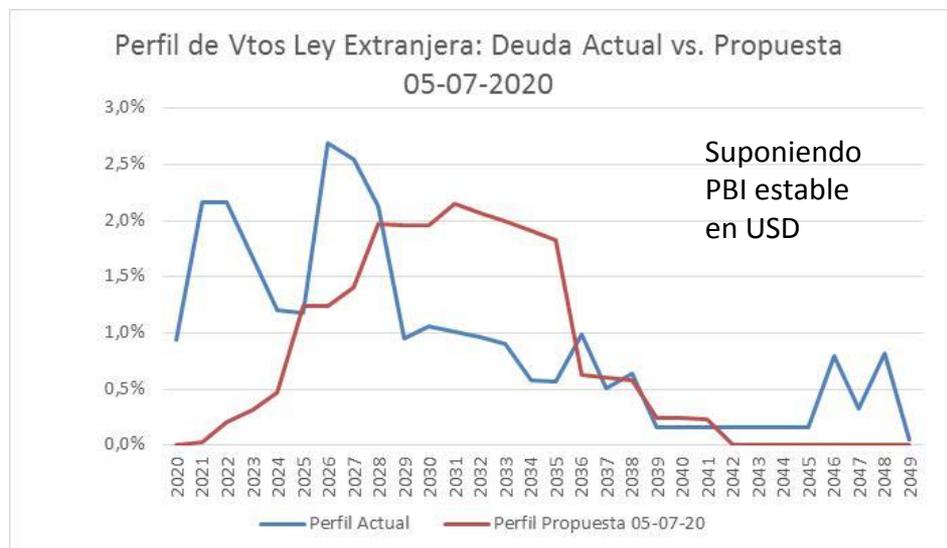
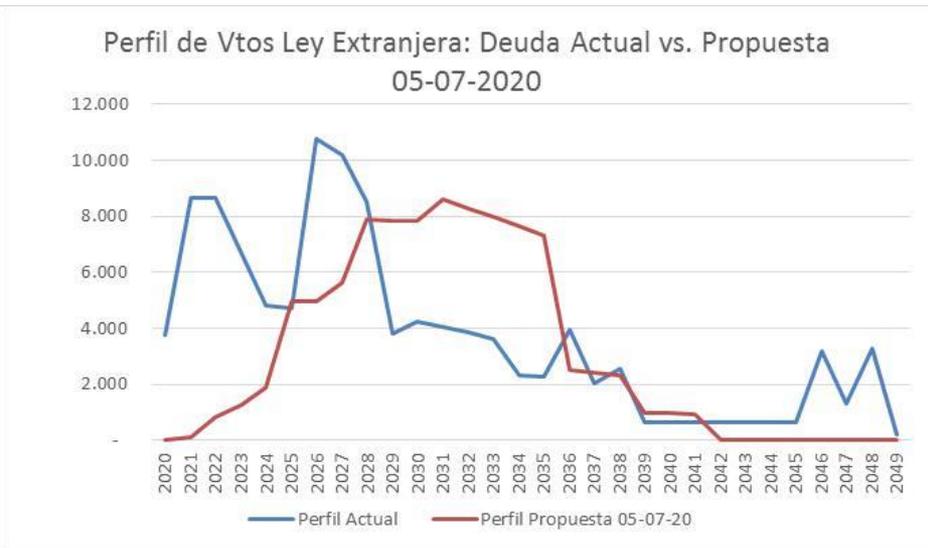
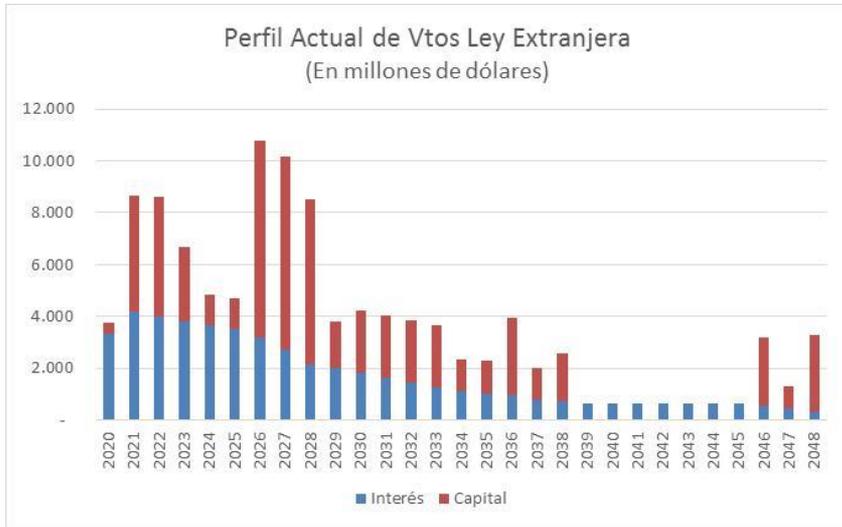
Tasa	BONO 2030	BONO 2035	BONO 2038	BONO 2041	BONO 2046
8%	59,20	61,54	68,50	62,22	60,31
10%	52,35	51,09	57,86	51,73	50,07
12%	46,30	42,58	48,81	43,09	41,79
14%	41,08	35,75	41,51	36,28	35,30

Bono elegible	VP Nuevo bono al 10%	Bono con intereses corridos al 4/sep	VPN total
DICY	57,9	2,9	60,79
PARY	51,7	0,8	52,57
AA21	52,3	3,1	55,46
A2E2	52,3	1,8	54,13
A2E3	52,3	1,6	53,91
AA26	51,1	3,4	54,50
A2E7	51,1	2,2	53,27
A2E8	51,1	2,0	53,08
AL28	51,1	2,4	53,47
AL36	51,1	2,5	53,60
AA46	50,1	3,5	53,53
AE48	50,1	2,3	52,39
AC17	50,1	2,6	52,62
	51,72		54,10

UPSIDE SEGÚN EXIT YIELD (precios de cierre del 7 de julio)

BONO	8%	10%	12%	14%
DICY	42%	20%	2%	-13%
PARY	45%	21%	1%	-15%
AA21	43%	26%	11%	-1%
A2E2	41%	25%	10%	-2%
A2E3	40%	24%	9%	-3%
AA26	55%	29%	8%	-9%
A2E7	52%	27%	6%	-11%
A2E8	53%	27%	6%	-11%
AL28	54%	29%	7%	-10%
AL36	58%	32%	10%	-7%
AA46	59%	32%	11%	-6%
AE48	54%	28%	7%	-9%
AC17	50%	25%	5%	-12%

Gran alivio potencial en la carga de deuda con legislación extranjera



Los grandes tenedores.

1. Bondholders Group: Argentina Creditor Committee (Greylock la cabeza), Fintechy Gramercy. Bonos mayormente emitidos post 2016, aunque también poseen títulos del canje. Ya dio el visto bueno por la oferta argentina.
 2. Ad Hoc Bondholder Group incluye a AllianceBernstein, Amundi, Ashmore, Autonomy, BlackRock, BlueBay, Fidelity, Invesco, T. Rowe Price, Western y Wellington. Bonos mayormente emitidos post 2016, aunque también poseen títulos del canje.
 3. Exchange Bondholder Group, que son los fondos HBK, Monarch, Oaktree Capital, Pharo, Redwood Capital y VR Capital, que tiene títulos del canje.
- En relación a las cláusulas legales, la última oferta argentina intenta cerrar diferencias.
 - Los últimos dos comités más duros dicen contar en conjunto con algo más del 30% de los bonos, tanto de las series 2005 como 2016. **Clave para el éxito del canje.** Presentaron una oferta conjunta en la última ocasión.
 - Valuados también a una tasa de descuento del 10%, la última oferta formal de estos comités tendría una diferencia de 6-7 USD (promedio) contra la actual oferta argentina. En los bonos Discount y los cortos 2016 esa diferencia es mayor. En los bonos PAR y medianos/largos 2016 la diferencia es menor.
 - **Estos dos fondos ya rechazaron la oferta, pero afirmaron que va en el sentido “correcto” y se muestran abiertos a negociar.**

¿A dónde vamos? Muy pronto para saberlo...

- El descalabro macroeconómico argentino tiene final abierto, muy pronto para estimar a donde irán los rendimientos a mediano plazo.
- El contexto de liquidez global actual sin dudas juega a favor, tanto de los tenedores como del país.
- Tasas muy bajas para soberanos.

Ticker	Last Price	Mid YTM	S&P
PHILIP 3 02/01/28	108.357	1.812	BBB+
PERU 4 1/8 08/25/27	↑115.505	1.798	BBB+
RUSSIA 12 3/4 06/24/28	↑172.443	2.608	BBB-
COLOM 11.85 03/09/28	166.705	2.304	BBB-
INDON 3 1/2 01/11/28	106.708	2.513	
MEX 3 3/4 01/11/28	↓104.923	3.012	BBB
BRAZIL 4 5/8 01/13/28	↑106.064	3.695	BB-
SOAF 4.3 10/12/28	93.063	5.349	BB-
TURKEY 6 1/8 10/24/28	↑97.335	6.545	
OMAN 5 5/8 01/17/28	93.138	6.807	
JAMAN 6 3/4 04/28/28	114.580	4.511	B+
BELRUS 7 5/8 06/29/27	↓104.107	6.873	B
EGYPT 6.588 02/21/28	↑99.672	6.642	B
UKRAIN 7 3/4 09/01/27	↓104.290	6.967	B
PKSTAN 6 7/8 12/05/27	98.095	7.210	B-
NGERIA 6 1/2 11/28/27	94.610	7.461	B-

Conclusiones

- Desde el mes de mayo el país está en default. El Gobierno ha mostrado intención de resolverlo, más allá de los errores en la negociación. El esquema planteado en el canje da mucho aire de corto plazo, a la economía y por ende a la política.
- El default alimenta la incertidumbre, esta agranda la brecha cambiaria. Con brecha cambiaria alta ningún modelo cierra. El cepo retrasa la devaluación pero no la evita.
- El Gobierno parece intentar evitar una situación. Sus consecuencias no sólo son dañinas para las finanzas públicas, el default tiene un altísimo costo para el fondeo del sector privado. Si las grandes empresas no pueden acceder al mercado internacional, la posibilidad de recuperación de la actividad post pandemia se verá seriamente dañada.
- Serán claves los dos comités. Ya rechazaron la oferta. Ahora hay que ver si presentan una contraoferta cercana, esa sería una buena noticia para cerrar el conflicto. Si se mantienen sin moverse desde su última oferta posiblemente la solución vuelva a dilatarse.
- El Gobierno, desde las erogaciones futuras, tienen algún margen más para otra mejoría. Aún en los años más exigentes y extendiendo la oferta a la ley argentina, la carga total (intereses más capital) no llegaría al 3% del producto. Hay que ver si está dispuesto a hacerlo.
- Un tercer jugador no menor es el FMI, próxima mesa negociación. Viene jugando a favor de la Argentina, naturalmente como parte interesada.
- La cuarta pieza es el rollover de la deuda en pesos. En las últimas cuatro semanas el Gobierno avanzó en la dirección correcta, con claras señales. Los bonos en pesos subieron fuerte. Falta todavía, pero corrigió bien la dirección. Para que el mercado de pesos pueda crecer es clave también la salida del default.



Participe en las charlas de zoom la semana próxima, le enviaremos las invitaciones por email.

Hablaremos en detalle sobre la recomendación de entrar o no al canje.

Buen fin de semana largo!

