

Canje 2020: La Oferta.

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

La propuesta de Canje.

- El Gobierno ofrecerá 10 nuevos títulos en el canje, cinco emitidos en USD y otros 5 emitidos en EUR. Como se canjean por misma moneda de emisión, nos centramos en los bonos en USD.

2030 USD: amortización parcial 5 cuotas anuales

2026 al 2030

From and including	To but excluding	Rate
November 15, 2022	November 15, 2025	0.50%
November 15, 2025	November 15, 2027	1.00%
November 15, 2027	November 15, 2030	1.75%

2036 USD: amortización parcial 6 cuotas anuales

2031 al 2036

From and including	To but excluding	Rate
November 15, 2022	November 15, 2023	0.50%
November 15, 2023	November 15, 2025	1.50%
November 15, 2025	November 15, 2027	2.75%
November 15, 2027	November 15, 2036	3.875%

2039 USD: amortización parcial 11 cuotas anuales

2029 al 2039

From and including	To but excluding	Rate
November 15, 2022	November 15, 2023	0.60%
November 15, 2023	November 15, 2025	1.75%
November 15, 2025	November 15, 2027	4.00%
November 15, 2027	November 15, 2039	4.50%

2043 USD: amortización parcial 14 cuotas anuales

2030 al 2043

From and including	To but excluding	Rate
November 15, 2022	November 15, 2023	0.60%
November 15, 2023	November 15, 2025	3.00%
November 15, 2025	May 15, 2029	3.625%
May 15, 2029	November 15, 2043	4.875%

2047 USD: amortización parcial 20 cuotas anuales

2028 al 2047

From and including	To but excluding	Rate
November 15, 2022	November 15, 2023	0.50%
November 15, 2023	November 15, 2025	1.75%
November 15, 2025	November 15, 2027	3.75%
November 15, 2027	November 15, 2047	4.75%

La propuesta de Canje (2).

- Los nuevos bonos cuentan con amortización parcial, intereses step up (crecientes o escalera), tiene dos años de gracia no capitalizables y los cupones de intereses son muy bajos. La quita está en los intereses.
- La oferta agrupa familias de bonos. Lo 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 reducidas quitas de capital, dependiendo el caso.

			BONOS EN USD				
BONO	RESIDUAL EN MONEDA ORIGINAL	PRIORIDAD	2030	2036	2039	2043	2047
DICY/DIY0/DIY5	5.578	Max			100	100	95
PARY/PAY0/PAY5	5.394	Max				100	95
AA21	4.500	1	88	95			95
A2E2	3.250	1	88	95			95
A2E3	1.750	1	88	95			95
AA26	6.500	2	88	95			95
A2E7	3.750	2	88	95			95
A2E8	4.250	2	88	95			95
AL28	1.000	2	88	95			95
AL36	1.750	2	88	95			95
AA46	2.750	3		95			95
AE48	3.000	3		95			95
AC17	2.750	3		95			95

Bonos elegibles y umbrales de aceptación

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

Indenture 2016

AA21, A2E2, A2E3,
AA26, A2E7, A2E8,
AL28, AL36, AA46,
AE48 y AC17



CACs

75% de cada serie
66% del grupo y 50% de c/u

Indenture 2005

Discount 2005 y 2010
PAR 2005 y 2010



CACs

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

Algunas consideraciones del Canje

- La fecha límite establecida para aceptar la propuesta es el 8 de mayo para depositarias internacionales y 6 de mayo para locales.
- No tiene pisos de aceptación, existiendo la posibilidad de canjes parciales.
- No se reconocen intereses corridos de los bonos entregados.
- No hay cláusulas de cross-default entre bonos nuevos y viejos.
- Incorpora la cláusula Rights Upon Future Offers (RUFO), para extender futuras mejoras en posteriores ofertas de canje a quienes entren al actual. Las cláusulas RUFO tienen vigencia por 5 años y no aplican al bono 2047. Las RUFO tampoco aplican ante “non-appealable court order or arbitral award” (sentencia judicial).
- Introduce el concepto de re-designar (re-designated), a nuestro juicio poco claro. La idea es bajar los umbrales de activación de las CACs, re designando una serie o series de bonos para excluir a las series que perjudiquen el computo agregado. Creo que sobre esto iremos conociendo más información estos días, pero el umbral de aceptación esperado de esta propuesta creo estará muy lejos de la aceptación en todas las series, quizás con excepción de los PAR.

Valor Presente de la Oferta

- Como está planteado, parece muy lejos de ser aceptado por las mayorías necesarias (única oferta a considerar es los PAR). Los Discount tuvieron quizás el peor tratamiento (considerando que cotizaban con premio y sus umbrales altos en las CACs).
- Precios de salida de los nuevos títulos se ubicarían entre 30USD - 40USD dependiendo exit yield (entre el 12% y 10%).
- Rumores dicen que el Ministro tiene una exit yield en su cabeza mucho más baja post canje (7%?) con lo cual desde esta óptica la propuesta es más aceptable (60 USD). El mercado asigna todavía un riesgo más alto a la Argentina post canje, a pesar de la menor carga de deuda. Natural.

Tasa	BONO 2030	BONO 2036	BONO 2039	BONO 2043	BONO 2047
8%	48,55	47,85	53,84	53,13	48,70
10%	41,60	38,21	42,89	41,97	38,71
12%	35,84	30,95	35,31	33,33	30,95
14%	31,01	25,00	28,64	27,02	24,98

PARIDADES ACTUALES	BONO 2030	BONO 2036	BONO 2039	BONO 2043	BONO 2047
AA21	29%	29%			29%
A2E2	30%	30%			30%
A2E3	31%	31%			31%
AA26	28%	28%			28%
A2E7	28%	28%			28%
A2E8	28%	28%			28%
AL28	29%	29%			29%
AL36	28%	28%			28%
DICY			39%	39%	39%
DIY0			37%	37%	37%
PARY				32%	32%
PARIDAD PROM	29%	29%	38%	36%	31%

La Deuda: Dimensionar el Canje

- La deuda pública bruta ronda aproximadamente el 75% del PBI. Sin embargo, la deuda neta (restando intrasector público) se aproxima a los USD 190.000, al menos el 50% del PBI.
- De la deuda neta, aproximadamente USD 30.000 millones corresponden a deuda en moneda domestica y cerca de USD 75.000 millones a deuda contra organismos internacionales. Con cual, la deuda neta contra el sector privado en dólares ronda los USD 85.000 millones, menos del 25% del PBI.
- Esta deuda neta contra privados esta repartida entre letes y bonos ley argentina y, la mayor parte, bonos ley extranjera.
- Este canje sobre la legislación extranjera es por un total de USD 66.000 millones. El canje actual equivale al 16% del PBI. En lo que resta del año hay que pagar USD 3.500 millones de intereses por bonos ley extranjera.
- Increíble pero real. Al borde de otro default en tribunales internacionales por 16% del PBI y con reservas sobradas para pagar intereses todo este año, si es que se dilata un potencial acuerdo.
- Gigantes costos reputaciones.

31-12-19				
Deuda Pública Nacional Bruta	En mill de USS (b)	% Total	% PIB ⁽⁶⁾ -IC fin del periodo ⁽⁵⁾ -	% PIB ⁽⁶⁾ -IC promedio anual ⁽⁵⁾ -
Agencias del Sector Público	129.078	40,0%	35,7%	28,8%
Sector Privado	120.588	37,3%	33,4%	26,9%
De la cual Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración ⁽²⁾	2.435	0,8%	0,7%	0,5%
Multilaterales y Bilaterales	73.399	22,7%	20,3%	16,4%
Total Deuda Pública Bruta	323.065	100%	89,4%	72,0%

Conclusiones

- El 22 abril el Gobierno no cumplió con el pago de intereses de bonos legislación Nueva York. Entraría en un incumplimiento formal pasados los 30 días de gracia. Se abren dos caminos luego de la oferta de ayer.
- El primero es que esta oferta sea el puntapié inicial de la negociación. Creo que sería el paso normal, el deudor lanza una oferta austera para luego ir subiendo el atractivo de la misma en el proceso de negociación con los acreedores.
- El segundo camino es que el Gobierno decida continuar firme con esta oferta, sin importar los umbrales de aceptación.
- Esperemos que sea la primera alternativa mencionada, que se abran las negociaciones, sin dudas la menos dolorosa para ambas partes. 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.
- Un tercer jugador no menor es el FMI, tanto en el esquema futuro de amortización de la deuda y el potencial desembolso de nuevos fondos como en su rol en la reestructuración privada.
- La cuarta pieza es el rollover de la deuda en pesos. En las ultimas dos semanas el Gobierno avanzó en la dirección correcta, con claras señales. Los bonos en pesos subieron fuerte. Falta todavía, pero corrigió bien la dirección.

¿Posible Mejora?.

- La carga de intereses netos pagados por Argentina en 2019 fue del 3,5% del PBI, por debajo del promedio regional. Sin embargo, cerca del 75% de esa carga es en moneda extranjera, al revés que el promedio regional. Esta es la debilidad del perfil de deuda.
- La propuesta quiere resolver esto. Suponiendo iguales condiciones para ley local en el futuro, implicaría una reducción de los intereses totales a sólo un 1% del PBI durante el periodo de gracia para luego crecer muy lentamente (intereses en pesos y contra organismos multilaterales). Como esta planteado el canje, durante el periodo 2023-2027 la carga seguiría por debajo del 2%, casi sin vencimientos de capital en dólares.
- El esquema planteado es correcto, dado que prioriza el aire. Pero los cupones de la oferta serán inaceptables por la inmensa mayoría de los tenedores. Se puede mejorar. Hay espacio para pagar más intereses los primeros años, con alguna capitalización de los intereses en el periodo de gracia y con un leve incremento de los cupones lejanos iríamos a valores de recupero mucho más aceptables (40% a 68% dependiendo la exit yield).
- ¿El esquema descrito sería soportable para la Argentina como deudora? No sólo sería soportable, sino que sería un gol de media cancha para los próximos 4 años de Gobierno, dando un buen aire financiero. Esperemos que prime la racionalidad para dejar la deuda a un lado y enfocarnos en otros problemas de la macro.

