

## **REESTRUCTURACIÓN: LAS CARTAS SOBRE LA MESA** 20 DE ABRIL DE 2020

**El Gobierno finalmente presentó la propuesta formal a los bonistas. Se terminó la etapa de especulaciones. Ya están las características de los nuevos bonos, ahora cada inversor puede valorar la oferta y analizar si le conviene ingresar o no. El plazo para decidir es de 20 días. Empieza una etapa que se puede asimilar a una partida de truco donde ya se han jugado las primeras cartas, pero todavía no está nada definido.**

**El Gobierno presenta su oferta como inamovible, pero del otro lado se plantea un rechazo inicial alto a la espera de una mejora en las condiciones. En ese marco, creemos importante resumir las principales características de la oferta, para entender sus implicancias y poder comprender los incentivos que puede tener cada parte para ceder o presionar a un acuerdo diferente.**

### **Características de la Oferta**

---

La propuesta presentada buscó liberar los primeros 3 años de vencimientos de capital y de intereses. Como contrapartida de eso, debió conceder una muy baja quita de capital.

De tal manera, la propuesta tiene una “*duration*” de 10,6 años y una quita de capital promedio del 5,4%. El principal ahorro para el Tesoro se da en el cupón que devenga, ya que en lugar del 7% que pagan actualmente esos bonos, ofrece pagar un promedio del 2,33%. Se estructuró en 5 tipos de bonos para cada moneda (dólar – euro) con vencimientos en 2030, 2036, 2039, 2043 y 2047.

### CARACTERÍSTICAS DE LOS NUEVOS BONOS

Bono	Cupón Anual Promedio	Duration (TD 10%)	Amortización		Quita de Capital
			Pagos	Desde	
<b>Global 2030</b>	0,8%	7,8	5	2026	12,0%
<b>Global 2036</b>	2,7%	11,4	6	2031	5,0%
<b>Global 2039</b>	3,4%	11,1	11	2029	0,0%
<b>Global 2043</b>	3,8%	11,9	14	2030	0,0%
<b>Global 2047</b>	3,9%	12,01	20	2028	5,0%

Se estableció un orden de prioridades para acceder a los bonos más cortos. De esta manera, los que tienen bonos que vencían en los próximos años tendrán prioridad para suscribir el bono que vence en 2030 y en 2036. Los bonos más largos podrán acceder al saldo que quede de los anteriores bonos y el resto deberán tomarlo del bono más largo.

Los bonos de 2039 y 2043 no tienen quita de capital porque están reservados para los tenedores de los instrumentos de las reestructuraciones de 2005 y 2010 (Discount y Par).

### Valuando la Oferta

La propuesta de reestructuración puede ser mirada desde dos ópticas diferentes: las de los acreedores y la del Tesoro Nacional. El valor de un bono se define como el valor presente del flujo de fondos proyectado para ese activo. Pero para eso es necesario aplicar una tasa de descuento, y es ahí donde aparecen las principales diferencias de valuación entre el Tesoro y los acreedores. Para el Tesoro, la tasa de

descuento a aplicar tiene que ser baja, porque una vez reestructurada la deuda, el perfil de vencimientos que queda, debería ser cumplible y por lo tanto no debería existir incertidumbre sobre la capacidad de pago.

Por su parte los acreedores plantean que, dados los antecedentes de incumplimiento de Argentina y el contexto internacional de crisis sanitaria (y su impacto económico), no pueden aplicar tasas de descuento bajas.

#### VALOR PRESENTE DE LOS NUEVOS BONOS

Bono	Monto a Emitir	Tasa de Descuento					Valor Promedio Pre Oferta
		8%	9%	10%	11%	12%	
<b>Global 2030</b>	11.400	48,2	44,6	41,2	38,2	35,3	34,6
<b>Global 2036</b>	17.660	47,4	42,2	37,6	33,6	30,0	31,6
<b>Global 2039</b>	1.855	53,2	47,5	42,4	38,0	34,1	31,5
<b>Global 2043</b>	2.276	52,5	46,4	41,1	36,5	32,5	30,0
<b>Global 2047</b>	5.683	48,5	42,8	37,9	33,6	29,9	30,0
<b>PROMEDIO</b>	<b>38.874</b>	<b>48,4</b>	<b>43,5</b>	<b>39,1</b>	<b>35,3</b>	<b>31,9</b>	<b>32,2</b>

En el cuadro anterior queda claro que la diferencia de valor presente es muy grande dependiendo de la tasa de descuento que se aplique. Con 9% de tasa, el valor de los nuevos bonos es de USD 43,5 por cada USD 100 que se emitan. Pero ese valor cae a USD 35,3 si se descuenta al 11%.

Para el Tesoro, se trata de una propuesta que tendría que ser atractiva para los acreedores, porque considera que se debe valorar al 8%, y que por lo tanto implica una fuerte mejoría con respecto a los valores de mercado del viernes.

En cambio, los acreedores entienden que la oferta debe valorarse a tasas mayores y que por lo tanto asumirían una pérdida adicional.

Un ejercicio teórico muestra que la tasa de descuento a la cual se emparejan los precios pre-oferta y el valor presente de los nuevos bonos se ubica entre 10,5% y 11%.

La pregunta que surge es si es factible una tasa de descuento menor al 10% para los activos argentinos post reestructuración.

Para responder a esta pregunta hay que evaluar cómo queda la capacidad de pago de Argentina post reestructuración.

### Analizando el Horizonte Fiscal

La propuesta presentada priorizó liberar el flujo de caja de los primeros años en lugar de bajar el ratio de endeudamiento con relación al PBI. Por eso, el desendeudamiento recién se produce cuando empiezan a pagarse la amortización de los bonos.

#### ¿CÓMO QUEDA EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO?

En % PBI	2019	2020	2025	2030	2035	2040	2045
<b>DEUDA TOTAL</b>	<b>78%</b>	<b>77%</b>	<b>71%</b>	<b>58%</b>	<b>50%</b>	<b>47%</b>	<b>47%</b>
<b>Mercado</b>	<b>28%</b>	<b>28%</b>	<b>26%</b>	<b>20%</b>	<b>13%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>
Ley Extranjera	15,2%	14,8%	13,8%	8,9%	2,8%	0,5%	0,1%
Ley Nacional	3,9%	3,8%	3,5%	2,3%	0,7%	0,1%	0,0%
Deuda en Pesos	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
<b>Organismos Int.</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>	<b>13%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>
<b>Intra Sector Público</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>

Para poder analizar el escenario futuro hemos hecho un ejercicio teórico en donde se replican las condiciones de la oferta actual para el tramo de la Ley local y se asume un acuerdo con el FMI a 10 años con 3 de

gracia. En ese marco, la deuda bruta recién baja de 50% en 2035, pero para ese entonces, los pasivos bajo condiciones de mercado serían de apenas el 13% del PBI, el resto sería intra sector público o con organismos internacionales.

Estas cifras demuestran que la urgencia no pasaba por achicar el stock de deuda.

Diferente es la conclusión cuando se analiza el flujo de caja. El escenario planteado por el Tesoro es muy conservador en términos de crecimiento económico y de esfuerzo fiscal. Eso implica que, cuando se debe hacer frente a los servicios de la deuda, puede quedarse corto. En especial si se debe cancelar la deuda con el FMI.

En un contexto normal, los vencimientos deberían cubrirse con emisiones de deuda, pero los ejercicios de stress deben plantearse sin poder recurrir a los mercados.

La capacidad fiscal dependerá del acuerdo con el FMI que, si debe ir pagándose en cuotas anuales, puede implicar una necesidad de recurrir al mercado de hasta 2% del PBI por año. Eso implica hoy USD 8.500 millones.

NECESIDADES FINANCIERAS FUTURAS DEL TESORO

En % PBI	2020	2025	2030	2035	2040	2045
<b>Resultado Primario</b>	<b>-4,0%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>
Pago de Intereses	0,4%	0,6%	0,9%	0,5%	0,4%	0,4%
Deuda en USD LNY	0,0%	0,2%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%
Deuda en USD LARG	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Organismos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Deuda en Pesos	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
<b>Resultado Financiero</b>	<b>-4,4%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,6%</b>
Amortizaciones Bonos		0,0%	1,0%	1,4%	0,5%	0,1%
Cancelación FMI		0,5%	1,3%			
<b>Necesidad de Financiamiento</b>	<b>4,4%</b>	<b>0,5%</b>	<b>2,2%</b>	<b>0,9%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-0,5%</b>

Este análisis indica que, sin que se resuelva el escenario para el resto de los pasivos (tramo local, Organismos Internacionales y Deuda en Pesos), no es lógico esperar que se valúe la oferta a una tasa de descuento baja. Esa mejoría recién se podría lograr cuando se concluya el resto de la reestructuración y eventualmente sería una oportunidad de ganancia para quienes ingresen en el canje.

### ¿Hay margen para mejorar la propuesta?

---

Por la manera en que se estructuró la oferta, no parecen que estén dadas las condiciones para que los principales acreedores acepten. Los puntos de conflicto son:

- Bajo valor presente a la tasa de descuento del mercado.
- Flujo cero de pagos en los primeros 3 años.
- Sin incentivos para el esfuerzo fiscal para el actual gobierno.
- Bajo grado de negociación previo a la presentación. No habría existido un consenso previo.

Con estos puntos sobre la mesa, parece altamente probable que los acreedores rechacen esta oferta. Eso lleva a analizar las posibilidades que tiene Argentina de mejorar la propuesta, considerando que para ello deben evaluarse los límites económicos y políticos.

De las alternativas posibles, creemos que hay dos que tienen mayores posibilidades de ser ofrecidas, dado que económica y políticamente resultarían más aceptables:

- **Pago de Intereses Devengados:** La propuesta no aclara qué tratamiento se le dará a los intereses que se fueron devengando hasta el momento del canje. El monto se estima en casi USD 2.100 millones. Una posibilidad es que se paguen en efectivo a quienes acepten el canje. El pago se puede hacer con las reservas que se

habían asignado al pago de los vencimientos de deuda de este año. Todavía quedaban por pagar USD 3.400 millones de capital e intereses en lo que queda del año. Eso sería suficiente para hacer frente al pago, sin impacto económico. Las reservas de Libre Disponibilidad son en la actualidad de orden de USD 12.500 millones / USD 13.000 millones y el BCRA ha seguido comprando. Eso hace más factible el pago desde el punto de vista político.

- o **Capitalización de Intereses:** Siempre con el objetivo de mejorar la principal debilidad de la oferta, que es el no devengamiento de intereses durante los 3 primeros años, y sabiendo que no hay margen fiscal para hacer frente al pago, se puede optar por ofrecer una capitalización de intereses durante los 3 primeros años. Esa propuesta implicaría una mejoría con respecto a la posibilidad de ir a juicio y soportar igual esos tres años con el devengamiento actual.

Otras opciones que puedan implicar un devengamiento de tasas mayores de interés o menor recorte de capital lo vemos de menor probabilidad por el efecto que tendría sobre las cuentas fiscales.

Estas alternativas podrían implicar una mejoría en el valor presente de las propuestas de entre USD 2 y USD 6/7 dependiendo del nivel del cupón que se capitalice. Por lo tanto, pueden ser suficientes para generar el grado de adhesión necesario.

Con estas premisas, desde el punto de vista económico parece muy probable que la propuesta presentada no logre la adhesión necesaria, pero Argentina cuenta con un par de opciones que pueden servir para mejorar la valuación de los bonos y así lograr el canje y evitar el default.

El interrogante que queda pendiente es la voluntad política de hacer el esfuerzo por acordar. Por ahora la premisa principal manifestada por el Gobierno es querer evitar un default, porque sabe del costo que eso implica tanto para el sector público como para el privado, pero en un contexto de crisis sanitaria y económica, no podrá ceder demasiado para lograr el acuerdo.