

Informe Especial: Renegociación de Deuda

Hay espacio para mejorar la oferta

Mientras la oferta es consistente con un **escenario de sostenibilidad de la deuda con alta probabilidad**, también es **compatible con una baja probabilidad de aceptación**. De hecho, los acreedores ya rechazaron la oferta debido a que consideran que Argentina puede presentar una propuesta superadora, decisión que abre la puerta al inicio de un proceso de negociación.

Oferta de Canje

La oferta de canje contempla la emisión de nuevos bonos con vencimientos a partir de 2030, tres años de gracia, un cupón promedio de 2,33% y quitas de capital acotadas (en el rango 0-12%).

En la visión de nuestro research, **la propuesta se encuentra bien orientada y cumple con los requisitos necesarios para recuperar la sostenibilidad**. Argentina necesita una **reestructuración que cumpliera tres condiciones**:

1. Debía enfocarse principalmente en la carga de intereses apuntando a una reducción del cupón promedio cercana al 50%.
2. Debía concentrar los vencimientos de capital más allá de 2030.
3. No requería quitas de capital mayores al 10% ya que el nivel de deuda no era alto con respecto a los estándares internacionales.

Los bonos elegibles para el canje serán todos los emitidos bajo legislación extranjera con excepción de los denominados en yenes, lo que implica un total de USD 66.238mn. Respecto del tratamiento de estos bonos elegibles, las autoridades crearon **5 categorías** para diferenciarlos según las canastas de nuevos títulos a los que pueden acceder:

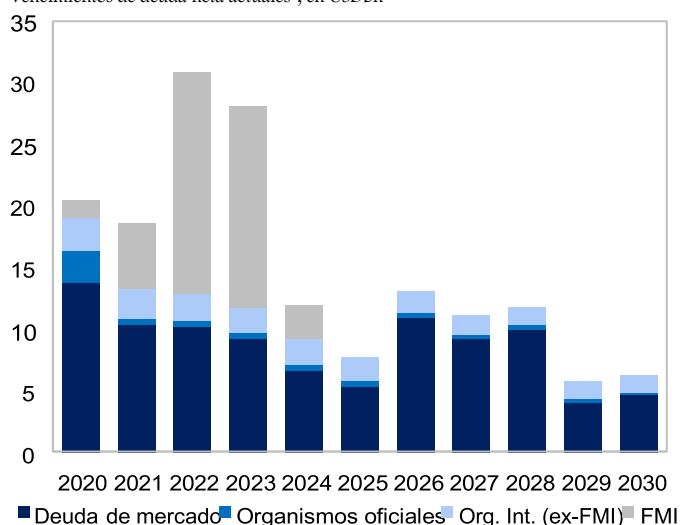
1. Los Discount podrán integrar los bonos 2039 y 2043 sin quitas de capital o el bono 2047 con una quita de capital de 5%.
2. Los Par podrán elegir el bono 2043 sin quitas de capital o el 2047 con una quita de capital de 5%
3. Los Globales 2021 a 2023 podrán integrar el bono 2030 con una quita de capital de 12% o los bonos 2036 y 2047 con quitas del 5%. Tienen prioridad en la elección por sobre el resto de los Globales.
4. Los Globales 2026 a 2036 tienen la opción de integrar el bono 2030 con una quita de capital de 12% o los bonos 2036 y 2047 con quitas del 5%. Tienen prioridad sobre los Globales 2046 a 2117.
5. Los Globales 2046 a 2117 podrán elegir entre los bonos 2036 y 2047 con quitas de capital de 5%.

Perfil de vencimientos

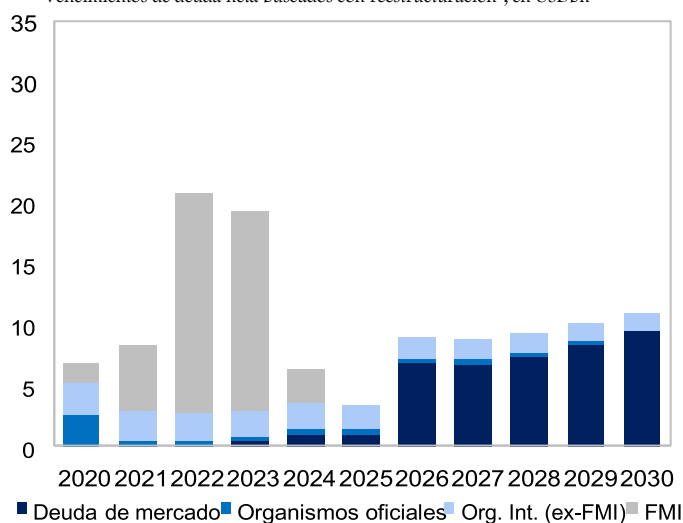
En este escenario, los vencimientos de deuda neta de mercado en 2020-25 caerían desde unos USD55bn hasta USD2,5bn. A su vez, en 2026-30 los vencimientos se mantendrían prácticamente inalterados, aumentando desde USD38,6bn a USD38,7bn. Este resultado muestra que el gobierno busca despejar el perfil de vencimientos de deuda de mercado hasta 2026. Aun así, sigue siendo clara la necesidad de renegociar las condiciones del crédito con el FMI.

Perfil de vencimientos actual y posible resultado luego de la reestructuración

Vencimientos de deuda neta actuales*, en USDbn



Vencimientos de deuda neta buscados con reestructuración*, en USDbn



*Asumiendo que los tenedores actuales ingresan al canje seleccionando las opciones más atractivas a una exit yield de 12%. Esto implica que los tenedores de Globales 2021-23 eligen el nuevo bono a 2030, los tenedores de Globales 2026-36 completan el cupo del bono 2030 y luego eligen el bono a 2036, los tenedores de Globales 2046-2117 completan el cupo del bono 2036 y luego eligen el bono a 2047, los tenedores de Discount eligen el bono a 2039 y los tenedores de Par van al bono 2043. Respecto de la deuda bajo legislación local, se asume un tratamiento similar a los bonos externos respetando las opciones según tramos de la curva. Asumimos que el FMI avala una extensión de plazos para la devolución de su crédito, pero comienza a cobrar antes que los bonistas (la primera amortización de la nueva deuda llegaría en 2026).

Informe Especial: Renegociación de Deuda

La propuesta de las autoridades busca evitar un default pero al mismo tiempo intenta encontrar una oferta compatible con la restauración de la sostenibilidad. No obstante, tanto el contexto internacional como algunas características de los nuevos instrumentos elevan sustancialmente el riesgo de holdouts. Por un lado, el alto interés que devengan los bonos actuales aumenta rápidamente el monto que pueden reclamar los inversores por la vía legal, mientras las bajas tasas de interés internacionales reducen el costo de oportunidad. Por otra parte, los nuevos bonos no tienen cupones en los primeros años y los pagos a partir de 2023 son muy reducidos, lo que también reduce el costo de oportunidad para los inversores que no ingresan al canje.

Aunque la oferta no distó demasiado de nuestras expectativas, no deja de ser una **propuesta muy agresiva y difícil de digerir** para los acreedores, que ya la rechazaron. Según reporta Reuters, el Argentina Creditor Committee (ACC), comité compuesto por tenedores de bonos, expresó su **rechazo a la “oferta unilateral” del gobierno, pero reiteró su disposición a otorgar un alivio de deuda a Argentina**. Reclamaron que no hubo “discusiones significativas” antes de lanzar la oferta, pero remarcaron que consideran que “una solución a la crisis de deuda de Argentina se mantiene al alcance” de las partes.

Por declaraciones y actitudes que se vienen observando a lo largo de estos últimos días, vemos que el gobierno tiene escaso margen para mejorar la propuesta basados en los principios de sustentabilidad de Guzmán, sin embargo, sensibilizamos algunas variables de forma tal de llegar una mejora promedio de USD 5, que, si bien parecería exigua, podría resultar factible en el caso en que el gobierno opte por intentar alcanzar una solución amigable al tema de la reestructuración.

De esta forma, planteamos distintos escenarios en donde vemos una posible mejora en la oferta presentada por el gobierno y luego uno unificador. En el **primer escenario**, se pagarían cupones de 0,5% anual en el período de gracia original; en el **segundo** se respeta el período de gracia, pero los cupones aumentan +0,5%; en el **tercero** la quita de face value se reduce a la mitad; y en el **último** se dan las 3 condiciones de forma unificada. En el siguiente cuadro mostramos los resultados en forma de spread respecto al NPV original.

Nuevos Bonos	Exit Yield				
	10%	11%	12%	13%	14%
Escenario	<i>Se reduce la quita a la mitad</i>				
2030	2,87	2,67	2,48	2,30	2,15
2036	2,04	1,93	1,84	1,76	1,68
2047	2,56	2,44	2,35	2,26	2,19
2039	-	-	-	-	-
2043	-	-	-	-	-
Escenario	<i>Pagando cupones del 0,5% durante periodo de gracia original</i>				
2030	0,80	0,79	0,79	0,78	0,77
2036	1,87	1,86	1,85	1,84	1,83
2047	2,37	2,36	2,35	2,34	2,33
2039	1,16	1,14	1,13	1,11	1,10
2043	1,15	1,14	1,12	1,10	1,09
Escenario	<i>0,5% + respetando el periodo de gracia original</i>				
2030	1,69	1,61	1,54	1,47	1,40
2036	3,71	3,54	3,38	3,24	3,11
2047	4,49	4,27	4,08	3,90	3,74
2039	3,16	2,97	2,79	2,63	2,49
2043	3,40	3,18	2,98	2,79	2,62

Nuevos Bonos	Exit Yield				
	10%	11%	12%	13%	14%
Escenario	<i>Sumando los 3 escenarios anteriores</i>				
2030	5,54	5,24	4,96	4,70	4,46
2036	5,71	5,42	5,15	4,91	4,70
2047	6,51	6,17	5,86	5,59	5,34
2039	4,04	3,85	3,66	3,49	3,34
2043	4,29	4,06	3,84	3,65	3,47

Más allá de que los bonos cortos son más sensibles a cambios en el capital, claramente una mejora en la oferta va de la mano de una mejora en los cupones. El peso específico de intereses y capital en el NPV de estos nuevos bonos van a contramano de lo usual, ya que el de intereses es considerablemente bajo, por lo que consideramos que debería ser la variable a mejorar.

La posición de los bonistas al día de hoy podría significar una mejora de 10 USD, pero creemos que el gobierno tendría margen para mejorar la propuesta en no más de USD 5, por lo que aún resta un “gap” por cerrar. A pesar de esto, la posición del gobierno al día de hoy parecería ser bastante firme, por lo mencionado anteriormente.

Este informe fue confeccionado para Bolsa de Comercio del Chaco sólo con propósitos informativos y su intención no es la de recomendar la compra o venta de algún título o bien. Contiene información disponible en el mercado y dichas fuentes se presumen confiables. Sin embargo, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones reflejan el juicio actual del autor a la fecha del informe, y su contenido puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La información contenida en este informe no puede considerarse como recomendación. Por lo tanto, no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Se encuentra prohibido reenviar este mail con sus contenidos y/o adjuntos dado que es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Por lo tanto, no podrá ser reproducido ni total ni parcialmente sin previa autorización de Bolsa de Comercio del Chaco.