

Informe especial - Nueva propuesta para la Deuda (07/07/20)

Conclusiones y opinión

El gobierno **"rompió el chanchito" al oficializar una nueva propuesta** que supera los US\$ 49,9 y se aproxima a la demanda planteada por los bonistas más duros. El mayor pago dispuesto para los Discos parece ser un cambio de estrategia y podría romper la dinámica de acción del duro grupo Ad Hoc + Exchange.

Creemos que es un **paso positivo dado por el gobierno, que, si bien no asegura el éxito de la operación, aumenta las probabilidades del mismo**. Las **negociaciones deberán continuar**, siendo el principal foco de conflicto los bonos emitidos durante el gobierno de Macri. La propuesta para los bonos del canje anterior **se encuentra tan cerca de lo demandado** por los principales tenedores del mismo que sería ridículo que no se logre un acuerdo con ellos.

Bonos	Ad Hoc +	Gobierno	
	Exchange	Anterior	Actual
2030	63,49	52,38	54,97
2035	60,13	51,42	53,72
2046	60,02	50,58	52,70
2038	66,06	56,05	60,75
2041	53,07	50,24	52,55
PROMEDIO	60,55	52,13	54,94

Nueva propuesta

La fecha de suscripción de esta oferta será desde este lunes hasta el próximos 4 de agosto.

Respecto de [la oferta de junio](#), se introdujeron varios cambios, que los detallamos a continuación:

1- aumentar la contraprestación a ser recibida por el canje de Bonos Elegibles mediante ciertas reducciones de capital, aumentos de cupones y vencimientos más cortos sobre los Nuevos Bonos que se ofrecen (tal como se define a continuación) y a través de un bono denominado en dólares estadounidenses con vencimiento en 2030 (los "Bonos 1,00% 2030 en USD") o un bono denominado en euros con vencimiento en 2030 (los "Bonos 0,500% 2030 en USD") que se entregará como contraprestación por cualquier interés devengado e impago desde e incluyendo la última fecha en que se abonaron los intereses en virtud de los Bonos Elegibles hasta el 22 de abril de 2020 exclusive.

2- permitirles a los tenedores de los Bonos Elegibles denominados en Euros o denominados en Francos Suizos elegir los Nuevos Bonos denominados en USD, sujeto a los procedimientos de prioridad de aceptación y los límites de los bonos.

3- incluir la entrega de los Bonos 1,00% 2030 en USD o los Bonos 0,500% 2030 en Euros por un monto total de capital determinado en referencia al interés devengado e impago sobre los Bonos Elegibles canjeados desde el 22 de abril de 2020 inclusive hasta el 4 de septiembre de 2020 exclusive, que se entregarán como contraprestación por consentimiento para los tenedores que presenten y no revoquen (o que presentaron y no revocaron) una Orden de Canje válida y aceptada.

4- ajustar los términos y condiciones de la cláusula de Derechos sobre Ofertas Futuras descrita en la Invitación para ajustar dichos derechos a las modificaciones descriptas en los puntos 1 a 3 de más arriba.

5- permitirles a los tenedores de Bonos Elegibles emitidos en virtud del Contrato de 2005 canjear dichos Bonos Elegibles por Nuevos Bonos a ser emitidos en virtud del Contrato de 2005.

6- incluir umbrales de participación mínima como condición para la consumación de la Invitación, cuya condición la República no puede dejar sin efecto.

La oferta va en línea con lo que se venía pregonando. Sigue conservando la línea de trabajo de Guzmán. **Se trata de bonos con cupones "step up" que culminan en niveles reducidos.** Argentina parece querer apurarse en pagar el capital para no "tirar" muchos recursos en el pago de intereses.

Por otro lado, los "Macri bonds" siguen teniendo un trato menos grato que los bonos del canje de deuda anterior (Discos y Pares). Para los Pares, ya veníamos diciendo que ambas propuestas (gobierno vs Ad Hoc+Exchange) estaban muy cerca. Debería ser casi un asunto cerrado. Pero ahora los Discounts también se acercaron mucho. Y esa es la gran novedad, ya que **el gobierno parece estar decidido a no entrar en "problemas" con los bonos del indenture 2005. Su potencia legal y judicial es mayor que la de los "bonos M"**. Y ello quedó reflejado en la última presentación del gobierno.

El gobierno parece querer manejar los tiempos en varios sentidos. Primero, dar el tiempo necesario para que la propuesta no sea considerada como "hostil", pero que parezca ser la última. Segundo, dejar correr más meses para elevar la misma con el pago de los PDI (intereses corridos). Tercero, no desperdiciar una buena noticia en un contexto económico malo, es decir asegurarse que un potencial éxito de esta transacción se dé en un contexto económico de recuperación post colapso por la crisis de Covid19.

Informe especial - Nueva propuesta para la Deuda

Potencial adhesión

Conceptualmente **se mantienen las diferencias entre los grupos de bonistas más duros y el gobierno**. La nueva propuesta no viene a resolver este punto. Pero, el pragmatismo del gobierno observado en relación al tratamiento a Pares y Discos es una movida muy certera que podría ser un cambio de juego. Traer a los bonistas más duros y acercarlos a un "deal" intenta ser un quiebre al duro bloqueo dispuesto por el grupo Ad Hoc + Exchange. **La propuesta para los "M bonds" sigue siendo exigua y difícilmente genere mucho entusiasmo**. Pero queda claro que **se busca un efecto cascada que termine "arrastrándolos" a un acuerdo**.

Creemos que **no estamos frente a una propuesta que asegure una adhesión masiva, pero sí que eleva las chances de la misma**. Los bonos Pares y Discos suman un 37% del total a canjear, y ahora estarían mas cerca de sentarse en la mesa. Seguramente los "bonistas M" van a querer retomar las negociaciones, buscando mayores concesiones que los deje "conceptualmente" más cerca de sus demandas. En definitiva, consideramos que el gobierno dio un paso positivo para salir de la encerrona actual e intentar avanzar en un acuerdo que active las CACs de la mayoría de los bonos.

Ley local

El gobierno manifestó su decisión de aplicar el mismo tratamiento a los bonos ley internacional que a los ley local. Esto se plasmaría en una Ley que debería ser sancionada por el Congreso. De esta manera, los bonos ley local se verían claramente favorecidos y deberían seguir por el camino de la recuperación de precios. Incluso en un supuesto canje global parcial, creemos que hay margen de apreciación.

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 Bosa de Comercio del Chaco.