

La urgencia de la deuda

Varias alternativas y sus consecuencias macro

Informe Mensual N° 128 20 de enero de 2020

Guido Lorenzo

Director Ejecutivo
g.lorenzo@lcgsa.com.ar

Melisa Sala

Economista jefe
m.sala@lcgsa.com.ar


Julia Segoviano

Economista
j.segoviano@lcgsa.com.ar

Emilia Calicibete

Analista
e.calicibete@lcgsa.com.ar

Costa Rica 4165 - CABA
(+5411) 4862 8992
info@lcgsa.com.ar

www.lcgsa.com.ar
@lcgmedia 

Editorial

El gato de Schrodinger

En el famoso experimento de E. Schrodinger, hay un gato dentro de una caja cerrada. Se encuentra amenazado por un martillo que rompería un recipiente con cianuro liberando el veneno y matando al gato. La probabilidad de que se libere el veneno es del 50%. Por lo tanto, hay un 50% de probabilidad de que el gato esté vivo o que esté muerto.

El problema radica en que hasta que no se abra la caja no lo sabremos. La naturaleza dual de las partículas nos hace pensar que el gato está vivo y muerto al mismo tiempo, un fenómeno de superposición.

De la misma forma, estamos sin información acerca del estado de la negociación de la deuda argentina. **Para el mercado, la deuda parece ser sustentable o no al mismo tiempo. Está entrando en default y estará performing de manera simultánea.** Tomar decisiones en ese contexto es complejo. Hay una superposición que hace que una vez que se 'resuelva' la reestructuración, la duda se despeje.

Es algo que se sabe ex post. De la misma manera que sabríamos si el gato de Schrodinger está vivo abriendo la caja. Pero la caja de la deuda aún está cerrada. El desafío del gobierno es mostrar que

'sobrevivimos' luego de abrir la caja, es decir, que la deuda se volvió sostenible.

Bajo este escenario de incertidumbre es que **proponemos indagar en este informe acerca de las posibilidades que hay para resolver el problema de la deuda, qué variables claves hay que mirar y cuáles son las chances de volver sostenible el sendero de deuda luego de la reestructuración.**

Algunas conclusiones sobre la reestructuración

Los inversores están buscando valor en la deuda argentina y el gobierno parece tener voluntad de pago. Sin embargo, mostrar en forma confiable que la deuda es sostenible requiere de un *haircut* en el valor nominal de los títulos.

Para que una reestructuración sea viable el país deberá ofrecer algo de valor. Si la búsqueda de esto es a través de mantener el principal de los bonos extendiendo el vencimiento y bajando los cupones, el *exit yield* será alto y hará que la propuesta pierda valor. Si, en cambio, una quita de capital muestra que el país logra mejorar su situación de solvencia, el *exit yield* será más bajo y tendrá más posibilidad de ofrecer valor en un canje.

Sucede que en el caso que se extiendan los plazos de pago y se reduzcan la tasa de los cupones de intereses, el ratio de deuda a PBI no se reduce. Si bien este indicador no es una medida perfecta, es el que mira el mercado para saber si un país tiene o no problemas de solvencia.

Incluso en el caso que se decida avanzar con el pago de los intereses con más títulos, canjeando los títulos por unos que funcionen como una *mezzanine* por unos años, eso aliviaría los servicios en el corto plazo, pero aumentaría el ratio de deuda a producto.

Así, la negociación puede ser rápida y despejar los horizontes de pago de los próximos años, pero en ese caso, sin quita de capital la solvencia de esta puede ser puesta en tela de juicio y el país entraría nuevamente en problemas cuando deba refinanciar sus vencimientos. En términos de sustentabilidad no es homogénea la quita de cupones o la quita de principal.

El éxito o no del canje se va a poder medir de acuerdo con el exit yield. Creemos que será un valor por encima del 12% si Argentina no hace quita de capital. Simplemente porque si no mejora su solvencia, el rendimiento de los bonos argentinos se resistirá a bajar en el tiempo, como es esperable después de una reestructuración. **En ese caso, el refinanciamiento será, al menos, costoso y chocaríamos otra vez con problemas de liquidez en el corto plazo.**

Comentarios finales

Argentina debe buscar torcer la trayectoria de la deuda, para ello debe mostrar superávit primario, crecimiento, y poder financiarse a tasas más bajas, lo cual requiere que la reestructuración salga bien en términos de poner al país sobre la senda de la sostenibilidad de la deuda. Lograr esto último desde el nivel de deuda a producto que se encuentra es casi imposible. Menos aún con el magro resultado en términos de crecimiento y con la imposibilidad de conjugar crecimiento con superávit fiscal en el corto plazo.

En cualquiera de los escenarios de reestructuración de la deuda las exigencias en términos de crecimiento y superávit fiscal van a seguir estando. El problema es que será difícil para Argentina transitar los próximos años con ajuste fiscal, ya no pedido por el FMI sino por exigencia del propio mercado para garantizar el *roll over* de los vencimientos.

Aún no hay certezas de cuál será la propuesta, el tiempo corre y no hay señales por parte del Gobierno.

Hay más de US\$ 111.000 millones para reestructurar con el mercado, más de US\$ 40.000 millones con el FMI y pocos avances. Desde luego que Argentina puede ir pagando con reservas, pero el problema de la transferencia de los dólares del comercio a manos del Tesoro es que ensucia y deja vulnerable

el balance del BCRA. Suficiente con la colocación de los US\$ 4.571 millones que se aprobaron en la ley de emergencia.

Persisten las dudas respecto a la posibilidad de terminar la reestructuración antes del 31 de marzo. Resulta un objetivo ambicioso y la ansiedad podría jugar una mala pasada. Los diversos interlocutores con los que debe hablar el país, los diversos intereses de los actores y la falta de agilidad del Ministerio no nos hacen descartar que exista un escenario en donde el país llegue a la cesación de pagos. Si esto ocurriera, las opciones son incurrir en un fuerte ajuste fiscal y/o bien recurrir a la emisión monetaria.

Radiografía de la deuda

Stock de la deuda

- La deuda pública bruta alcanza US\$ 311,2 MM (92% PBI)
- 99% en situación normal

Deuda con privados

- US\$ 119,6 MM, (36% PBI); 39% del total.
- 82% en moneda extranjera; 66% con legislación nacional

Deuda con Organismos Internacionales

- US\$ 72,7 M (21% PBI), 23% del total
- US\$ 43,5 M (13% PBI) exclusivamente con FMI

Deuda intra sector público

- US\$ 116,6 M (34% PBI), 38% del total.
- 25% con vencimiento en 2020 (letras); 28% con vencimiento en 2021-2025

Deuda de corto plazo

- US\$ 21 MM, 7% del total, con vencimiento dentro de un año.

Deuda en moneda extranjera

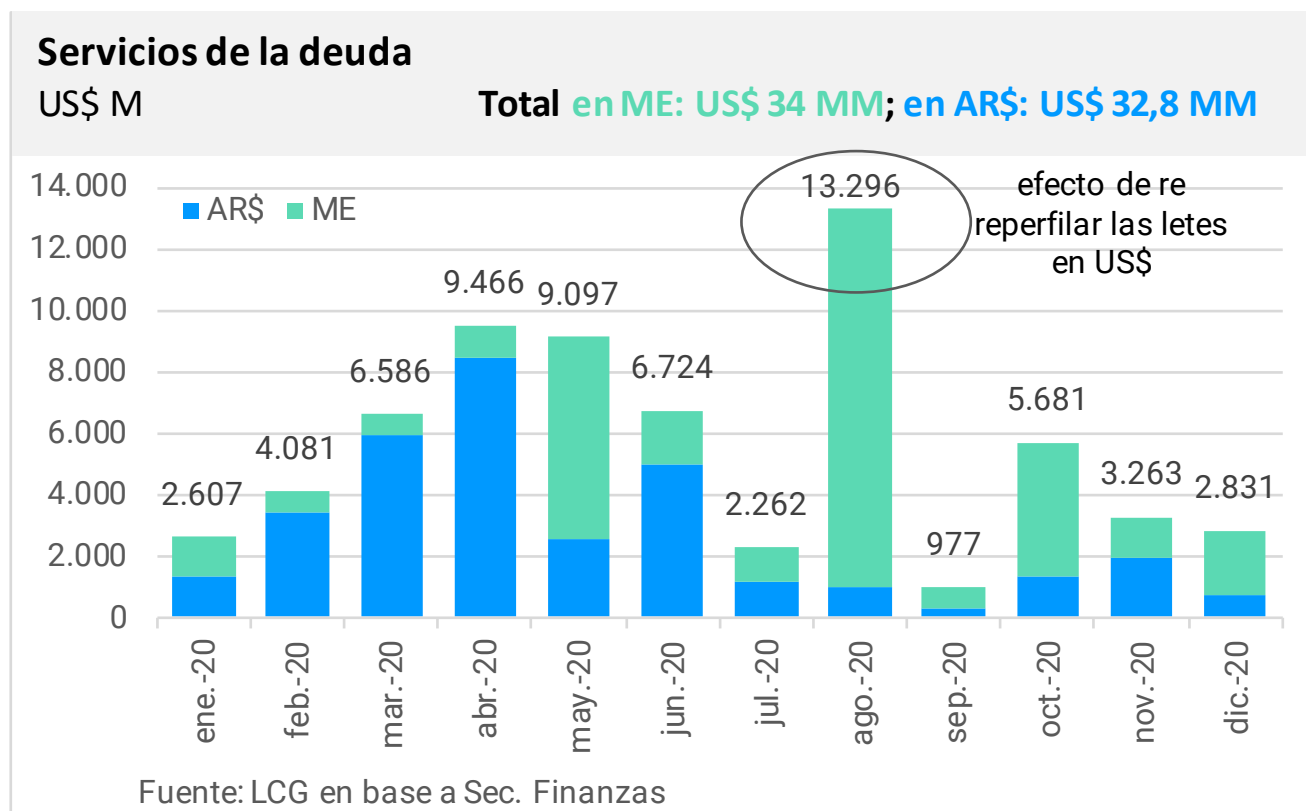
- US\$ 247 MM (80% del total)
- 75% en dólares, 18% en DEG , resto en Euro, Yenes y otras.

Deuda con legislación extranjera

- 45% del total; 34% del total con privados
- 30% del total considerando exclusivamente títulos públicos y letras del Tesoro.

La necesidad de reestructurar: Vencimientos en 2020

- En 2020 deben afrontarse vencimientos por casi US\$ 67 MM (18% PBI)
 - US\$ 34 MM por deuda denominada en moneda extranjera y US\$ 33 MM por deuda en Pesos



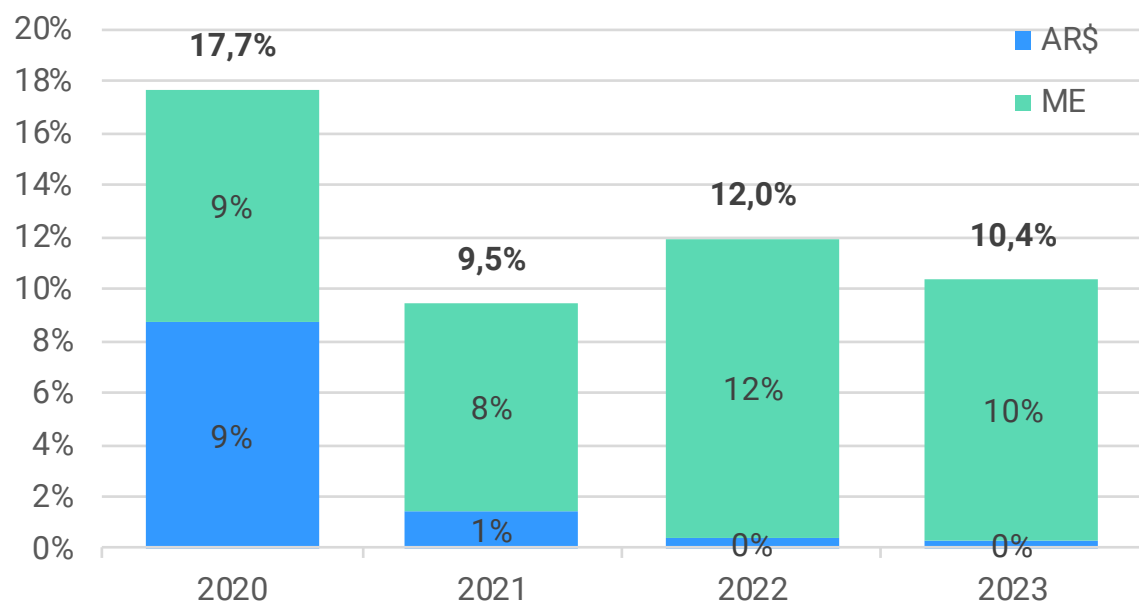
- Los vencimientos en AR\$ podrían financiarse con emisión, aunque la suma luce abultada.
 - Pagos del bimestre febrero-marzo suman aprox. \$ 565 MM, 33% de la base monetaria.
 - Contemplando esto, recientemente se anunció un canje de 5 especies de lecaps por otras (lebads) con plazo al 18/9 o 2/12 que ajustan por badlar +400 pbs y +550 pbs, respectivamente.
- Para los vencimientos en ME se colocó Letra Intransferible al BCRA por US\$ 4.571 M, pero que solo alcanzaría para cubrir los vencimientos hasta marzo/ abril.

La necesidad de reestructurar: la carga de la deuda será pesada en los años siguientes también

- En 2021-2023 deben afrontarse vencimientos por 11% PBI promedio al año.
 - 90% del total en moneda extranjera
 - Las amortizaciones de capital demandarán pagos por el equivalente a 8% PBI cada año entre 2021-23

Servicios de la deuda

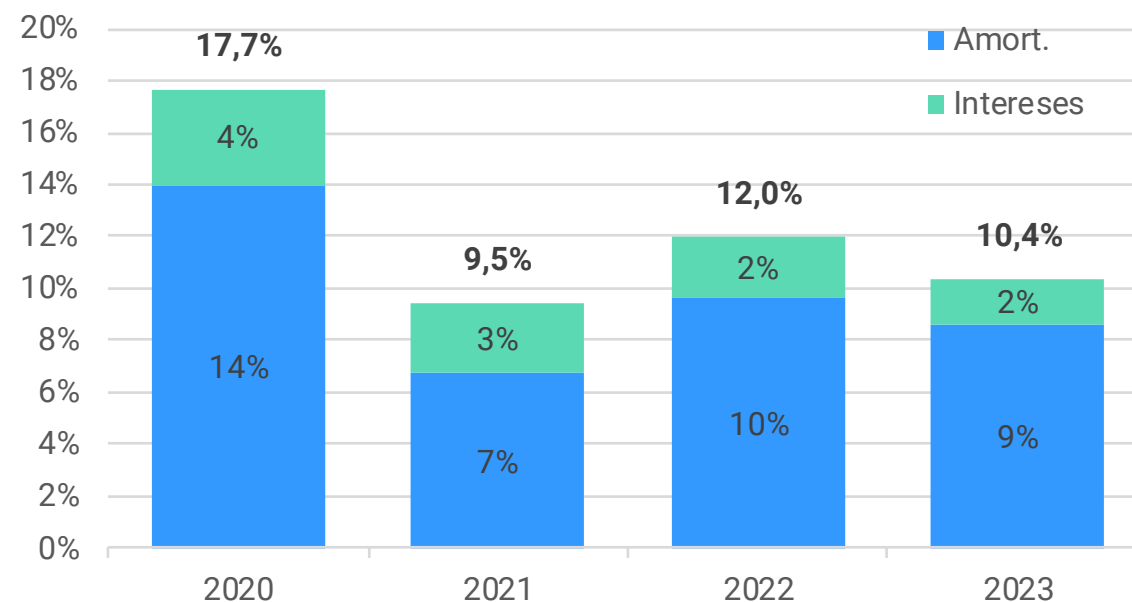
% PBI



Fuente: LCG en base a Sec. Finanzas

Servicios de la deuda

% PBI

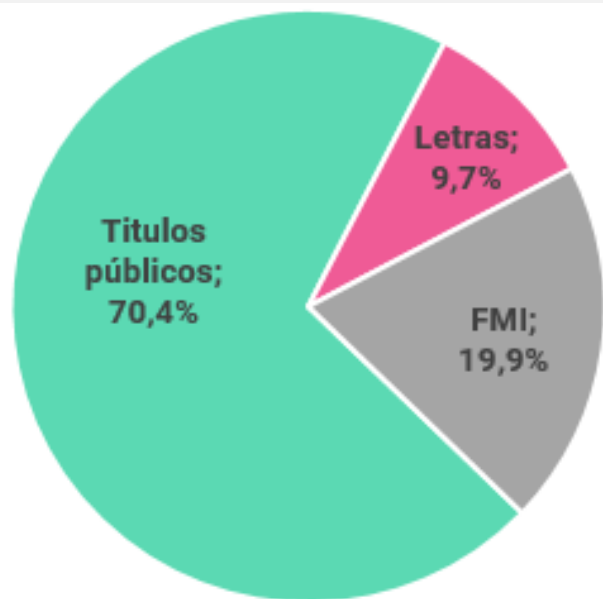


Fuente: LCG en base a Sec. Finanzas

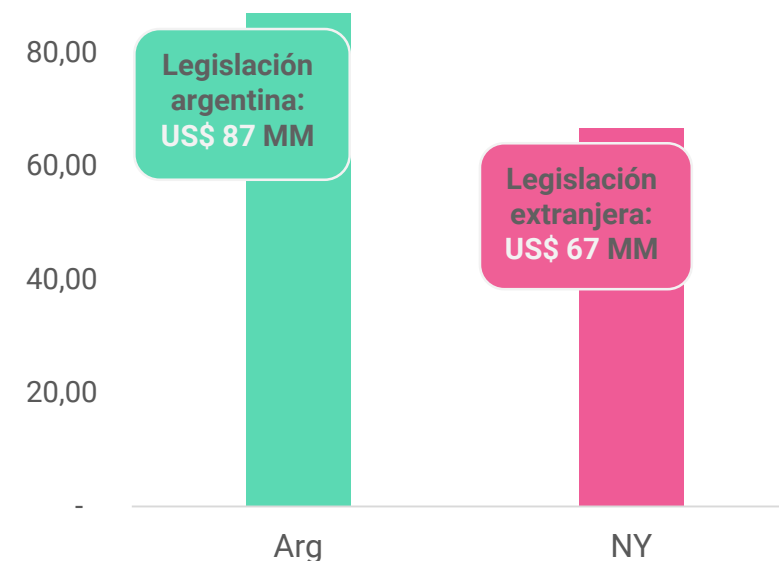
Qué deuda debe reestructurarse: Títulos públicos + FMI

- En total deberá reestructurarse un **stock de US\$ 218,6 MM**.
 - US\$ 175 MM corresponden a títulos públicos y letras de corto plazo, mientras que US\$ 44 MM pertenecen al FMI.
 - El 57% de los títulos públicos tiene legislación nacional, mientras que el 43% tiene emisión con ley extranjera.
 - 70% de los títulos están denominados en moneda extranjera; sólo el 30% fueron emitidos en pesos.

Composición de la deuda a reestructurar
% del total



Stock de títulos deuda según legislación
US\$ MM



Qué implica la legislación extranjera

Efectos de las CACs

Cláusulas de acción colectiva (CACs)



- Se encuentran incluidas en los bonos con legislación extranjera. Otorgan protección al gobierno que encara la reestructuración ya que establecen que si un cierto porcentaje de acreedores acepta la reestructuración negociada, el resto se ve obligado a entrar en el canje establecido, evitando así futuros juicios por parte de tenedores que no están dispuestos a renegociar.

Las CACs de bonos 'viejos' (canje 2005) son más estrictas que las incluidas en las emisiones nuevas

1

Globales reestructuración 2005 (PARY/DICY): debe aceptar el 75% de una serie. Si son varias series, el 85% de la serie agregada con un mínimo del 2/3 de cada una tomada individualmente.

2

Globales New: si es una serie debe aceptar el 75% de acreedores. Si son varias series deben aceptar 2/3 de la serie agregada con un mínimo del 50% de cada serie tomada individualmente.

Bonos de legislación local



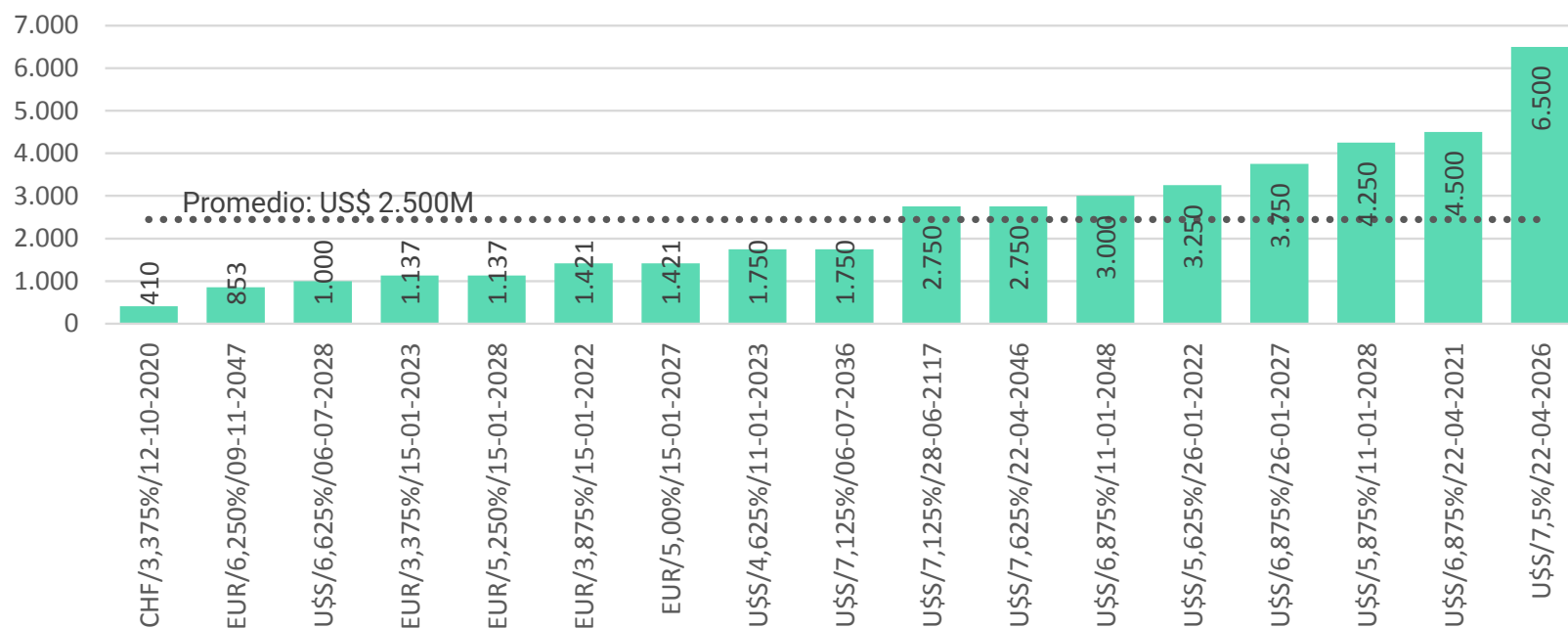
Resta conocer qué pasará con los bonos de legislación local, ya que en sus prospectos no fueron incluidas CACs. El gobierno anterior se comprometió a enviar una ley al Congreso Nacional para tratar de incluirlas, pero esto no prosperó.

Qué implica la legislación extranjera

Efectos de las CACs

- De los 17 títulos con legislación extranjera (excluidos los del canje 2005 y 2010), la mitad cuenta con un *outstanding* menor al promedio (US\$ 2.500 M)
- Por tener emisiones más acotadas, estos títulos podrían ser elegidos para ´trabajar´ el proceso de reestructuración.

Outstanding de cada título con legislación extranjera (excluidos los del canje 2005)
US\$ M



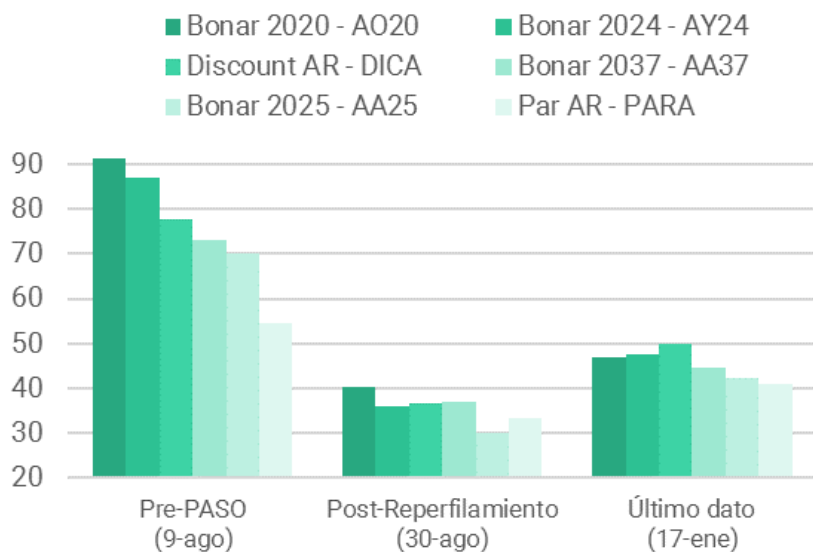
Fuente: LCG en base a Sec. Finanzas

Señales pro-mercado de la nueva administración

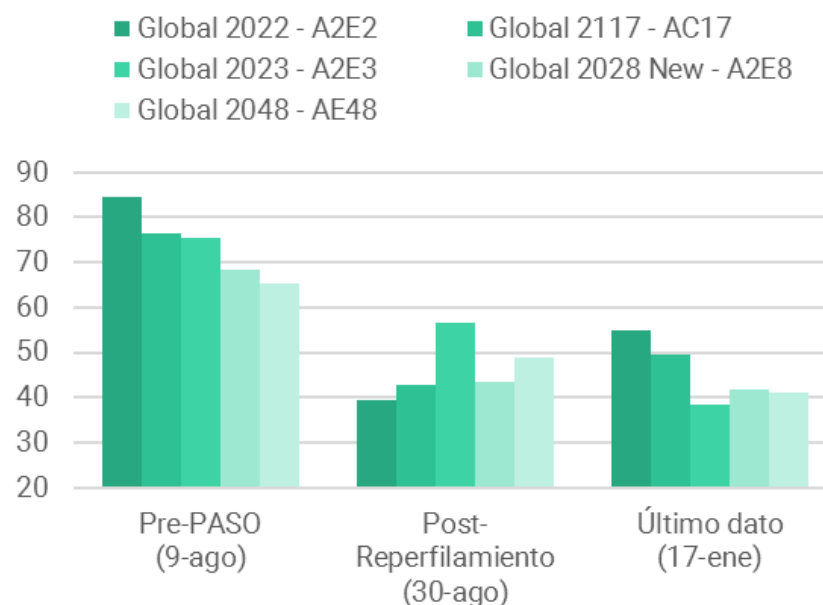
Subieron los títulos

- Las PASO desplomaron el valor de los bonos, y la caída se hizo aún más aguda luego de que se anunciara el reperfilamiento de la deuda. Títulos con legislación local fueron más castigados: cotizaban a una paridad de 35% en promedio, mientras que los de legislación extranjera lo hacían en 46%.
- Medidas con un tono más conservador que el esperado inicialmente mejoró la situación de los títulos públicos y tanto los bonos con ley local como los de ley extranjera cotizan a un promedio de 45%.

Evolución paridad de bonos - ley local



Evolución paridad de bonos - ley extranjera



Fuente LCG en base a IAMC

La reciente 'mejora' de los títulos reduce la quita que se puede "ofrecer" a sus tenedores para mantenerlos en una situación de *break even*.

Escenarios de reestructuración de la deuda

Supuestos

- En los cuatro escenarios supuestos asumimos que la oferta incluirá una extensión de plazos, alivio financiero en los dos primeros años pagando los servicios de la deuda con la emisión de bonos valuados a la par, y quita explícita del capital o de los cupones.
- En todos los escenarios existiría un mejoramiento de las condiciones establecidas en el Art. 65 de Ley 24.156 de Adm. Financiera.

AMIGABLE

- 5 años de extensión de plazos
- Durante los primeros 2 años los servicios se pagan con bonos valuados a la par.

QUITA PRINCIPAL

- 5 años de extensión de plazos
- Durante los primeros 2 años los servicios se pagan con bonos valuados a la par.
- **30% de quita de principal**

QUITA CUPÓN

- 5 años de extensión de plazos
- Durante los primeros 2 años los servicios se pagan con bonos valuados a la par.
- **50% de quita de cupón**

AGRESIVO

- 8 años de extensión de plazos
- Durante los primeros 2 años los servicios se pagan con bonos valuados a la par.
- **50% de quita de principal**

Nota: en todos los escenarios asumimos que el gobierno, además, buscará abandonar el Acuerdo Stand By que actualmente mantiene con el FMI para pasar a un Programa de Facilidades Extendidas. Los plazos se extienden de 4 a 10 años, a una tasa del 4% anual (contra un costo del 2% actual).

Escenarios de reestructuración de la deuda:

Quita implícita

AMIGABLE

QUITA CAPITAL

QUITA CUPÓN

AGRESIVO

Moneda	Legislación	Vencimiento	Cupón	Precio (US\$ c/ 100 VN)	Extensión: 5 años; Pagos bonos a la par: 2 años		Extensión: 5 años; Pagos bonos a la par: 2 años; Quita de principal: 30%		Extensión: 5 años; Pagos bonos a la par: 2 años; Quita de cupón: 50%		Extensión: 8 años; Pagos bonos a la par: 2 años; Quita de principal: 50%		
					Valor presente*	Ganancia/Quita	Valor presente*	Ganancia/Quita	Valor presente*	Ganancia/Quita	Valor presente*	Ganancia/Quita	
AO20	USD	LARG	08/10/2020	8,000%	48,15	85,00	▲ 77%	59,50	▲ 24%	67,33	▲ 40%	39,72	▼ -18%
AA21	USD	LNy	22/04/2021	6,875%	52,00	78,10	▲ 50%	54,67	▲ 5%	62,56	▲ 20%	35,71	▼ -31%
A2E2	USD	LNy	26/01/2022	5,625%	50,00	69,24	▲ 38%	48,47	▼ -3%	56,44	▲ 13%	30,95	▼ -38%
A2E3	USD	LNy	04/01/2023	4,625%	43,19	61,19	▲ 42%	42,83	▼ -1%	50,17	▲ 16%	26,73	▼ -38%
AY24	USD	LARG	07/05/2024	8,750%	40,60	68,90	▲ 70%	48,23	▲ 19%	47,22	▲ 16%	33,21	▼ -18%
AA25	USD	LARG	18/04/2025	5,750%	43,40	61,72	▲ 42%	43,20	▼ 0%	44,53	▲ 3%	28,45	▼ -34%
AA26	USD	LNy	22/04/2026	7,500%	49,50	72,30	▲ 46%	50,61	▲ 2%	48,33	▼ -2%	34,49	▼ -30%
A2E7	USD	LNy	26/01/2027	5,875%	54,50	59,84	▲ 10%	41,89	▼ -23%	41,74	▼ -23%	27,93	▼ -49%
A2E8	USD	LNy	11/01/2028	5,875%	46,06	57,61	▲ 25%	40,33	▼ -12%	39,09	▼ -15%	26,98	▼ -41%
AL36	USD	LNy	06/07/2036	7,125%	46,00	59,91	▲ 30%	41,94	▼ -9%	32,47	▼ -29%	29,40	▼ -36%
AA37	USD	LARG	18/04/2037	7,625%	48,35	65,31	▲ 35%	45,71	▼ -5%	34,47	▼ -29%	32,20	▼ -33%
AA46	USD	LNy	22/04/2046	7,625%	48,00	63,22	▲ 32%	44,25	▼ -8%	30,80	▼ -36%	31,45	▼ -34%
AE48	USD	LNy	04/01/2048	6,875%	46,06	54,85	▲ 19%	38,40	▼ -17%	26,83	▼ -42%	27,27	▼ -41%
AC17	USD	LNy	28/06/2117	7,125%	49,50	56,27	▲ 14%	39,39	▼ -20%	26,22	▼ -47%	28,14	▼ -43%

Fuente: LCG

* el ejercicio asume un exit yield de 12%

Escenarios que lucen más probables, pero con efectos disímiles en términos de sostenibilidad de la deuda

Escenarios de reestructuración de la deuda:

Quita implícita

- Creemos que los escenarios más probables son el de estiramiento de plazos sumado a una quita del capital o de los cupones.
- La opción de una reestructuración que llamamos “amigable” es poco probable porque no representa un beneficio en términos de sostenibilidad de la deuda (*ver más adelante*). Un escenario “agresivo” creemos que tiene mucha chance de litigiosidad y no es lo buscado, al menos por ahora, por las autoridades argentinas.
- Si bien la quita de capital podría resultar más agresiva en términos de negociación, es lo único que podría mejorar los indicadores de solvencia de Argentina.
- Tanto en un escenario de quita de capital del 30% como de rebaja en los cupones del 50%, los bonos cortos lucen como los más probables de tener un *upside*.
- No vemos que haya grandes diferencias entre los bonos ley argentina y ley NY. El mercado parece asignar todavía buenas chances a una reestructuración exitosa.

Escenarios de reestructuración de la deuda: Qué descuenta el mercado

- Uno podría pensar que los precios de mercado están reflejando un promedio ponderado de los escenarios planteados más un escenario adicional de no acuerdo donde los valores de los títulos irían a un precio de *default* de US\$ 25 c/100.
- Si uno realiza un ejercicio pensando en el precio como un valor ponderado de los escenarios, podría encontrar que **la probabilidad implícita de default ronda el 20%**.
 - El bono más corto, representa un riesgo más alto donde se descuenta un escenario de ‘no acuerdo’ con probabilidad del 39%.
 - A medida que uno se mueve a lo largo de la curva, la probabilidad baja debido a la posibilidad de encontrar un acuerdo, aunque no sea en la inmediatez.

Probabilidad de escenario de default priceado por el mercado*

A020	LARG	39%
AA21	LNy	18%
A2E2	LNy	5%
A2E3	LNy	11%
AY24	LARG	34%
AA25	LARG	5%
AA26	LNy	7%

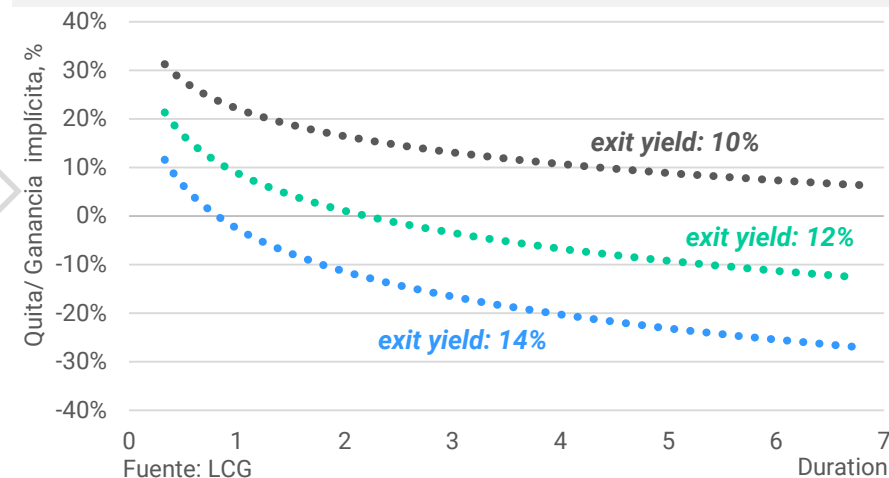
Fuente: LCG

* El ejercicio asume ad-hoc: 1) una probabilidad del 50% para los escenarios que implican quita de cupón o quita de principal; 2) exit yield=12%; 3) precio de US\$ 25 por c/ 100 VN para todos los títulos en escenario de default

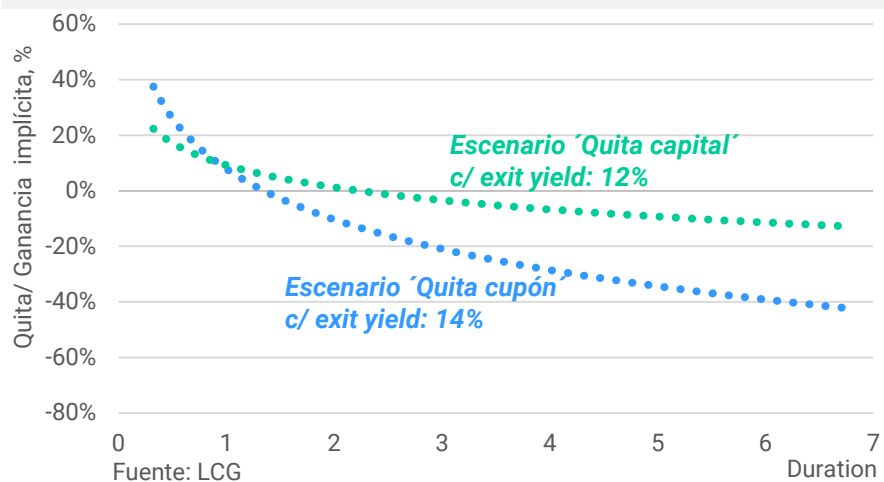
Escenarios de reestructuración de la deuda: Sensibilidad de la quita implícita al *exit yield*

- El *exit yield* es una medida del éxito del proceso de reestructuración.
- Asumimos una tasa de salida del 12% anual, homogéneo para todos los escenarios.
 - Entendemos que después de haber reestructurado la deuda dos veces en un plazo de 20 años y dados los desequilibrios macro que todavía presenta la economía argentina, difícilmente en el corto plazo pueda descender a alta velocidad.
- A menor *exit yield*, menor será la quita implícita en la reestructuración.

Quita implícita en escenario 'Quita de capital'*
Sensibilidad a la *exit yield*



Quita implícita
Sensibilidad a la *exit yield*



- No obstante, un canje que alivie poco la carga de deuda (pe. Escenario 'Amigable') o mantenga elevado el ratio deuda/PBI (pe. Escenario 'Quita cupón') podría significar una menor reducción de la tasa de descuento.
- En este caso, **la quita implícita de estos escenarios de reestructuración será sensiblemente mayor.**

Escenarios de reestructuración de la deuda: Indicadores de sostenibilidad de la deuda

AMIGABLE

QUITA
CAPITALQUITA
CUPÓN

AGRESIVO

	Situación actual	Extensión: 5 años; Pagos bonos a la par: 2 años	Extensión: 5 años; Pagos bonos a la par: 2 años; Quita de principal: 30%	Extensión: 5 años; Pagos bonos a la par: 2 años; Quita de cupón: 50%	Extensión: 8 años; Pagos bonos a la par: 2 años; Quita de principal: 50%
Deuda/PBI; %	84,5%	92,3%	77,3%	88,2%	67,4%
Deuda títulos públicos/ PBI; %	41,9%	49,8%	34,8%	45,7%	24,9%
Vida promedio (años)	7,2	10,8	10,2	10,8	11,1
Debt relief*- US\$ M		-46,6	17,7	37,4	55,5
Debt relief*- %PBI		-12,7%	4,8%	10,2%	15,1%
Servicios deuda (2020-2024); %PBI	9,4%	4,9%	4,3%	3,7%	3,9%
Intereses (2020-2024); %PBI	2,5%	2,6%	2,0%	1,4%	1,6%

Fuente: LCG

* Debt relief: calculado a partir de la diferencia entre valor presente de los servicios de la deuda antes y después del canje descontados a una tasa del 7% anual (post canje)

Escenarios de reestructuración de la deuda: Indicadores de sostenibilidad de la deuda

- El **escenario de quita de cupones** luce atractivo en términos de facilidad de negociación, pero incluso eleva el ratio deuda a PBI debido a que asumimos que durante el período de gracia se capitalizan los servicios pagando con nueva deuda a la par.
- No obstante, es el escenario con mayor alivio de la deuda (*debt relief*) dado que reduce sustancialmente los desembolsos a futuro por intereses.
- El **escenario de quita de capital** podría ser más adecuado si uno asume que el país tiene un problema de solvencia, más aún si evalúa esta situación usando el ratio deuda a PBI. Es en el único caso que este podría descender.

En conclusión, entre los escenarios más probables debe resaltarse que:

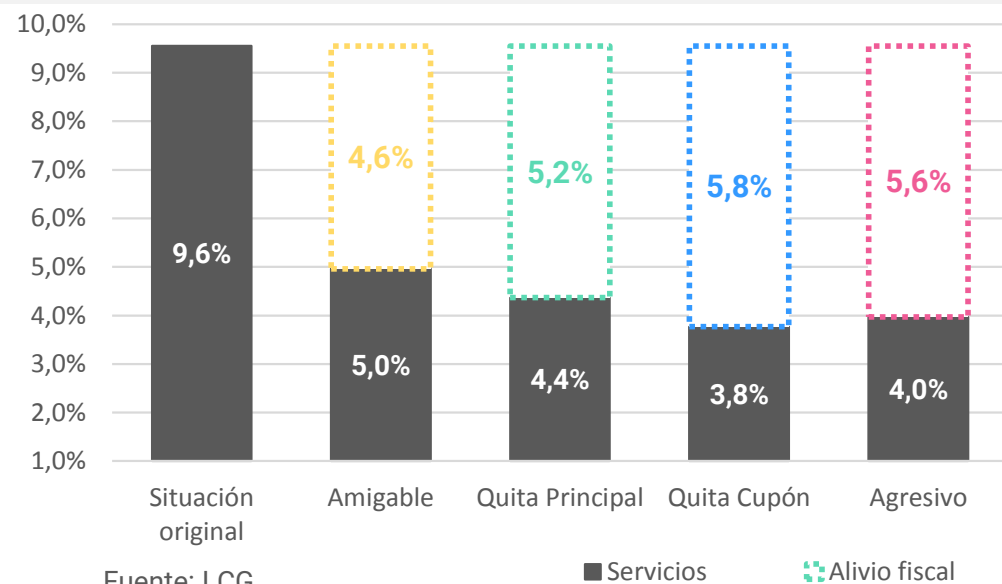
- El **escenario de quita de capital** tiene la ventaja de dejar un muy bajo ratio de deuda de títulos a PBI (por debajo del 35%), lo que **mejoraría la perspectiva de toda la deuda soberana**.
- El **escenario de quita de cupones** tiene el atractivo de dejar una **menor carga de intereses para los próximos 4 años**.

Escenarios de reestructuración de la deuda: Alivio en los servicios de la deuda

- Todos los escenarios evaluados presentan un grado similar de alivio en los servicios de la deuda.
- El **escenario de quita de intereses** luce atractivo en términos de que recorta en 1,1% las necesidades de deuda de los próximos años.
- Esto mostraría un resultado fiscal mucho menos estresado que el actual o incluso que en el resto de los casos.

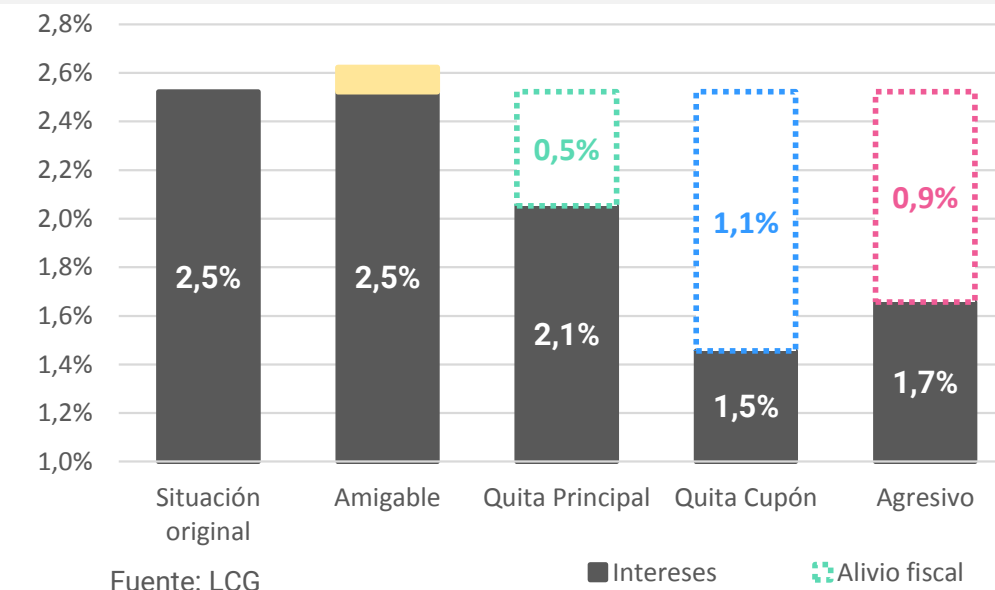
Servicios de la deuda 2020-2023

% PBI



Pago de intereses 2020-2023

% PBI

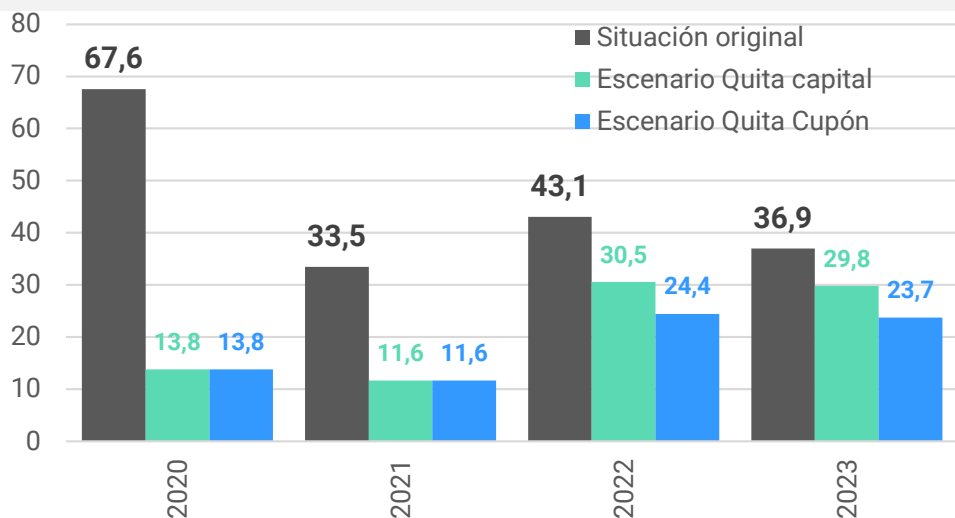


Escenarios de reestructuración de la deuda: Alivio en los servicios de la deuda

- Ambos escenarios (quita de capital o quita de intereses) despejarían fuertemente los servicios de la deuda por los próximos años.
- De US\$ 181 MM a US\$ 85,7 en el escenario de quita de capital (4,4% PBI por año) o a US\$ 73,6 MM en el de quita de cupones (3,8% PBI por año).

Servicios de la deuda 2020-2023

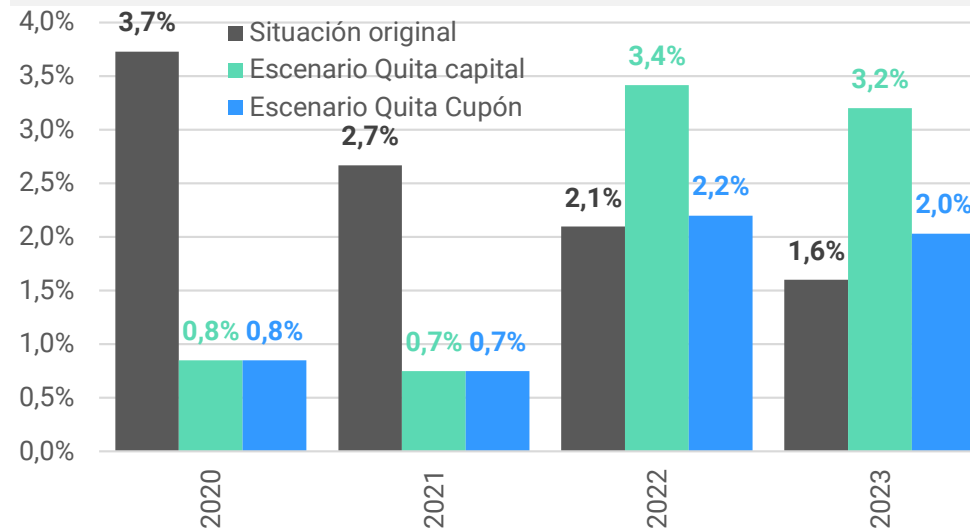
US\$ MM



Fuente: LCG

Pago de intereses

% PBI



Fuente: LCG

Lo atractivo del **escenario de quita de cupones** reside en el bajo ratio de pago de intereses a producto para esta gestión.

No obstante, si por el elevado ratio de deuda a PBI que deja este canje, la tasa de refinanciación no disminuye, podría significar una 'trampa' a largo plazo.

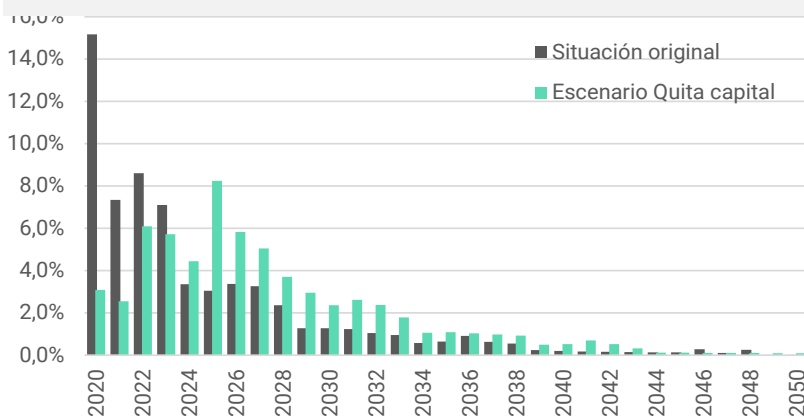
Escenarios de reestructuración de la deuda: Alivio en los servicios de la deuda

ESCENARIO QUITA DE CAPITAL (30%)

- Se puede ver cómo existe un mayor *smoothing* en la carga de servicios.
- El pago de intereses logra aplazarse por dos años (período en el cual se paga con bonos) pero aún deja una carga elevada para el corto plazo.

Servicios de la deuda 2020-2050

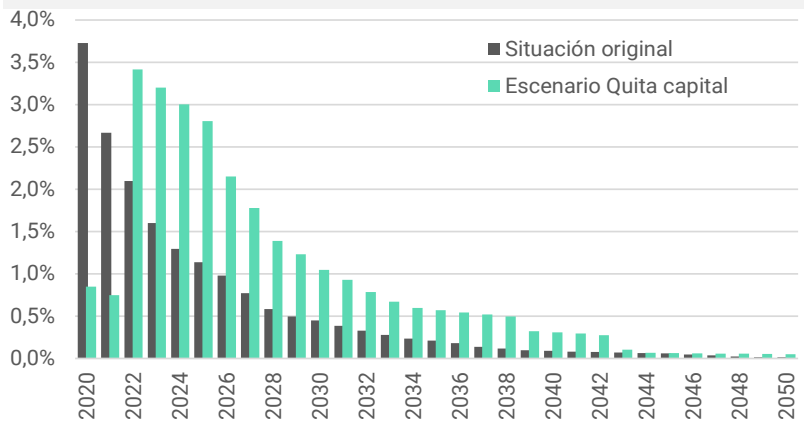
% PBI



Fuente: LCG

Pago de intereses

% PBI



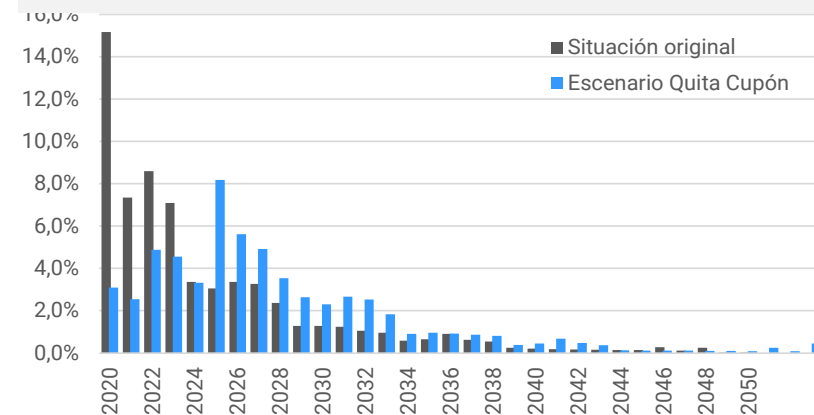
Fuente: LCG

ESCENARIO QUITA DE CUPONES (50%)

- También se logra suavizar los servicios de la deuda.
- A diferencia de la quita de capital, se reduce más fuerte la carga de intereses.

Servicios de la deuda 2020-2050

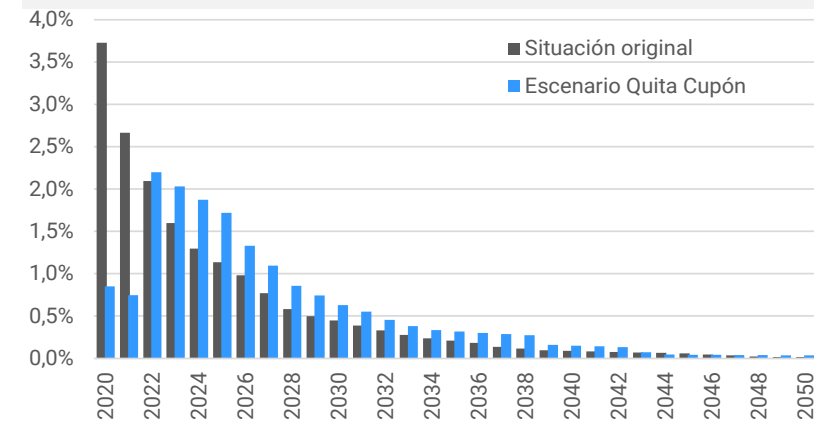
% PBI



Fuente: LCG

Pago de intereses

% PBI

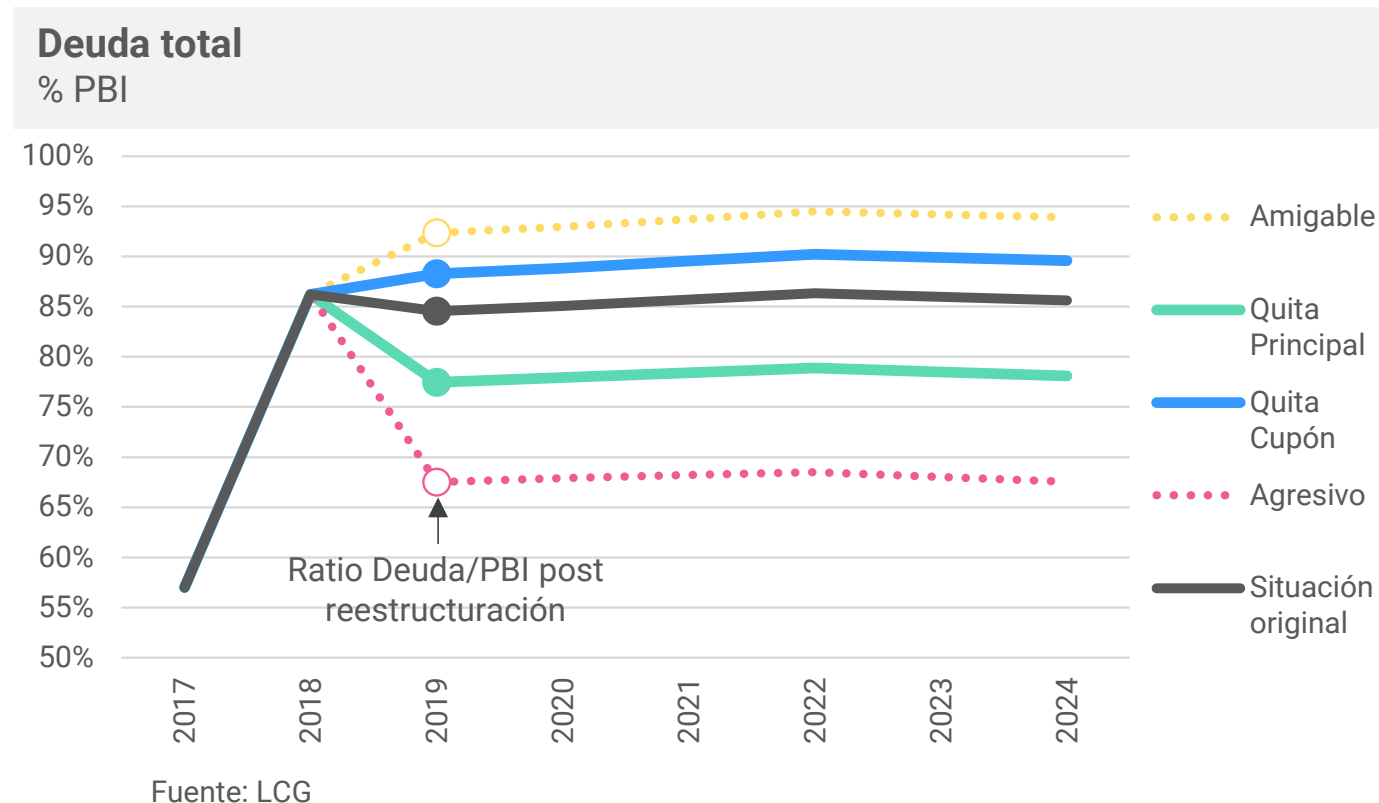


Fuente: LCG

Modelo DSA

La trayectoria de la deuda post reestructuración

- El problema que encontramos con el escenario de quita de cupones es que si bien despeja en forma más eficiente la carga de la deuda y genera un mayor *debt relief*, no logra reducir (de hecho incrementa) el ratio de deuda a PBI.
- La dificultad con esto radica en las tasas que quizás tenga que pagar Argentina cuando quiera volver al mercado de deuda.
 - Luciría como una economía fuertemente endeudada, más riesgosa, y por consiguiente se le exigiría mayor tasa de refinanciación.



- **Escenario macro 2020-2024 supuesto en el ejercicio:**

Crecimiento del 2% anual; Inflación con desaceleración a razón de 5 pp por año (45% dic 2020 y 25% dic 2024); Apreciación real del 5% acumulada en 2020 y depreciación real del 0,8% anual promedio en 2021-24; Resultado primario equilibrado en 2020 y superavitario en 1% del PBI en los años siguientes; Refinanciación a tasa de interés real de 3% para servicios en moneda local y del 5% para moneda extranjera.

Trayectoria de la deuda

Sensibilidad al crecimiento económico y resultado primario

- Aun en el escenario de quita de principal, en el cual la trayectoria de la deuda se estabiliza en niveles más bajos, las opciones para torcer la curva de la deuda durante la próxima gestión de Gobierno (2020-23) **todavía demandarían alto crecimiento económico conjugado con superávit primario.**
- Así, **difícilmente esta gestión pueda escapar a las reformas estructurales** (tributaria, previsional, laboral, etc) que la economía necesita para poder ubicarse en un sendero de crecimiento sostenido que le permita sortear las crisis recurrentes que viene sufriendo.
- Será un desafío no menor avanzar sobre este punto y demandará de un acuerdo mucho más amplio que incluya a la oposición, sindicatos, empresarios y a la sociedad en su conjunto.

Escenario 'Quita capital'

Ajuste del ratio deuda/PBI promedio 2020-2023 respecto al valor post reestructuración

		Superávit primario, % PBI (promedio 2021-23)				
		-0,50%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
Crecimiento PBI, a/a (promedio 2021-23)	-2,0%	8,4%	7,6%	6,8%	6,0%	5,3%
	-1,0%	7,0%	6,3%	5,5%	4,7%	3,9%
	0,0%	5,7%	5,0%	4,2%	3,4%	2,7%
	1,0%	4,5%	3,7%	3,0%	2,2%	1,4%
	2,0%	3,3%	2,5%	1,7%	1,0%	0,2%
	3,0%	2,1%	1,3%	0,6%	-0,2%	-0,9%
	4,0%	0,9%	0,2%	-0,5%	-1,3%	-2,0%
	5,0%	-0,2%	-0,9%	-1,6%	-2,4%	-3,1%

Fuente: LCG

Anexo I:

¿Cómo calcular la quita?

- La quita implícita en un proceso de reestructuración puede calcularse de distintas formas.

1.

Comparar el valor nominal (100) del bono viejo (100) contra el valor presente (VP) del bono nuevo.

Es la forma de cálculo que se utiliza en varios medios, pero creemos que es la menos acertada desde que 100 no es el valor actual de la deuda que tienen los acreedores, sobre dimensionando la magnitud de la quita.

2.

Diferencia entre el valor presente (VP) del bono viejo contra el VP de bono nuevo, ambos descontados al mismo *exit yield*.

La lógica empleada parte de suponer un *exit yield* menor en el escenario post canje. A nuestro entender, esta forma de cálculo penaliza en exceso el canje (implicando quitas mayores) cuando los precios de los bonos viejos ajustaron a la baja previamente y por motivos ajenos al canje.

3.

Comparar el precio actual contra el VP del nuevo flujo de pagos que recibirá el tenedor de la deuda.

Es la metodología empleada por LCG en este informe, porque creemos que refleja con mayor exactitud la quita implícita del canje.

* Para más detalle de la forma de calcular la quita se puede ver Sturzenegger y Zettlemeyer 2008; Kopf 2011; Ardagna y Caselli 2012.

Anexo I:

¿Cómo calcular la quita?

- La tabla refleja el haircut implícito del canje que implica el escenario 'Quita Principal' según cada metodología de cálculo.

	AA21	A2E2	A2E3	AA36	AA46
<i>Título viejo</i>					
A. Valor nominal	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
B. Valor Presente (<i>exit yield: 12%</i>)	96,4	89,6	83,2	68,1	69,9
C. Precio	52,0	50,0	43,2	46,0	48,0
<i>Nuevo título- Escenario 'Quita Principal'</i>					
D. Valor Presente (<i>exit yield: 12%</i>)	54,7	48,5	42,9	42,0	44,3
Quita metod. 1,% (D/A-1)	45%	52%	57%	58%	56%
Quita metod. 2,% (D/B-1)	43%	46%	48%	38%	37%
Quita metod. 3,% (D/C-1)	-5%	3%	1%	9%	8%