

Sabor a poco, pero queda margen

Equipo LCG

1. Detalle de la propuesta

Finalmente se conoció la propuesta de Argentina para el canje de la deuda. La misma consiste en ofrecer 5 títulos en dólares y euros con vencimientos entre 2030 y 2047. Todos con un período de gracia de 3 años donde no se pagarán ni capitalizarán ni intereses ni capital, y luego cupones con un *step up* empezando en 0,5% hasta llegar a 4,875%. En términos de quita de capital, los globales son los que las asumen y los 'exchange' no tienen haircut.

Algo que no ha quedado claro es si se reconocerán los intereses corridos de los títulos a entregar. Y si se reconocen, si lo harán mediante un pago en efectivo o con más títulos. Esa falta de aclaración resultó curiosa porque no permite hacer un análisis efectivo de la quita de valor presente.

Títulos ofrecidos

Estructura de cada título

	ARG2030	ARG2036	ARG2047	ARG2039	ARG2043
Vencimiento:	2030	2036	2047	2039	2043
Haircut nominal capital:	12%	5%	5%	0%	0%
Amortización:	5 pagos anuales 2026-2030	6 pagos anuales 2031-36	20 pagos anuales 2028-47	11 pagos anuales 2029-39	14 pagos anuales 2030-43
Cupón:	3 años de gracia 0,5% 2023-25 1,0% 2026-27 1,75% desde 2028	3 años de gracia 0,5% 2023 1,5% 2024-25 2,75% 2026-27 3,875% desde 2028	3 años de gracia 0,5% 2023 1,75% 2024-25 3,75% 2026-27 4,75% desde 2028	3 años de gracia 0,6% 2023 1,75% 2024-25 4,0% 2026-27 4,5% desde 2028	3 años de gracia 0,6% 2023 3,0% 2024-25 3,625% 2026-27 4,875% desde 2028

Fuente: LCG en base a Sec. Hacienda

2. Propuesta agresiva

Los precios de mercado estaban alineados con esta propuesta que ya se mencionaba como agresiva. Haciendo un análisis más detallado se puede ver que **a un exit yield del 8%, el valor presente de los 5 títulos se empareja alrededor de los US\$ 50 que, según lo trascendido, era lo pretendido por los acreedores.** Esa quizás era la tasa de salida que tenía en mente M. Guzmán y que encuentra su justificación en el poco exigente perfil de vencimientos que quedaría para Argentina hacia delante.

Títulos ofrecidos

Valor presente neto

<i>exit yield</i>	8%	10%	12%	14%
ARG2030	48,43	41,56	35,79	30,93
ARG2036	47,87	38,19	30,70	24,86
ARG2039	53,81	43,12	34,88	28,45
ARG2043	53,92	42,59	34,07	27,57
ARG2047	49,14	38,57	30,72	24,79
Promedio	50,63	40,81	33,23	27,32

Fuente: LCG

Sin embargo, la propuesta cayó mal entre los acreedores porque al considerar una tasa de descuento del 10% (que luce como mínima dadas las condiciones argentinas), **las quitas implícitas rondan el 60%**.

Quita implícita

Sensibilidad al exit yield

		<i>exit yield</i>	8%	10%	12%	14%
AA21 (USD; Ley NY; Vto. Orig: 22-4-2021; cupón 6,875%)	A. VP Título Nuevo ARG2030		48,43	41,56	35,79	30,93
	B. VP Título Viejo		102,58	100,79	99,06	97,40
	C. Quita implícita (1-A/B)%		53%	59%	64%	68%
AA26 (USD; Ley NY; Vto. Orig: 22-4-2026; cupón 7,5%)	A. VP Título Nuevo ARG2036		47,87	38,19	30,70	24,86
	B. VP Título Viejo		102,58	94,08	86,54	79,82
	C. Quita implícita (1-A/B)%		53%	59%	65%	69%
AA46 (USD; Ley NY; Vto. Orig: 22-4-2046; cupón 7,625%)	A. VP Título Nuevo ARG2047		49,14	38,57	30,72	24,79
	B. VP Título Viejo		102,52	84,72	71,85	62,29
	C. Quita implícita (1-A/B)%		52%	54%	57%	60%

Fuente: LCG

La reacción 'positiva' del día de hoy del mercado no es garantía de que la oferta vaya a ser aceptada. El *free float* que operan estos títulos es inferior al 20% del *outstanding*. Por lo tanto, una suba de algunos dólares en los precios puede estar influida por agentes que no tienen el poder de decisión como el de los mayores tenedores que no están operando.

Al ver la estructura de vencimientos se puede justificar que representa poco desafiante para el país asumir los pagos a futuro, algo que podría traducirse en una menor tasa de descuento. Definitivamente está orientada a lograr la sostenibilidad con la baja de los cupones en concordancia con lo que puede crecer la economía argentina a pesar del mal desempeño de los últimos 10 años.

No obstante, dado el *track record* de Argentina en materia de deuda, la falta de un plan macroeconómico que garantice la prudencia fiscal del Tesoro y el daño que causó el COVID en la trayectoria hacia el equilibrio fiscal

justifica que los acreedores utilicen una tasa de descuento por encima del 10%. Lo cual hace a los bonos más largos muy poco atractivos.

Definitivamente los 3 años de período de gracia tampoco hacen muy atractiva la propuesta dado que el hecho de no cobrar nada por 3 años hace atractivo litigar sobre el *claim* que tienen actualmente los acreedores.

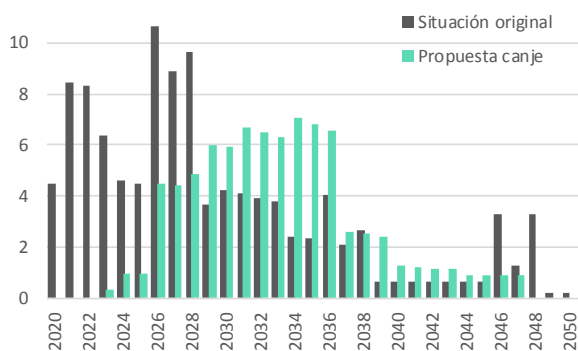
Los beneficios para Argentina son altos. De aceptarse esta propuesta, **la vida promedio de la deuda canjeada pasa de 11 años a 14,7 años e implica un alivio fiscal de poco más de US\$ 31.000 M. El *debt relief* calculado a una tasa de largo plazo (7% anual) hace que los servicios de la deuda caigan en un 8,2% del PBI (desde un nivel del 18% que representan actualmente).**

Valor Presente Neto de los servicios de la deuda descontados a una tasa del 7% anual (situación post canje)

2020-2050	US\$ MM	% PBI
A. Flujo original	68,2	18%
B. Flujo post reperfilamiento	36,7	10%
Debt Relief (A-B)	31,5	8,2%

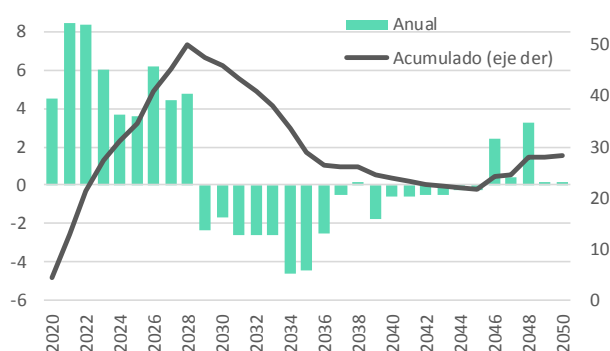
Fuente: LCG

Servicios de la deuda 2020-2050
US\$ MM



Fuente: LCG

Ahorro en servicios de la deuda a partir de la propuesta de canje. US\$ MM



Fuente: LCG

3. Chances de aceptación

Así planteada la propuesta es casi imposible llegar a un acuerdo. Primero por la elevada quita que valor. Luego por una cuestión de diseño. Los bonos más largos pierden mucho atractivo al ser descontados a un *exit yield* más elevado y **el cap de la emisión de ARG2030 y ARG2036 no permiten que se llegue a cumplir con las CACs requeridas.** A su vez, los acreedores pueden moverse dentro de la oferta, pero con un esquema de prioridades en línea con la cercanía al vencimiento (la siguiente tabla simula la distribución más conveniente).

Asignación de títulos ‘viejos’ dado el esquema de prioridades y caps de emisión en los nuevos títulos; en %

Nuevo título \ Título elegible	ARG2030	ARG2036	ARG2047	ARG2039	ARG2043	TOTAL
AA21	100%	0%	0%	0%	0%	100%
A2E2	100%	0%	0%	0%	0%	100%
A2E3	100%	0%	0%	0%	0%	100%
AA26	19%	81%	0%	0%	0%	100%
A2E7	19%	81%	0%	0%	0%	100%
A2E8	19%	81%	0%	0%	0%	100%
AL28	19%	81%	0%	0%	0%	100%
AL36	19%	81%	0%	0%	0%	100%
AA46	0%	94%	6%	0%	0%	100%
AE48	0%	94%	6%	0%	0%	100%
AC17	0%	94%	6%	0%	0%	100%
DICY	0%	0%	0%	0%	100%	100%
PARY	0%	0%	0%	100%	0%	100%
Emisión nuevos títulos (US\$ M)						
Deuda USD	11.400	20.463	454	5.565	5.394	43.276
Deuda Euro y otros	3.200	2.123	0	6.295	7.055	18.673

Fuente: LCG

Además, surge otro problema con la forma en que se realizó la oferta. La misma **exige las CACs más agresivas**. Para los globales se ofrece la misma propuesta para distintas especies de bonos, por lo tanto, la aceptación debería ser del 75% del valor total y no del 66% como sería en el caso que haya sido una oferta diferenciada por cada grupo. En tanto, los bonos ‘exchange’ sí tienen oferta diferente para cada instrumento, lo que obliga a llegar al 85% de aceptación. Estos serían canjeados a las condiciones del *indenture* del 2016, por lo que pierden atractivo.

Al parecer hubo poco diálogo entre acreedores y representantes del gobierno. **Grupos de acreedores trataron a la oferta como unilateral de Argentina, lo que le da una connotación agresiva a la postura del Gobierno argentino**. Aunque es más prolija de lo que algunos esperábamos, la propuesta no tiene el atractivo necesario para una aceptación.

4. *Hay espacio*

El *exit yield* parece inelástico al perfil de vencimientos y a la sostenibilidad o no de la deuda. Sobre este punto parece diferir la visión de M. Guzmán de la de los acreedores. Sin dudas habrá que aportar valor pensando que la *exit yield* como mucho puede descender a un 10%.

En esta línea podrían pensarse alternativas mejoradas de la oferta actual para tratar de alcanzar un acuerdo.

Una primera opción podría ser la de eliminar el período de gracia combinado con el incremento de 1 punto porcentual del cupón. Estas mejoras elevan la propuesta en promedio 6 dólares. Calibrándolas para los distintos tramos se podría ofrecer algo prolijo, con un VPN en torno a los 47 dólares en promedio, acercándose más a los pretendidos US\$ 50.

Otra opción es subir 1 pp los cupones desde el comienzo y capitalizarlos durante el período de gracia. En ese caso mejora sensiblemente el VPN a la vez que Argentina mantendría despejado el horizonte de pago en los mismo los 3 años.

Una tercera opción para agregar valor podría ser remover el *haircut* de capital. Pero hay que tener presente que en este caso el ratio de deuda a PBI no se reduce, por lo que, si este es una medida de sustentabilidad, no es atractivo ir por esta vía.

Cuando se combina remover la quita de capital, eliminar los 3 años de gracia y subir 1 punto porcentual el cupón se alcanza un VPN de casi US\$ 50 y la oferta se vuelve mucho más atractiva frente a la alternativa de litigar.

Alternativamente, en todos los casos, se podría sumar el pago de los intereses corridos de los bonos a entregar. Representaría un costo de US\$ 2.000 M y los acreedores recibirían flujos de pagos actualmente. Esa liquidez vale. Además, muestra una voluntad de pago sobre la cual aún quedan dudas.

Por último, una cuarta opción es dejar la oferta como está, pero agregarle un pago *upfront* en cash para llegar a ofrecer un VPN de US\$ 50. En ese caso, valuando la oferta a un @10%, un desembolso de US\$ 6.000 M, con reflejo directo en una caída de las reservas internacionales, podría mejorar mucho la percepción. El castigo de no cobrar por 3 años es compensado con un pago por adelantado que Argentina hoy podría realizar.

Mejoras de la propuesta

VPN valuado al @10%

Propuesta	Sweetener				
	Sin período de gracia (cupón más bajo en esos años)	Sin período de gracia (cupón más bajo en esos años) + cupón 1 pp superior en años posteriores	Capitalización de intereses en período de gracia (3 años); cupón 1 pp superior desde el inicio	Sin período de gracia (cupón más bajo en esos años) + cupón 1 pp superior en años posteriores + sin quita de capital	
ARG2030	41,56	42,53	45,61	46,37	51,83
ARG2036	38,19	39,24	44,33	44,96	46,66
ARG2039	43,12	44,44	49,84	50,53	49,84
ARG2043	42,59	43,62	49,60	50,57	49,60
ARG2047	38,57	39,62	45,27	45,94	47,66
Promedio	40,81	41,89	46,93	47,67	49,12
VPN propuesta mejorada vs. VPN propuesta					
US\$	1,08	6,12	6,86	8,31	
%	3%	15%	17%	20%	

Fuente: LCG

Como se puede ver, existen múltiples chances de mejoras a la oferta que podrían volver más atractiva la propuesta inicial. De esto quizás se desprende que existió poco diálogo entre acreedores y el gobierno.

5. Un largo camino

Si bien el 22 de abril Argentina debe pagar intereses por el Global 26 por alrededor de US\$ 500 M, existe la posibilidad de extender ese vencimiento 30 días, lo que indicaría que la fecha límite es el 22 de mayo. En caso de que Argentina no pague los intereses de los globales se activan las cláusulas de *cross default*. No será el mismo 22 de mayo, ya que todavía cuenta con un lapso de 60 días para pagar. Por lo tanto, (recién) en junio se podría pedir la aceleración de los pagos. **Mientras tanto Argentina puede pagar y seguir negociando, pero claro que sería negociar con una posición de debilidad.**

Para tener una amenaza concreta el Ministro debe mostrarse dispuesto a declarar el default sin ningún prurito. Es una cuestión de estilos, pero no vemos intenciones del ministro de no mostrar voluntad para llegar a un acuerdo. Esto es distinto al discurso de 'tomar al toro por las astas' y no pagar la deuda como hizo Argentina en 2001.

En este sentido, se puede pensar que esta es una estrategia de ofrecer algo agresivo para después mejorarla. Llama la atención que la oferta concreta no tiene fecha de vencimiento. Es un *tender offer* abierto sin vencimiento. Lo cual parece insinuar que no estamos frente a un *chicken game*.

A diferencia del tono político con el que el Presidente presentó a los gobernadores la oferta, **parece que el camino de la negociación va a ser largo. De esto no se desprende que sea virtuoso.** Los costos del default cuando son anticipados se pagan durante el período de puesta en tela de juicio la capacidad y voluntad de pagar y durante la negociación. **Ya hemos y estamos pagando los costos de unas tasas prohibitivas y el no acceso a los mercados. El evento del default por sí mismo no generaría elevados costos en el corto plazo, aunque sí a mediano y largo.**