

Tan cerca que no se entiende

Equipo LCG

Resumen ejecutivo

El canje de la deuda extranjera está llevando más tiempo del esperado. A. Fernández acaba de anunciar que **Argentina no puede pagar más de lo que ofreció. Los postulados de sostenibilidad ya fueron tirados por la borda y la contrapropuesta hecha por Ad Hoc y Exchange Bond Holders implica un compromiso adicional mínimo respecto a la oferta del gobierno.**

Argentina va a necesitar acceso al mercado más temprano que tarde, incluso si la propuesta del Gobierno es aceptada. En 2025 ya tiene compromisos impagables con recursos propios. Amén que no estemos contemplando las obligaciones con el FMI, USD 45 MM que aún no sabemos cómo se van a refinanciar. Sin embargo, no deja de llamar la atención por qué no se cierra el acuerdo asegurando la adhesión cuando las diferencias son mínimas.

No pretendemos que Argentina acepte todo lo que los bonistas proponen, pero sí que evite la confrontación con el mercado, se muestre una señal de reversión de los desequilibrios (fiscales y monetarios) en la post-pandemia. Caso contrario en pocos años nuevamente tendremos que renegociar la deuda.

Tan cerca que no se entiende

La respuesta de Ad Hoc y EBG era esperable. Cada vez que Argentina dijo que era la última oferta terminó cediendo. No había razones para pensar que no seguirán exigiendo. **Con casi un tercio de los títulos a canjear están haciendo sentir el poder de negociación.**

Oferta Argentina vs contraoferta Julio 2020

	ARG2030		ARG2035		ARG2038		ARG2041		ARG2046	
	Oferta Argentina	Contraoferta	Oferta Argentina	Contraoferta	Oferta Argentina	Contraoferta	Oferta Argentina	Contraoferta	Oferta Argentina	Contraoferta
Vencimiento:	2030		2035		2038		2041		2046	
Haircut nominal capital:	3%		3%		0		3%	0%	3%	
Amortización:	12 pagos semest. 2025-30		10 pagos semest. 2031-35		22 pagos semest. 2028-38	26 pagos semest. 2026-38	28 pagos semest. 2028-41		44 pagos semest. 2025-46	
Cupón:	Primer pago: sep 2021 0,125% 2020-21 0,5% 2022-23 0,75% 2024-27 1,75% dde 2028	Primer pago: jul 2021 0,125% 2021 1% 2022 1,125% 2023 1,25% 2024 1,5% 2025-27 2% dde 2028	Primer pago: sep 2021 0,125% 2020-21 1,125% 2022 1,5% 2023 3,625% 2024 4,125% 2025-27 4,750% 2028 5% dde 2029	Primer pago: jul 2021 0,125% 2021 2% 2022 2,7% 2023 3,25% 2024 3,875% 2025 4,25% 2026 5% dde 2027	Primer pago: sep 2021 0,125% 2020-21 2% 2022 3,875% 2023 4,25% 2024 5% dde 2025	Primer pago: jul 2021 0,125% 2021 2,25% 2022 3,875% 2023 4,625% 2024 5% dde 2025	Primer pago: sep 2021 0,125% 2020-21 2,5% 2022 3,5% 2023-29 4,875% dde 2030	Primer pago: jul 2021 0,125% 2021 2,25% 2022 3,625% 2023-29 4,875% dde 2030	Primer pago: sep 2021 0,125% 2020-21 1,125% 2022 1,5% 2023 3,625% 2024 4,125% 2025-27 4,375% 2028 5% dde 2029	Primer pago: jul 2021 0,125% 2021 2% 2022 2,7% 2023 3% 2024 3,625% 2025 4% 2026-27 4,375% 2028 5% dde 2029

Fuente: LCG

Como se puede observar es muy poca la diferencia entre las propuestas. Están muy cerca las dos posturas. Respecto a la estructura, la contraoferta apenas recorta la quita del ARG 2041, aumenta el step up de los cupones y eleva el cupón del bono que reconoce el pago de intereses corridos (de 1% a 5% anual para la versión en USD), pero con impacto mínimo. **La diferencia en NPV, apenas USD 3 en promedio.**

Valuación Oferta argentina vs Contrapropuesta
@ 10%

Bono elegible	Oferta Argentina		Contraoferta	
	Nuevo título	NPV*	Nuevo título	NPV*
Discount	Bono 2038	59,5	Bono 2038	63,6
Par	Bono 2041	51,4	Bono 2041	52,5
Global 2021	Bono 2030	54,5	Bono 2030	58,6
Global 2022	Bono 2030	53,3	Bono 2030	56,8
Global 2023	Bono 2030	53,1	Bono 2030	56,5
Global 2026	Bono 2035	53,2	Bono 2035	56,9
Global 2027	Bono 2035	52,0	Bono 2035	55,2
Global 2028 (5 7/8)	Bono 2035	51,9	Bono 2035	55,0
Global 2046	Bono 2046	52,3	Bono 2046	54,9
Global 2048	Bono 2046	51,3	Bono 2046	53,5
Global 2117	Bono 2046	51	Bono 2046	54
Promedio simple		53,1		56,1

Fuente: LCG

* Incluye NPV de bono con intereses corridos

La (in)sostenibilidad de la deuda

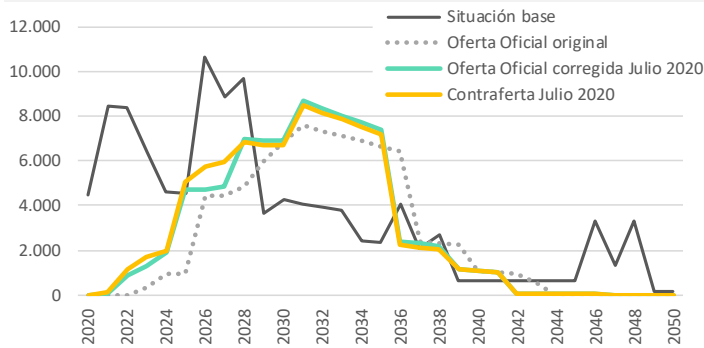
Las opciones para el Gobierno se acotan. Perseverar en la oferta y apostar a que se rompa la alianza de fondos agrupados en EBG y Ad hoc es una alternativa. Estrategia arriesgada, pero mostraría una posición de fortaleza política. La otra opción es ceder y asegurarse el 'éxito' del canje. El relativo éxito refiere justamente a que solo se asegura adherencia. El postulado de sostenibilidad se perdió ya en la última oferta.

El perfil de vencimientos de servicios es muy similar al de la propuesta del gobierno. **El sacrificio adicional que tendría que hacer Argentina es casi nulo. Demanda el pago de USD 3,2 MM adicionales hasta 2027, pero que después de 20 años se reducen a solo USD 1,3 MM.**

No obstante, Argentina ya perdió. Empezó la negociación con la premisa acerca de que esta renegociación se basaría en principios de sostenibilidad, lo que puede pagar el país. La última propuesta del Gobierno terminó comprometiendo al país a pagar USD 15 MM adicionales respecto a la oferta original hasta 2035 (45% a pagar antes de 2025), además de los compromisos con el FMI y lo que implique la reestructuración con los tenedores de títulos ley local.

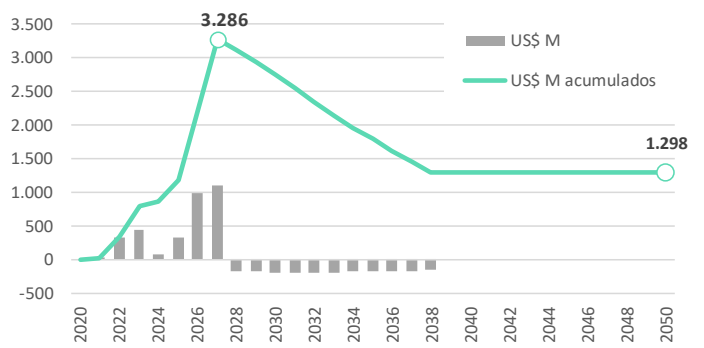
La contraoferta presentada por el grupo de acreedores cuanta con cupón del interés promedio de 3,4%, unos puntos por encima del ofrecido por la propuesta oficial. Resulta cada vez más alto para las perspectivas de la economía argentina. La dinámica automática de la deuda para que sea virtuosa requiere que la tasa de crecimiento sea superior a la del cupón, caso contrario se compensa con superávit fiscal, algo improbable para pensar, menos en este contexto. Así que en lo económico no hay muchas diferencias.

Servicios de la deuda 2020-2050 US\$ MM



Fuente: LCG

Mayores pagos en servicios de la deuda 2020-2050 Contraoferta vs. Oferta oficial julio 20202. US\$ M



Fuente: LCG

¿Una cuestión política?

En lo legal es interesante notar que los bonistas bajaron pretensiones. Ya no piden el Indenture 2005, piden cambios al de los globales. Esto muestra que no hay intransigencia por parte de los fondos; hay una negociación. Los términos legales lo exponen a riesgos de cara a una posible nueva reestructuración, algo que a todas luces no podría descartarse dadas las condiciones de salida que dejará la pandemia y una dinámica de la deuda que, para no volverse explosiva, exige, como mínimo, un crecimiento promedio del 3,5% anual, algo que no ocurre en nuestro país hace mucho tiempo.

Así, la cuestión legal es la nueva versión de la 'sostenibilidad de la deuda' que se vendrá a futuro y por ello importa. Desde la perspectiva del gobierno, un futuro canje de instrumentos con CACs más duras, al estilo de las del Indenture 2005, harían más exigentes las negociaciones comprometiendo a las gestiones venideras. Los acreedores están pidiendo incluso por la forma de votación para que no sean agrupados ex post por el soberano. Simplemente cubrirse de la posibilidad de PACMAN a futuro. Una carta que en nuestra opinión el gobierno jugó demasiado pronto.

Sería mejor para el humor del mercado que Guzmán y el equipo local acuerden lo antes posible un acuerdo exitoso. Y exitoso en este punto implica adherencia. El camino de confrontar extiende los costos del default.

El problema acá ya pasa a ser de tinte político. Es difícil comunicar internamente el arreglo bajo las condiciones de los fondos extranjeros, pero al mismo tiempo Argentina necesitará del mercado en unos años. Es una situación incómoda para el Gobierno que amerita incluso reevaluar la opción de tirar por la borda la negociación hasta el momento y empezar nuevamente con otro negociador.

El presidente A. Fernández insiste en asimilar esta operación a la situación del 2003 como se vio en la presentación del día de hoy en *The Council of the Americas*. Algo que puede ser que lo esté llevando a un error de sobrestimar la capacidad de vivir con lo nuestro en los próximos años. Más allá que el contexto nacional e internacional es completamente distinto como hemos comentado en otros informes (pe. Informe Mensual N°124. "Sábana corta y promesa de grandes frazadas. Los pilares de A. Fernández bajo la lupa").