

Primeras impresiones sobre la oferta de canje

- Si bien resta saber términos y condiciones, la oferta parecería ser bastante agresiva, en línea con lo que veníamos planteando hace meses, con los parámetros de sustentabilidad del FMI y con la retórica del Gobierno: la quita de VPN va desde el 68% al 82%, dependiendo de la exit yield y haciendo varios supuestos sobre la información que aun no conocemos.
- Para que la extensión de vida promedio de los instrumentos sea de 10 años, tenemos que pensar en bonos a 2035, 2045 y 2055.
- Si la propuesta termina siendo según la que suponemos en este informe, va a ser muy difícil que sea aceptada por los acreedores.
- El margen para ofrecer un “endulzante” es muy bajo: creemos que se deberían mejorar las condiciones, principalmente acortar un poco los plazos.

Ayer por la tarde, el ministro Martín Guzmán reveló algunos detalles de la oferta formal a los acreedores privados que se presentará hoy a la SEC. La presentación fue muy breve y, por lo tanto, no se hicieron públicos todos los términos del canje. A continuación, comentamos qué es lo que ya sabemos y qué es lo que no (y, por lo tanto, tenemos que suponer).

¿Qué es lo que sabemos?

- 1) Período de gracia de intereses será de 3 años
- 2) Finalizado el período de gracia, se comenzará a pagar una tasa de 0,5% subiendo hasta una “tasa sustentable”
- 3) La tasa promedio de cupón será de 2,33%
- 4) El ahorro total por modificación de intereses sobre la deuda es de 62%
- 5) La quita de capital será de 5,4%.
- 6) Se ofrecerá un nuevo set de bonos.

¿Qué es lo que aún no sabemos?

- 1) Los intereses durante el período de gracia ... ¿se capitalizan?
- 2) ¿Cómo es la estructura de amortización de los nuevos bonos?
- 3) ¿Cuántos bonos constituyen el nuevo set? ¿se ofrecerá un bono para tramo corto, otro para medio y un tercero para largos? ¿o solo dos bonos?
- 4) ¿Cuál es la extensión de plazos?

José M. Echagüe
Estratega

Francisco Mattig
Analista

Federico Bruno
Analista

Erik Schachter
Analista

- 5) ¿La oferta está armada de manera tal de ofrecer un mismo VPN para distintos tramos de la curva? Dicho de otro modo ¿el cupón promedio de 2,33% es promedio ponderado de todas las opciones? ¿o es el cupón promedio de cada una de ellas? La misma pregunta aplica para la quita de capital.
- 6) ¿Se ofrecerá una opción particular para los Discounts y Pares?

A continuación, vamos a tratar de ir suponiendo cada uno de los puntos que no sabemos

- 1) Asumimos que los intereses se capitalizan durante el período de gracia.
- 2) Asumimos que los nuevos bonos no son bullet, sino que amortizan en 8 cuotas semestrales en los cuatro años al vencimiento.
- 3) Guzmán habló de un set de bonos, pero no dijo cuántos bonos son. Lo más razonable sería que se emita un bono para cada tramo de la curva, dado que actualmente existe cierta diferenciación (aunque muy leve) en los precios de mercado y que, de esa manera, se pueden recurrir a las CACs single limb.
- 4) Los plazos son una de las incógnitas más grandes que quedó luego de la conferencia de ayer. Lo que hay que mirar para hacer un supuesto razonable de plazos es la vida promedio de los nuevos instrumentos y compararla con la vida promedio de los bonos actuales, que es de 11 años, aproximadamente. Si hacemos que los nuevos bonos venzan en 2035, 2045 y 2055, entonces la vida promedio (ponderada por outstanding) nos queda de 24 años, es decir, una extensión de plazos de 13 años que luce razonable.
- 5) Esta es una cuestión importante: si hacemos que cada uno de los tres bonos tenga un cupón promedio de 2,33% y una quita de capital de 5,4%, la diferencia en el precio favorece demasiado al bono más corto (VPN mayor al 70% y 100% del bono corto y mediano). Si, por el contrario, hacemos que el bono 2035 tenga un cupón promedio de 1,0% (step-up hasta 1,0%) y una quita de capital de 20%; que el bono 2045 tenga un cupón promedio de 2,3% (step up hasta 3,0%) y sin quita de capital; y que el 2055 tenga un cupón promedio de 3,2% (step-up hasta 3,5%) y sin quita de capital. La diferencia a favor del bono más corto sigue presente, pero es mucho menor (entre 10% y 15% respecto de los otros dos).
- 6) No se dijo nada sobre Discounts y Pares. Las cuentas que hemos hecho en este ejercicio reflejan un promedio ponderado por outstanding donde el 2035 se ofrece del AA21 al A2E3; el 2045 del AA26 al AL28 y el 2055 del AA36 al AC17, pero sin incluir los bonos 2005.

¿Cómo quedan las valuaciones con estos supuestos?

Para simplificar, en línea con lo expuesto en el punto 5 de más arriba, tomamos el escenario donde se da tratamiento de cupón y capital diferenciado a cada bono, de manera tal de que los VPN sean más parejos entre los tres. La exit yield es una cuestión importante, que trataremos más abajo, por lo pronto presentamos una sensibilidad a exit yields de 8%, 10% y 12%.

Nuevos instrumentos	Cupón prom	Quita K	VPN de nuevos bonos s/ exit yield		
			8%	10%	12%
Bono 2035	1.0%	20%	33.5	26.4	20.9
Bono 2045	2.3%	0%	32.9	23.7	17.4
Bono 2055	3.2%	0%	32.3	22.8	16.6
Prom ponderado*	2.2%	5.40%	32.9	24.1	18.1

* Promedio ponderado por outstanding de Globales (27% cortos del 2021 al 2023; 43% medios del 2026 al 2028; 30% largos del 2036 al 20117)

Comentarios finales

Exit yield: es una discusión muy importante y que, según creemos, debe darse. Si tomamos como referencia países con calificaciones crediticias a las que podría apuntar Argentina (actualmente en “Selective Default”), el rango de yields es desde 12% de países como Belize, que tienen calificación CCC+ y un largo historial de defaults como Argentina, hasta 8% de países con calificación BB- como Bolivia. Dada la magnitud de los desequilibrios de Argentina, creemos que la exit yield está más cerca de 12% que de 8%.

Bono	Rating	Yield
Belize 2034	CCC	12.4%
Honduras 2027	BB-	7.2%
Bolivia 2038	BB-	8.0%

FMI: Justamente ayer, Kristalina Georgieva manifestó la disposición del organismo para trabajar por la sostenibilidad de Argentina y dijo que podrían jugar un rol con los acreedores privados. Guzmán incluso dejó en claro que negociarán con el fondo el cronograma de desembolsos por los USD 43.5 Bn que el país le debe para mejorar el perfil de vencimientos. Nuestra lectura es que el fondo muy probablemente haya estado atrás del diseño de la propuesta presentada y garantizando que los parámetros de sostenibilidad que divulgó en su última nota técnica se cumplan en los escenarios macro trazados por Guzmán.

Entendimiento: Guzmán remarcó en su presentación que todavía no ha habido entendimiento con los acreedores privados. Los resultados de nuestro análisis (contingente a conocer la propuesta completa) nos dice que el no entendimiento está muy fundamentado: la quita promedio va del 82% al 68% en términos de VPN dependiendo la exit yield. A nuestro entender, si la propuesta completa se parece bastante a esta, tiene casi nulas chances de ser aprobada.

Sweetener: Lo que podría mejorar la oferta es un “endulzante” o “sweetener” que busque tentar a los acreedores ante una propuesta tan agresiva como la que, aparentemente, se presentará. De todos modos, hay límites bastante claros a este “endulzante”. Por empezar, un instrumento del estilo del cupón del PBI tiene un valor demasiado acotado, teniendo en cuenta que la economía no crece en forma sostenida hace 11 años. Por otro lado, el Gobierno no se encuentra en una posición de liquidez demasiado cómoda como para hacer un pago en cash para tentar a los acreedores. El pago podría financiarse con un nuevo desembolso del FMI, dado que las amortizaciones de los bonos recién comenzarían en 2031 y que el préstamo del organismo (aun luego de reestructurado) se cobraría antes. Pero Guzmán ya ha declarado que no tiene previsto tomar más desembolsos a menos que sea destinado a infraestructura destinada a las exportaciones. La única posibilidad que surge es que los bonos capitalicen intereses respecto de su tasa de step-up final en un nuevo instrumento que luego sea ofrecido como “endulzante”.

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. ("Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotapartes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.