



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Informe
Especial
Nº407

*“Reapertura del
Canje de Deuda,
un Primer
Análisis”*

Por Ramiro Castiñeira

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Octubre
2009**

39 1970 - 2009
*años dedicados al
Análisis Macroeconómico*

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso IV Trim 2009: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A
economic research and forecasts

“Reapertura del Canje de Deuda, Un Primer Análisis”

Por Ramiro Castiñeira¹

La semana pasada el Gobierno anunció la reapertura del canje de deuda pública en condición de default que actualmente alcanza u\$s20.000 millones. En su presentación el Gobierno señaló que no podía dar detalles de la propuesta hasta tanto la Security and Exchange Commission de los Estados Unidos (SEC) aprobase la operación que habilite emitir deuda Argentina bajo legislación Americana.

Ahora bien, con el paso de los días ya han trascendido detalles de la oferta que habrían presentado tres bancos internacionales al Gobierno que abrió esta nueva ronda de negociaciones. Pese a la falta de información oficial por limitaciones legales, en **Econométrica S.A** nos pareció que los trascendidos que están circulando extraoficialmente en el mercado son lo suficientemente cuidadosos como para ser analizados a fin de disponer de una primera aproximación de lo que podría ser la propuesta de la reapertura del canje de la deuda pública. A medida que se disponga de mayor información, actualizaremos el análisis en nuestros próximos informes.

TRASCENDIDOS DE LA PROPUESTA DE LA REAPERTUTA DEL CANJE DE DEUDA.

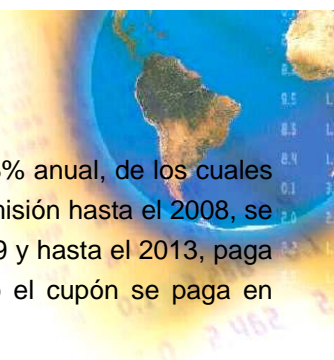
Tres bancos internacionales acercaron al Gobierno Argentino una oferta para alcanzar un acuerdo por la deuda pública en condición de default. Aseguran representar acreedores con una tenencia de títulos en default por un total de u\$s10.000 millones, magnitud equivalente al 50% de los bonos del gobierno argentino en tal condición.

En su esencia, la oferta de los bancos implica que ahora aceptan las condiciones de emisión que no aceptaron en el canje de deuda realizado en el año 2005.

En aquella oportunidad el Gobierno ofreció al acreedor la posibilidad de elegir entre tres nuevos bonos para ingresar al canje: el Bono Par, el Bono descuento y el Cuasipar. Cada uno de ellos implicaba diferentes magnitudes de quita sobre el capital como distintas condiciones de emisión. Pero a precios de mercado todos ellos se acercaban a un valor que rondaba los u\$s30 cada 100 nominal en default. En esta oportunidad la oferta se limitaría sólo al Bono descuento nominado en dólares.

- **Capital:** El Bono descuento tiene implícita una quita sobre el capital de la deuda en default del 65%. Ello implica que el Gobierno entregaría u\$s35 en un nuevo bono, por cada u\$s100 hoy en default.

¹ Email: rcastineira@econometrica.com.ar



- **Tasa de Interés:** El bono descuento devenga una tasa de interés del 8,28% anual, de los cuales una parte se capitaliza y la otra se paga en efectivo. Desde su fecha de emisión hasta el 2008, se pagaba 3,97% en efectivo y el resto se pagaba capitalizaba. Desde el 2009 y hasta el 2013, paga en efectivo el 5,77% anual y el resto se capitaliza. Desde el 2014 todo el cupón se paga en efectivo.

Trasciende que los acreedores exigen el reconocimiento de los intereses pagados por el bono desde su emisión a la actualidad, y que no percibieron por no haber aceptado el canje en su momento. A la actualidad, el reconocimiento de los intereses pagados y capitalizados por el Bono descuento genera un incremento de la oferta de u\$s19,5 dólares.

- **Unidad Ligada al PBI:** De igual modo, los acreedores también exigen los pagos realizados a la fecha por la correspondiente unidad ligada al PBI. Contando el pago de diciembre de este año sumaría otros u\$s7,4 a la oferta.

La exigencia del reconocimiento de intereses ya pagados, los bancos advierten que no sería en efectivo, sino emitiendo un nuevo bono, aunque a corto plazo. Alegan que el hecho de que no sea cash sino con un bono, no sólo evita un desembolso inmediato por parte del Gobierno, sino que además aseguraría no mejorar la oferta contra los que aceptaron el canje en su primer momento. Es decir, los que entraron en 2005 ya cobraron los intereses, en tanto que los que entran en esta etapa lo recibirían en un nuevo bono.

En suma, entre el bono descuento (u\$s35), el reconocimiento de intereses devengados hasta el 2009 (u\$s19,5), además de los pagos del bono PBI (u\$s7,4), la oferta de los bancos termina incrementado la emisión de nueva deuda a u\$s61,9 dólares, cada 100 que se entregan en condición de default. A los actuales precios los precios de mercado, la oferta equivale a u\$s53 dólares, incluyendo la unidad ligada

al
PBI.

Canje de Deuda
Oferta que acercaron los Bancos al Gobierno
Stock deuda en millones de u\$s y valor cada 100 nominal en default

	Stock Deuda	Valor	
		Técnico	Mercado
Deuda en Default	20.000	100,0	30 a 38
Oferta Bancos	12.400	61,9	53,0
i) Bono Descuento	8.900	44,5	33,3
Capital	7.000	35,0	25,3
Int. Capitalizados (03-09)	1.900	9,5	8,0
ii) Bono Corto (5 años?)	3.500	26,9	14,6
Intereses cash (03-09)	2.000	10,0	8,4
Pagos Bono PBI (03-09)	1.500	7,4	6,2
iii) Cupón PBI (V. Mercado)			5,0

Flujo cash Intereses 2010: 715

Fuente: Econométrica S.A



Advirtiendo que los bonos en default cotizaron los últimos años a u\$s30 dólares, la propuesta de los bancos les generaría ganancias cercanas al 76% sólo el día que se concreta el canje. Simple, compraron a u\$s30 y reciben u\$s53.

La oferta es tan atractiva para los acreedores que explica en buena medida porque en la propuesta los bancos se comprometen a comprar u\$s1.000 millones de nueva deuda que genere liquidez al Gobierno, si es que no se modifican las condiciones de emisión que proponen para cerrar el trato. También asegurarían un piso de 50% de aceptación de la nueva propuesta para salir del default.

• **ESCENARIOS PARA LA NEGOCIACIÓN**

Mientras más atractivo para el acreedor, menos conveniente para el deudor, en este caso el Gobierno, y por lo tanto, la sociedad.

A modo de ejercicio, como advierte el primer cuadro (hoja anterior), bajo el supuesto que se canjee toda la deuda en condición de default (u\$s20.000 millones), el Gobierno emitiría u\$s7.000 millones por el bono descuento, que los intereses devengados lo incrementaría a un valor técnico de u\$s8.900 millones. Además, se emitiría otro bono por u\$s3.500 millones por todos los intereses cash pagados hasta la fecha, incluyendo los pagos del Bono PBI. Entre ambos bonos, los u\$s12.400 millones a emitir en 2010 estaría generando un incremento en el pago de intereses de u\$s715 millones, equivalente a 0,2% del PBI.

Ahora bien, vale advertir que desde que el Gobierno anunció la reapertura del canje de la deuda la semana pasada, en Nueva York se realizaron operaciones de la de deuda Argentina en default a una paridad promedio a los u\$s38.

A juzgar por el precio de las últimas operaciones esta semana, podría indicar que el mercado descuenta un escenario donde el Gobierno reconoce los intereses pagados y devengados, pero sin la entrega el Bono PBI ni sus pagos acumulados hasta la fecha. Bajo este supuesto se reduciría la emisión a u\$s10.900 millones a valor técnico, en tanto que los intereses a pagar en 2010 serían u\$s629 millones, 0,2% del PBI.

Valor de la Oferta dependiendo de lo que se reconoce

a valor de mercado en u\$s cada 100 nominal en default

Ganancia neta:

Componentes de la Oferta	Valor	
	Mercado	Acumulado
i) Bono Descuento	25,3	25,3
ii) Intereses Devengados (2003-2009)	8,0	33,3
iii) Intereses Cash (2003-2009)	8,4	41,8
iv) Pagos Bono PBI (2003-2009)	6,2	48,0
v) Cupón PBI	5,0	53,0

Si compra en default a:	
30	38
-16%	-33%
11%	-12%
39%	10%
60%	26%
77%	39%

Fuente: Econométrica S.A

Por último, si a ello se suman los u\$s260 millones que generaría la renegociación de la deuda en default con el Club de París (u\$s6.500 millones), implica que el costo financiero total para salir de la condición de default suma u\$s889 millones, equivalentes a sólo 0,3% del PBI.

Canje de Deuda en 2010

en millones de dólares

	Deuda en Default	Se Reconoce	Nueva Deuda	Intereses 2010		
				Cupón	Cash	Capitalización
Holdouts	20.000	Cap	10.900 *	8,28%	629	274
Club de París	6.500	Cap e int	6.500	4,00%	260	-
Total	26.500		17.400		889	

* Se canjean por Bonos Descuento en dólares por u\$s7.000 millones (65% de quita) pero se reconocen los intereses a la fecha, elevando la emisión en 3.900 millones

No incluye pago en Efectivo ni entrega de Bonos PBI.

Fuente: Econométrica S.A

- **Lo Urgente y lo Importante: Crédito y Superávit.**

El mejor contexto internacional y la apuesta del regreso de Argentina a los mercados de deuda, fundamentan el giro en las expectativas en los mercados en los últimos meses, que explica el importante freno en la salida de capitales privados, como suba de los títulos públicos y la consecuente baja del riesgo país.

Ahora bien, la mayor predisposición que muestra el Gobierno por recuperar el acceso a los mercados de deuda responde a la pérdida del superávit fiscal este año. En efecto, el superávit primario luego de gravitar en torno a 3% del PBI los últimos años, en 2009 cerraría en 0,6% del PBI, magnitud que se transformaría en un déficit de medio punto del producto de no considerar los nuevos recursos que generó la estatización de las AFJP.

Hoy día es más fácil y menos traumático para la economía intentar recuperar el acceso a los mercados, que recuperar rápidamente los tres puntos porcentuales de superávit primario que asegura en el tiempo el servicio de la deuda con plena independencia de los mercados.

La revisión anual del FMI y una rápida renegociación de la deuda en default con el Club de París y Holdouts no sólo es posible sino también necesario ante la ausencia de superávit fiscal, condición macroeconómica que aumentó seriamente la vulnerabilidad de la economía a futuro y que se traduce en menor crecimiento económico.

Respecto al FMI, demás está decir que Argentina no necesita un acuerdo “Stand-by” con el Organismo dado que el superávit de Cuenta Corriente en el Balance de pagos cercano a u\$s10.000 millones y un déficit fiscal de 0,5% del PBI tras pago de intereses de la deuda neta, torna evidente

*“Reapertura del Canje de Deuda: Un Primer Análisis”
Por Ramiro Castiñeira*



que Argentina no necesita financiamiento externo, sino frenar la salida de capitales que permitiría recomponer el crédito interno.

Sin dirimir si el mundo sale de la tormenta o sólo estamos en el ojo del huracán, lo cierto es que la vuelta del crecimiento mundial con tasas de interés internacionales aún más bajas que antes de la crisis subprime, otorga una oportunidad única para renegociar toda la deuda en default a un costo de sólo 0,3% del PBI.

Posiblemente la vuelta a los mercados de deuda frene la salida de capitales, por no decir que la revierta, que otorgaría un rebote económico más sólido, y el momento óptimo para recuperar el superávit primario perdido tras la crisis y los excesos del pasado.

Vale advertir que perder la oportunidad de recuperar los mercados puede salir muy caro. Ya sin superávit ni acceso a los mercados, de revertirse el contexto externo el Gobierno bien podría llegar a un descalabro macroeconómico por la exigencia de fondos para el pago de la deuda de sólo 2,3% del PBI entre capital e intereses en 2010. Algo similar a ahogarse con un vaso de agua.