

18 de abril de 2020

Oferta Formal

En la noche de ayer se conoció la oferta formal. La presentación de la oferta de canje de los bonos con legislación extranjera se realizó en la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). Puede encontrar el documento [aquí](#). En las siguientes líneas simplemente resumimos los principales puntos de la oferta.

El Gobierno Argentino ofrecerá 10 nuevos títulos en el canje, cinco emitidos en USD y otros 5 emitidos en EUR. Como se canjean por misma moneda de emisión, en este *Resumen* nos centramos en los bonos en dólares. A continuación el detalle de los títulos a emitir.

2030 USD: amortización parcial 5 cuotas anuales 2026 al 2030

From and including	To but excluding	Rate
November 15, 2022	November 15, 2025	0.
November 15, 2025	November 15, 2027	1.
November 15, 2027	November 15, 2030	1.

2036 USD: amortización parcial 6 cuotas anuales 2031 al 2036

From and including	To but excluding	Rate
November 15, 2022	November 15, 2023	0.50
November 15, 2023	November 15, 2025	1.50
November 15, 2025	November 15, 2027	2.70
November 15, 2027	November 15, 2036	3.87

2039 USD: amortización parcial 11 cuotas anuales 2029 al 2039

From and including	To but excluding	Rate
November 15, 2022	November 15, 2023	0.60
November 15, 2023	November 15, 2025	1.70
November 15, 2025	November 15, 2027	4.00
November 15, 2027	November 15, 2039	4.50

2043 USD: amortización parcial 14 cuotas anuales 2030 al 2043

From and including	To but excluding	Rate
November 15, 2022	November 15, 2023	0.60%
November 15, 2023	November 15, 2025	3.00%
November 15, 2025	May 15, 2029	3.625%
May 15, 2029	November 15, 2043	4.875%

2047 USD: amortización parcial 20 cuotas anuales 2028 al 2047

From and including	To but excluding	Rate
November 15, 2022	November 15, 2023	0.50%
November 15, 2023	November 15, 2025	1.75%
November 15, 2025	November 15, 2027	3.75%
November 15, 2027	November 15, 2047	4.75%

Como se puede observar, todos los nuevos bonos cuentan con amortización parcial en cuotas, intereses step up (crecientes o escalera), tiene dos años de gracia no capitalizables y los cupones de intereses son muy bajos.

La oferta agrupa familias de bonos. Esto quiere decir, los títulos elegibles por los inversores no son los mismos para todos los títulos a presentarse al canje. Los bonos cortos y los del canje de 2005 tienen prioridad en la elección. En algunos casos pueden canjearse a par, recibo un nominal por cada nominal entregado. En otros casos el canje implica una pequeña quita, recibo menos de un nominal por cada nominal entregado. La quita de la deuda pasa por una gran reducción de intereses pero no de capital.

Los títulos AA21, A2E2, A2E3, AA26, A2E7, A2E8, AL28, AL36 (algo más castigados) pueden ser canjeados por:

- 0,88 bonos del 2030
- 0,95 bonos del 2036
- 0,95 bonos del 2047

Los AA46, los AE48 y los AC17 pueden ser canjeados por:

- 0,95 bonos del 2036
- 0,95 bonos del 2047

Los DICY y DIY0 pueden ser canjeados por:

- 1,4020 bonos del 2039 (dado el residual sería uno a uno)
- 1,3319 bonos del 2047 (dado el residual sería uno a 0,95)

Los PARY y PAY0 pueden ser canjeados por (los menos castigados de todos):

- 1 bono del 2043
- 0,95 bonos del 2047

Como está planteado el canje en lo personal considero que está totalmente lejos de ser aceptado por las mayorías necesarias (la única oferta a considerar es la del PARY/PAY0). Los precios de salida de los nuevos títulos se ubicarían entre 25 USD y 40 USD dependiendo la tasa de salida que exija el mercado o “exit yield” (entre el 15% y 10%, respectivamente).

Repasamos algunas conclusiones del *Resumen Económico* de ayer ([ver acá](#)). Se abren dos caminos luego de la oferta de ayer. El primero es que esta oferta sea el puntapié inicial de la negociación. Creo que sería el paso normal, el deudor lanza una oferta austera para luego ir subiendo el atractivo de la misma en el proceso de negociación con los acreedores. El segundo camino es que el Gobierno decida continuar firme con esta oferta, sin importar los umbrales de aceptación.

Pequeña y última opinión personal para finalizar. Esperemos que sea la primera alternativa mencionada, que se abran las negociaciones, sin dudas la menos dolorosa para ambas partes. El esquema planteado es correcto, dado que prioriza el aire. Pero los cupones de la oferta serán inaceptables por la inmensa mayoría de los tenedores. Se puede mejorar. A modo de ejemplo, multiplicado los cupones planteados por 3 para los primeros años, con alguna capitalización de los intereses en el periodo de gracia y con un leve incremento de los cupones lejanos iríamos a valores de recupero mucho más aceptables (40% a 68% dependiendo la exit yield). ¿El esquema descrito sería soportable para la Argentina como deudora? No sólo sería soportable, sino que sería un gol de media cancha para los próximos 4 años de Gobierno. Esperemos que prime la racionalidad para dejar la deuda a un lado y enfocarnos en otros problemas de la macro.

Hay tiempo para decidir. A mí juicio siempre es conveniente en las reestructuraciones ir con las mayorías.

Buen sábado,

juan@cucchiara.sba.com.ar