

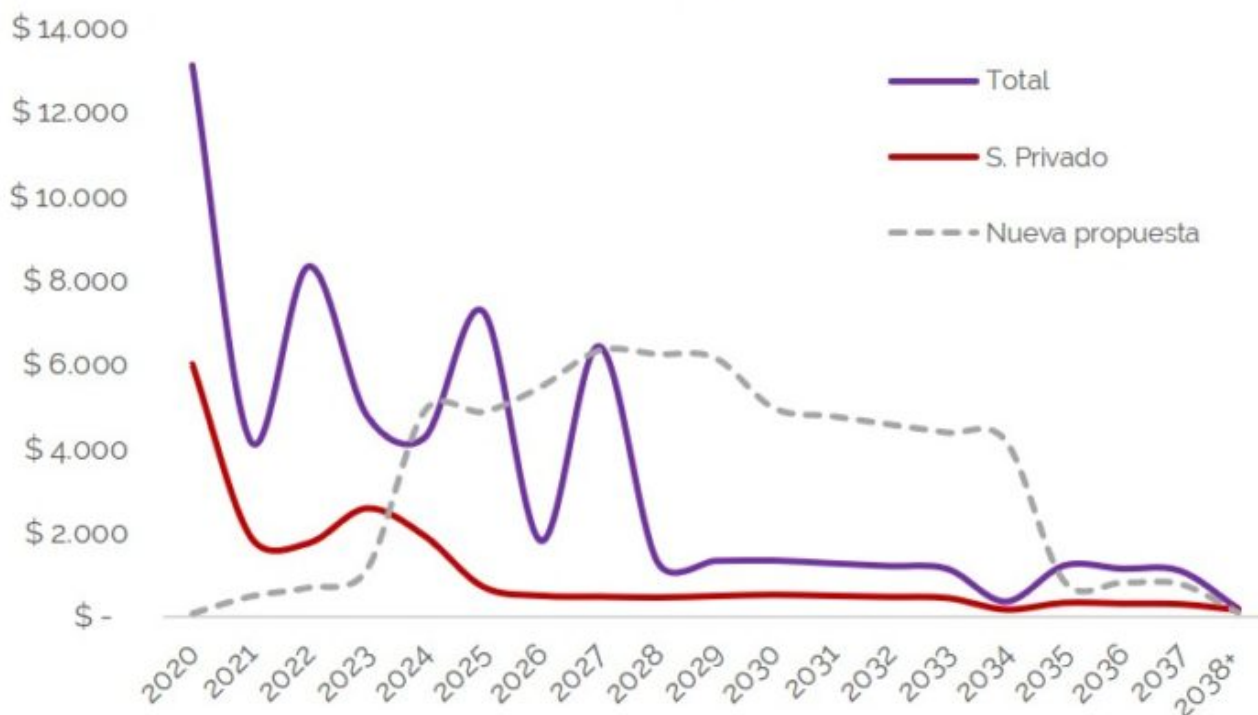
El ministerio de economía lanzó la segunda etapa del proceso de reestructuración de la deuda pública, esta vez de los instrumentos emitidos en moneda extranjera bajo legislación local, que deberá pasar por el Congreso para ser aprobado, para que luego pueda ejecutarse el canje. El monto a reestructurar es por un total de US\$ 45.300 millones, casi US\$ 20.000 millones menos que en la reestructuración bajo Ley Internacional.

La propuesta cumple con la premisa anunciada por el ministro de economía de sostener un tratamiento equitativo a la oferta efectuada para los tenedores de títulos públicos emitidos bajo legislación extranjera y ofrece la alternativa de realizar un canje de deuda denominada en dólares por pesos. De esta manera, se ofrecieron 4 títulos en moneda extranjera con vencimientos en el año 2030, 2035, 2038 y 2041. Asimismo, los tenedores de Letes y Bonar, en conjunto con los tenedores de Lelinks, Bono Dual 2020 y Bonte 2021 (Dólar linked), podrán optar por bonos del tesoro nacional en pesos con ajuste por CER con vencimiento en los años 2026 y 2028.

Para el pago de intereses pendiente se ofrecen dos alternativas en base a la elección de los tenedores. Al igual que para los tenedores de deuda bajo Ley Extranjera, un Bono en dólares con vencimiento en el año 2030 con una tasa anual del 1% y sino, títulos adicionales de los Boncer 2026 y 2028. Además, hay un incentivo para ingresar a este canje en su primera oferta dado que si los títulos son presentados durante el “Período de Aceptación Temprana de la Oferta”, se reconocerá el interés corrido de cada título desde la fecha de último pago al 4 de septiembre de 2020 (exclusive). Si los títulos son presentados con posterioridad a dicho período, se computará desde la fecha de último pago al 6 de abril de 2020 (exclusive).

Perfil de vencimientos actual vs. Nueva Propuesta

- Deuda en US\$; Ley Local -



Fuente: Invecq en base a Ministerio de economía y finanzas; estimaciones propias

La estrategia del gobierno se basa en las mismas premisas que con la deuda externa: reducir considerablemente los pagos que corresponden a la actual administración para comenzar a pagar algo significativo a partir del año 2024 y con mayor carga a partir de entonces. De esta manera, mientras que el gobierno debía afrontar pagos por cerca de US\$ 30.000 millones hasta el año 2023, con este esquema propuesto, esa carga se reduciría a solo US\$ 1.500 millones. Para el período 2024 - 2027, los compromisos que corresponderían a la próxima administración, variarían en US\$ 3.000 millones, comprometiendo pagos por US\$ 16.400 millones.

Para los bonos en dólares, el cupón es de carácter Step Up, y van desde 0,125% en el primer año hasta 5% en el último año. Por su parte, los Bonos CER tienen un cupón promedio de 2% y 2,5% según el bono. Por el lado legal, el gobierno ofrece cláusula RUFO, que se establece que si luego de realizada esta operación de canje, Argentina realizara voluntariamente una mejor oferta a los títulos elegibles en esta operación y/o a los títulos bajo legislación extranjera, esa mejor oferta se hará extensible a quienes entraron en este canje. Es decir, quien acepte esta oferta también será acreedor de futuras mejoras.

Una diferencia sustancial con respecto a la negociación de los Bonos Ley extranjera es que el gobierno logró llegar a un acuerdo en los términos legales con los acreedores locales previo al lanzamiento de la oferta, lo que supone esperar una próspera aceptación cuando efectivamente se formalice la propuesta.

Además, según estimaciones propias (sujetas a posibles cambios en el último mes) gran parte de las tenencias corresponden al Sector Público (65%), hecho que establece un piso de aceptación elevado para la aceptación.

A canjear	En millones de US\$	
	Total	S. Privado
Letes	\$ 6.016	\$ 1.504
Lelink	\$ 399	\$ 399
Bonar	\$ 30.352	\$ 9.825
Canje 2005/10	\$ 8.555	\$ 3.515

Fuente: Invecq

Aunque consideramos una buena noticia para el mercado el tratamiento de la deuda bajo Ley Local tanto en términos legales como en brindar la posibilidad de suscribir a una opción en moneda local ajustado por inflación y que no se realicen operaciones de forma compulsiva, sostenemos que el mayor atractivo sigue estando en la oferta en dólares, donde se volcará posiblemente el mayor monto de aceptación.

Los indicios fueron positivos y los bonos mostraron un alza moderada durante la jornada, aunque la clave para la evaluación del *upside* que podrían evidenciar los bonos elegibles dependerá de la tasa de descuento que se tome para la valuación de la deuda. Este punto es clave y es en parte el cuestionamiento que frena las negociaciones internacionales también. La falta de un plan macroeconómico atenta contra la capacidad de determinar a qué tasa descontar los flujos futuros, dada la capacidad de repago que tendrá Argentina. En el corto plazo, el país finalizará este año con un déficit fiscal ampliamente superior al del año 2015, una caída del PBI que será récord histórico y una expectativa de inflación que continúa acelerándose a raíz de la dominancia fiscal en este contexto. Actuar lo más rápido posible para otorgar cierta previsibilidad a la economía se vuelve una necesidad imperiosa.