

Rasgos generales de la propuesta de reestructuración de la deuda

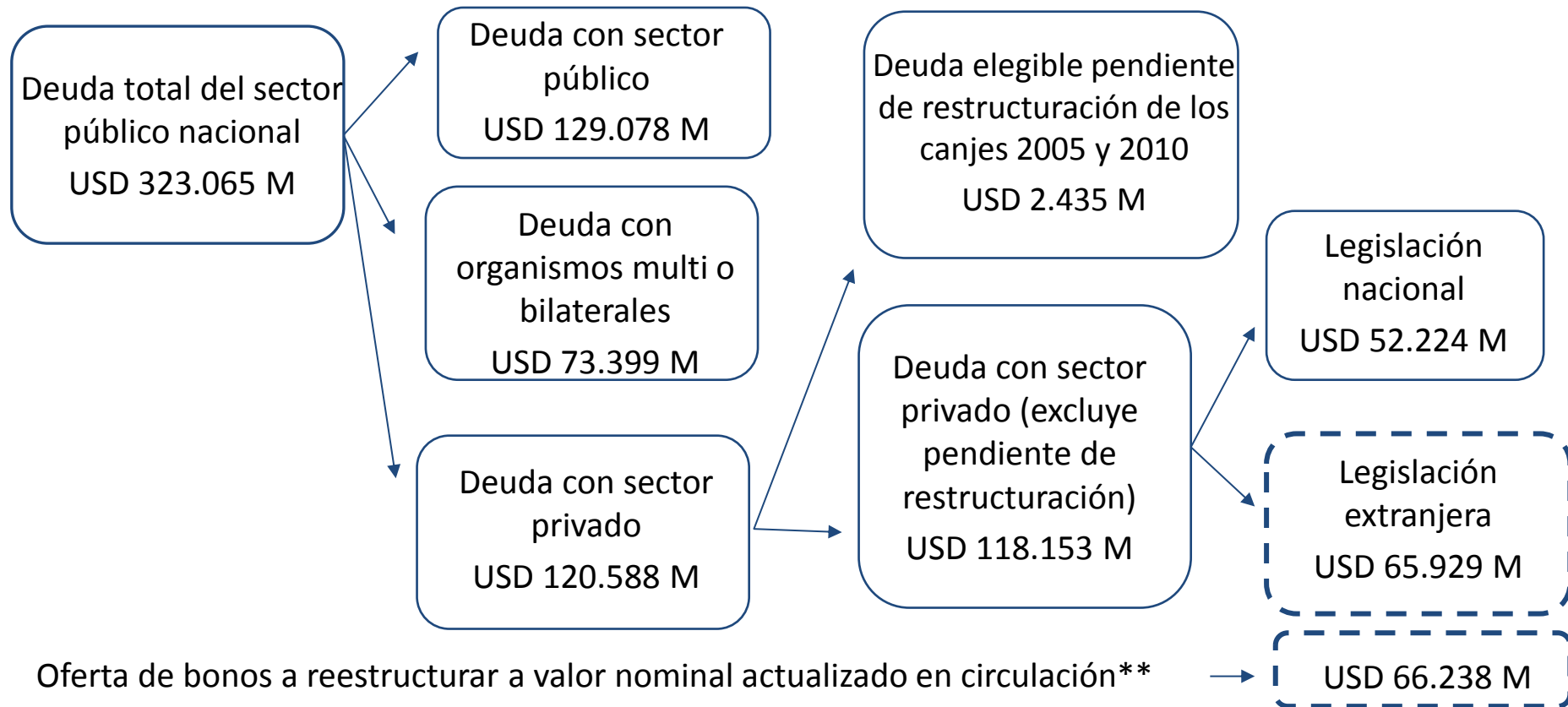
Pablo Manzanelli

Mayo 2020

- ✓ El gobierno nacional presentó la oferta de canje de la deuda planteando que la misma era insostenible. En la presentación de la Secretaría de Finanzas “Propuesta de Reestructuración de la Deuda Externa Pública” se argumenta la insostenibilidad afirmando: que la deuda del gobierno central asciende al 88,8% del PIB en 2019; que las necesidades de financiamiento son del 22% del PIB en 2020, del 17% en 2021 y 2022 y del 18% en 2023; y que, entre otras cuestiones, en virtud de la elevación del riesgo país la Argentina debería pagar tasas de interés superiores al 35% en el contexto actual.
- ✓ Se trata de un primer paso en la negociación de ese stock de deuda ya que la oferta de reestructuración presentada recientemente ante la SEC alude solo a la vinculada al sector privado bajo legislación extranjera. Ésta alcanza a 66.238 millones de dólares a valor nominal, lo que es equivalente al 20,5% del stock de la deuda del gobierno nacional al 31 de diciembre de 2019, y el 34,2% del stock de deuda si se excluye la deuda intra sector público. Cabe apuntar que de los 66.238 millones de dólares a reestructurar, 41.548 millones se generaron durante el gobierno de la alianza Cambiemos.
- ✓ Por su parte, es interesante señalar que los vencimientos de los bonos a canjear representan el 29,6% de los vencimientos totales que tenía la deuda al 31 de diciembre de 2019. No se trata de vencimientos importantes en el corto plazo ya que explican el 13,2% de los vencimientos totales en el período 2020-2025. Esto es así por la baja incidencia de los bonos a canjear en el total de los vencimientos de capital (6,8%) en tanto que el peso en el total de los vencimientos de intereses es elevado (37,9%). Esto explica que la estrategia de negociación se haya centrado en ofrecer una quita superior de los intereses por sobre el capital. Distinta deberá ser la estrategia con los organismos internacionales puesto que en el período 2020-2025 vencen 54.169 millones de dólares.
- ✓ La quita nominal implícita en la reestructuración propuesta asciende al 32,3% de los vencimientos totales que incluyen tanto capital como intereses. Se trata de una quita de 41.063 millones de dólares, que se concentra en los primeros 9 años (quita nominal del 76,2% en el período 2020-2028). Respecto a los plazos cabe apuntar que se extienden los vencimientos de corto plazo pero se acortan los de largo, por lo que se acumula la carga de vencimientos entre 2029 y 2036 cuando habría vencimientos por 56.696 millones de dólares, equivalentes al 62,3% del total de la oferta.

¿Qué parte de la deuda se negocia?

- ✓ La oferta de reestructuración de la deuda alude solo a una parte del stock de la deuda del gobierno nacional. Al 31 de diciembre de 2019, la deuda total ascendía a 323.065 millones de dólares, de los cuales 129.078 millones son deuda intra-sector público, 73.399 con organismos internacionales, y 120.588 con el sector privado. De ese total se plantea reestructurar por el momento la deuda bajo legislación extranjera que alcanza a 66.238 millones de dólares a valor nominal. Cabe señalar que de ese total 41.548 millones se generaron en el último gobierno.



Oferta de bonos a reestructurar a valor nominal actualizado en circulación**

*La información corresponde al stock de deuda vigente al 31 de diciembre de 2019

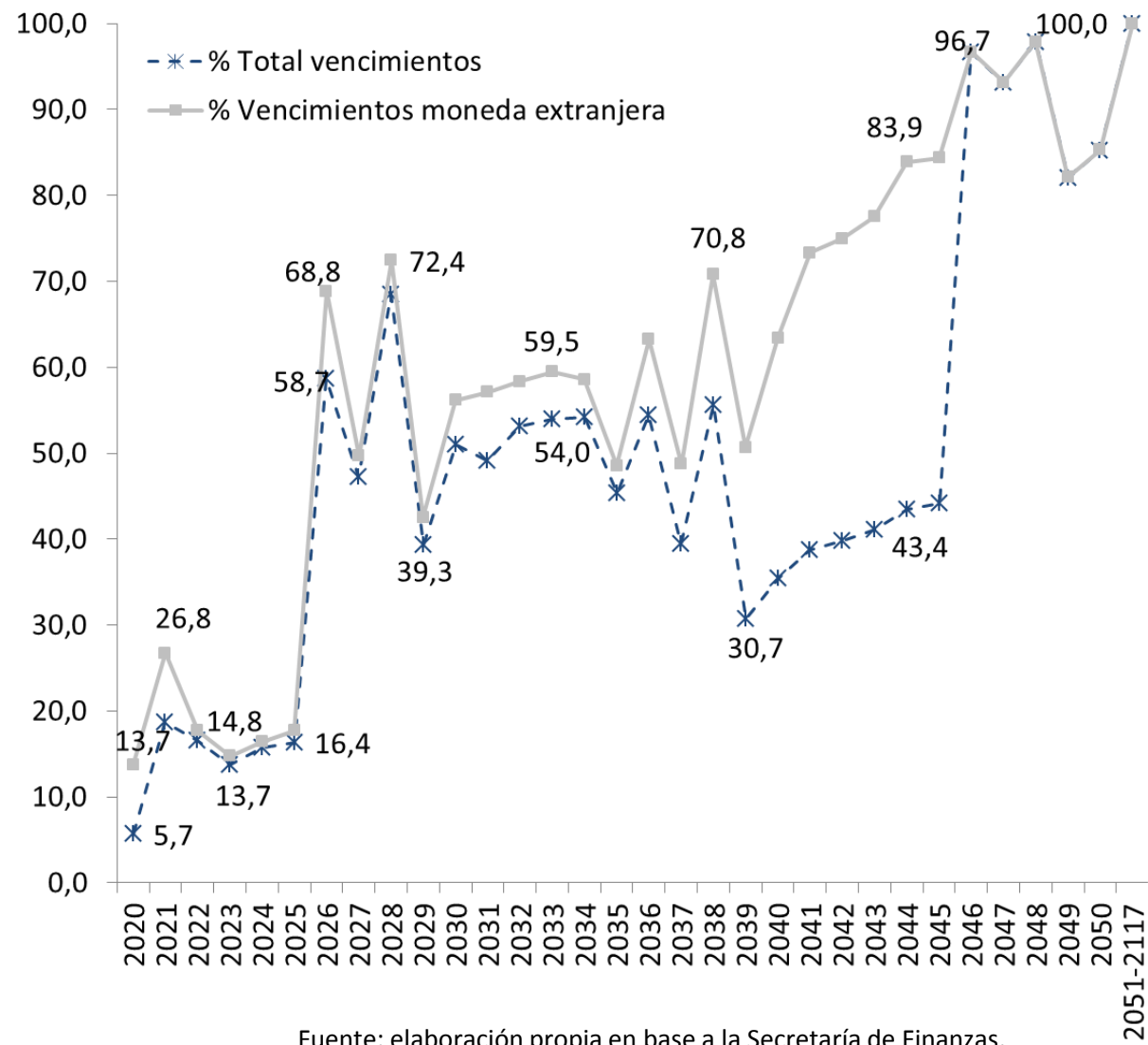
**Surge de multiplicar el valor nominal residual por el coeficiente de capitalización al 31 de diciembre de 2019

Fuente: elaboración propia en base a la Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía

¿Cuánto representan los bonos a reestructurar de los vencimientos totales?

- Los vencimientos de la deuda a reestructurar representan el 29,6% de los vencimientos totales de la deuda al 31 de diciembre de 2019, y el 37% respecto a los vencimientos en moneda extranjera.
- No se trata de los vencimientos de la deuda más relevante en el corto plazo ya que explican el 13,2% de los vencimientos totales en el período 2020-2025, y el 10,5% de los vencimientos totales en moneda extranjera en ese mismo horizonte temporal. Esto es por la baja incidencia en los vencimientos de capital (6,8% de los totales) dado que el peso en los vencimientos de intereses es elevado (37,9%), lo cual explica que la estrategia de negociación se haya centrado en una quita superior de los intereses.
- La gravitación de los vencimientos a reestructurar en este canje es del 58,9% de los vencimientos totales a partir de 2026, y el 66,4% de los vencimientos en moneda extranjera

Vencimientos de los bonos a reestructurar como porcentaje de los vencimientos totales y en moneda extranjera, 2020-2117 (en %)



Fuente: elaboración propia en base a la Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía

- ✓ La propuesta de reestructuración de la deuda con el sector privado bajo legislación extranjera consiste en canjear 21 bonos globales, de los cuales 17 fueron emitidos por el gobierno anterior. A estos bonos se los divide entre los que forman parte del canje de 2005 y 2010 (cuatro entre DISCOUNT y PAR) de los restantes (17 entre diversos BIRAD, BIRAE y BIRAF). Si bien cada bono tiene asignado un canje por otro bono con distintas opciones de quita de capital, de intereses y de plazos, cada tendedor de los bonos elegibles puede optar por canjearlos por otros bonos aunque ello está sujeto a límites en la emisión de los mismos. De allí que el resultado del canje es incierto. En este informe se parte de la propuesta original del canje tal como se muestra en el Cuadro de referencia.

Oferta de agrupamiento de los bonos a canjear y principales términos y condiciones de la oferta

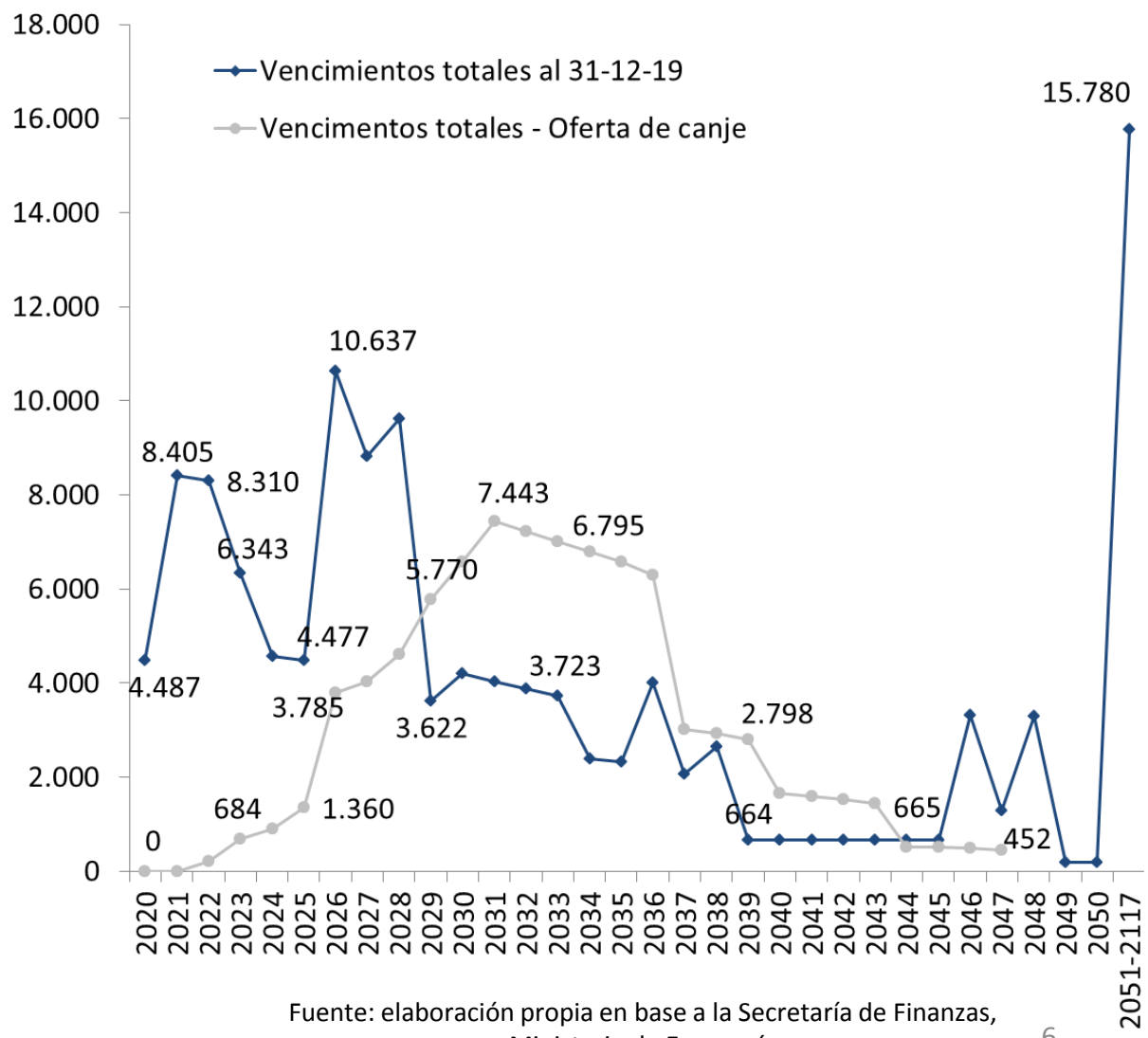
Bonos		Moneda	Madurez	Quita nominal %	Pago de interés	Cupón promedio	Tasas del (%)	Pagos de capital	Opciones grupos*	
Bonos elegibles contrato 2016	BIRAD 2020-22-23	Grupo 1	USD	2030	12,0	Semestral	0,64	0,5 a 1,75	5 iguales (2026-2030)	G1, G2, G3
	BIRAE 2022-23 y BIRAF 2020	Grupo 1	Euro	2030	18,0	Anual	0,42	0,5 a 0,75	5 iguales (2026-2030)	G1, G2, G3
	BIRAD 2026-27-28-28-36	Grupo 2	USD	2036	5,0	Semestral	2,44	0,5 a 3,875	6 iguales (2031-2036)	G1, G2, G3
	BIRAE 2027-28	Grupo 2	Euro	2036	5,0	Anual	1,5	0,5 a 2,5	6 iguales (2031-2036)	G1, G2, G3
	BIRAD 2046-48-2117	Grupo 3	USD	2047	5,0	Semestral	3,41	0,5 a 4,75	20 iguales (2028-2047)	G2, G3
	BIRAE 2047	Grupo 3	Euro	2047	5,0	Anual	2,42	0,5 a 3,5	20 iguales (2028-2047)	G2, G3
Bonos elegibles contrato 2005	DISCOUNT	Grupo 4	USD	2039	0,0	Semestral	3,01	0,6 a 4,5	11 iguales (2029-2039)	G3, G4, G5
	DISCOUNT	Grupo 4	Euro	2039	0,0	Anual	1,99	0,6 a 3,25	11 iguales (2029-2039)	G3, G4, G5
	PAR	Grupo 5	USD	2043	0,0	Semestral	3,43	0,6 a 4,875	14 iguales (2030-2043)	G3, G5
	PAR	Grupo 5	Euro	2043	0,0	Anual	2,45	0,6 a 3,875	14 iguales (2030-2043)	G3, G5

* La emisión del Bono 2030 tiene un límite en dólares de 11.400 millones y en euros de 3.200 millones. El Bono 2036 tiene un límite en dólares de 20.700 y en euros de 2.700 millones.

Impacto en los vencimientos totales

- De acuerdo con el agrupamiento de bonos a canjear señalado anteriormente, la quita nominal implícita en la reestructuración propuesta asciende al 32,3% de los vencimientos totales que incluyen tanto capital como intereses. Se trata de una quita de 41.063 millones de dólares.
- Esta quita se concentra en los primeros 9 años: quita nominal del 76,2%, que se reparte en 2 años de gracia (2020-2021) en el que no se paga ni capital ni intereses y una quita del 70,4% en el período 2022-2028.
- Respecto a los plazos cabe apuntar que se extienden los vencimientos de corto plazo pero se acortan los de largo, por lo que se acumula la carga de vencimientos entre 2029 y 2036 cuando habría vencimientos por 56.696 millones de dólares. Se trata del 62,3% del total de la oferta, y el 190,5% de los que había al 31 de diciembre de 2019.

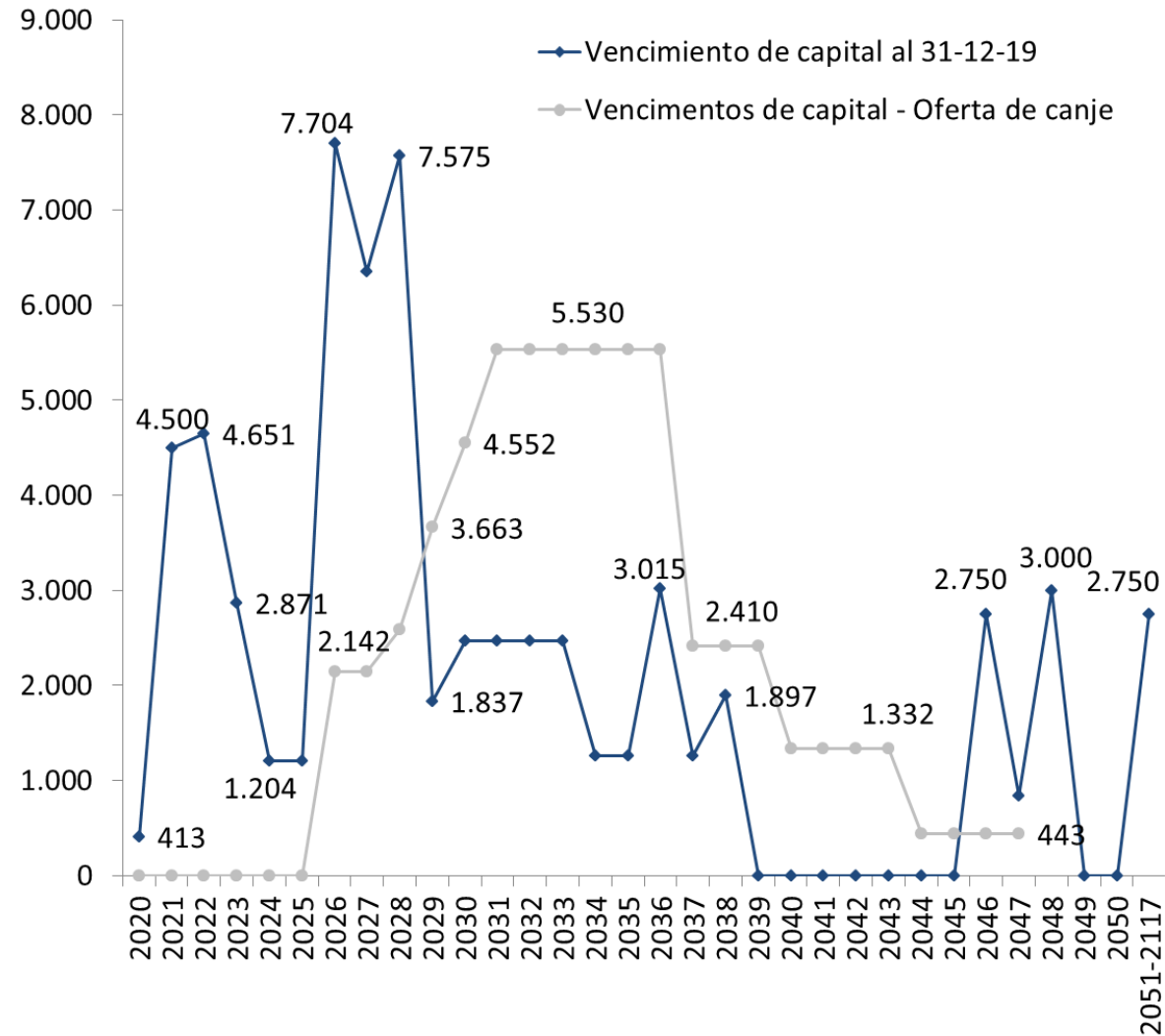
Vencimientos totales de los bonos a reestructurar y los que surgen de la oferta del canje, 2020-2117 (Mill. USD)



Fuente: elaboración propia en base a la Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía

- La quita nominal en los vencimientos de capital es de 5,5%, lo que equivale a 3.646 millones de dólares.
- En los primeros 9 años se advierte una mayor quita nominal (81,2%), que se reparte en 6 años de gracia (2020-2025) y una quita del 68,2% en el período 2026-2028.
- Los vencimientos a partir de 2029 serían, en cambio, 187,2% superiores a los vigentes al 31 de diciembre de 2019. La mayor carga se da entre 2029 y 2039 cuando habría vencimientos por 48.624 millones de dólares, lo que equivale al 77,7% del total de la oferta, y al 238,1% de los que había vigentes al 31 de diciembre de 2019.

Vencimientos de capital de los bonos a reestructurar y los que surgen de la oferta del canje, 2020-2117 (Mill. USD)

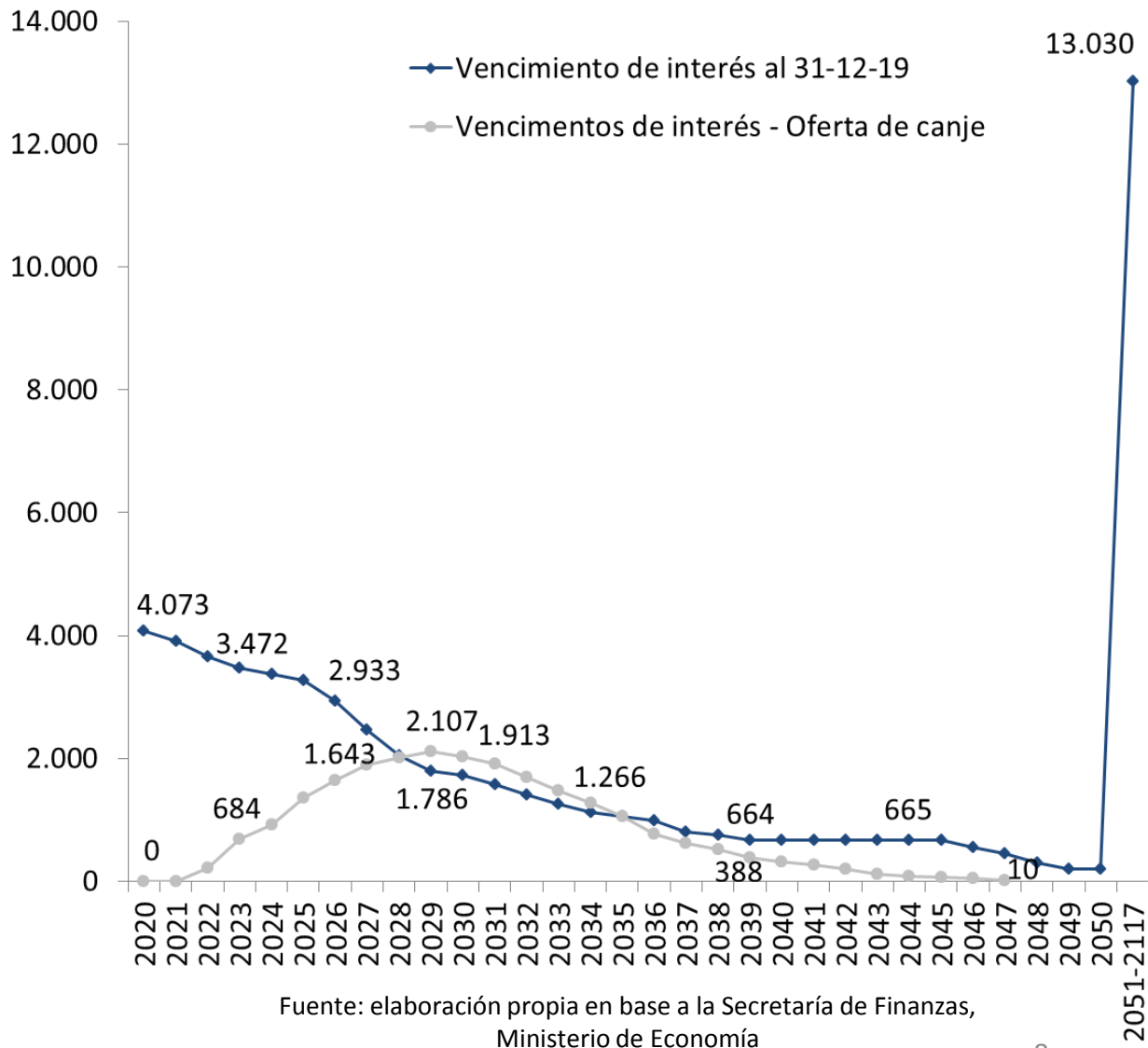


Fuente: elaboración propia en base a la Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía

Impacto en los vencimientos de interés

- La quita en los intereses de la deuda es superior a la de los vencimientos de capital. La quita nominal del primero es del 61,3% contra el 5,5% de los vencimientos de capital. Ello equivale a una quita de 37.416 millones de dólares.
- Del mismo modo que en el tratamiento del capital, la quita se concentra en los primeros 8 años, en los que habría una quita nominal del 75,3%. En este caso habría 2 años de gracia (2020-2021) y quita del 65,0% en el período 2022-2027. Los vencimientos entre 2028 y 2034 son levemente superiores a los actuales y posteriormente se vuelven a reducir, aunque se acorta la vida promedio de la deuda de largo plazo.
- Cabe señalar que la tasa de interés promedio de la deuda reestructurada sería del 2,3% anual cuando estos bonos tenían una tasa promedio del 5,7%.

Vencimientos de interés de los bonos a reestructurar y los que surgen de la oferta del canje, 2020-2117 (Mill. USD)



Fuente: elaboración propia en base a la Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía

Centro de Investigación y Formación de la República Argentina

