

Econométrica

economic research and forecasts



Informe Mensual
Septiembre 2013

“Reapertura del canje: más vale tarde que nunca”

Por Ramiro Castiñeira

www.econometrica.com.ar



Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, Piso 2 C1047AAI

Buenos Aires, Argentina

www.econometrica.com.ar

T: (+54 11) 4325-9443

Reapertura del Canje: más vale tarde que nunca

Por Ramiro Castiñeira¹

Tras la ratificación del fallo del juez Griesa por parte de la cámara de apelaciones, la argentina perdió en la anteúltima instancia previa a una sentencia definitiva. Sólo resta saber si el caso será tomado por la corte suprema de EE.UU., o caso contrario, el fallo vuelve a la cámara para que ahora todos sus miembros dicten una sentencia definitiva.

El único aspecto a favor de Argentina, por lo menos en el corto plazo, es que la cámara mantuvo el “stay” al fallo del Juez Griesa, lo que implica que Argentina no tiene que hacer un depósito de USD 1.300 millones, tal como lo había exigido el juez en su momento al dictar su fallo. La exigencia del depósito fue tras comentarios en la *arena política* que dio a entender al juez Griesa que Argentina no mostraba intención de acatar su fallo.

Un aspecto que jugó contra la Argentina en la causa, fue la propia “ley cerrojo” que impedía reabrir el canje de deuda, pese a que el canje demostró ser una exitosa herramienta para reestructurar la deuda argentina en condiciones favorables para el Estado Nacional. No reabrir el canje impedía otorgar igual trato a quienes no ingresaron al canje en su momento y sólo dejaba el camino de la justicia para reclamar sus acreencias.

La tardía reapertura del canje deja sin efecto por lo menos parte de los argumentos que fundamenta el fallo contra Argentina, además de demostrar una actitud más negociadora. En números, la posición Argentina pasó de “ni un dólar para los que no aceptaron el canje” a “les ofrezco 54 centavos de dólar, por cada dólar en bonos en default”. Esta oferta implica que argentina ofrece USD 4.400 millones en nuevos bonos, más cupones PBI, para el 7% que está en default, que a los actuales precios de mercado la oferta suma poco más de USD 3.500 millones.

Pero si bien la reapertura del canje abre la puerta para cobrar con quita, es una realidad que no otorga respuesta a la posición más dura que argumenta la querella, y que el Juez y parte de la cámara convalidaron con sus fallos: que Argentina no trata igualmente a todos sus acreedores, dado que les paga a unos y a otros no, no importa cuando asumió la deuda, ni a que precio las compró el acreedor, como tampoco si el acreedor aceptó una quita de manera voluntaria. Simple, algunos acreedores de argentina cobran y otros no. El fallo “*simplemente*” reconoce el derecho a cobrar la deuda ya vencida.

¹ ramirocastineira@gmail.com - (155) 109 1560 - @rcas1



Es obvio que los fondos buitres que actualmente están litigando en el juzgado de New York no van a entrar en la nueva reapertura del canje. El anuncio de la reapertura es más bien parte de la estrategia de negociación de Argentina que permite debilitar la argumentación de que Argentina es un “*deudor recalcitrante*”. Si bien el nuevo canje puede tener algún grado de aceptación por tenedores minoristas cansados por la extensión del litigio y las amenazas de no acatar la sentencia, es posible que no alcance para dar vuelta el fallo actualmente en contra.

La lectura del “*pari passu*” de la cámara es tan simple como dura: quién tiene deuda de Argentina tiene derecho a cobrar, y con prioridad al resto si está vencida. Que Argentina quebró en 2001, para la cámara es un dato menor, al igual que el exitoso canje voluntario.

Ahora bien, bajo el supuesto que se de el peor escenario y que la justicia americana obligue a honrar las deudas asumidas en la convertibilidad, la realidad es que el fallo del Juez Griesa como el de la cámara argumenta que dicha sentencia no otorga derecho alguno para el 93% que ingresó al canje. El juez entiende que el 93% que aceptó la quita lo hizo de manera voluntaria, cuando disponía de la posibilidad de ir a la justicia para reclamar cobrar el 100%. Es decir, para el juez y la cámara la quita fue una concesión voluntaria del acreedor, y por lo tanto el actual fallo no se extiende sobre el 93%.

El punto no es menor dado que el Juez considera que su fallo no pone en riesgo el 93% renegociado, dado que su fallo no otorga nuevos derechos a quienes aceptaron el canje en su momento. No obstante, el fallo tal redactado tampoco quita el derecho de ir a la justicia a exigir igual trato, con el riesgo que otro juez interprete que sí otorga “algún” derecho al 93% a querer recibir igual trato. Ese riesgo paraliza a la Argentina dado deja abierta la posibilidad de una catarata de juicios contra la Argentina, aún acatando el fallo. Sólo que el máximo tribunal falle en igual sentido no dejará margen a la duda.

No es menor que en diciembre de 2014 vence la cláusula que otorga el derecho a quienes entraron al canje de 2005/10, a hacer extensivo cualquier nueva oferta que el Gobierno haga en forma VOLUNTARIA a los holdouts. La palabra “*voluntaria*” es claro que no es por acatar a un juez, pero nuevamente deja margen de duda y la industria del juicio sin duda sacará provecho. Dado que sólo faltan meses que venza la cláusula (RUFO, por sus siglas en inglés), no es menor cuando se anunciaría la sentencia definitiva, aún si la corte suprema no toma el caso. La misma sentencia después de Diciembre de 2014, elimina los riesgos de llevar a foja cero todo lo renegociado, dado que desvincula al 93% con el 7% restante. ¿Concederán por los menos eso?

En el resto del informe cuantificaremos nuevamente la oferta del Gobierno a los actuales precios de mercado. En resumen, podemos decir que el Gobierno ofrece emitir USD 0,67 por cada dólar en default, que a los actuales precios de mercado tienen una valorización de USD 0,54 centavos. El canje de 2005 demostró ser una excelente herramienta para que Argentina renegocie en términos congruentes a su capacidad de pago. Bienvenida su reapertura por más tarde que sea.



Valuación de mercado de la oferta del Gobierno

Reabrir el canje de deuda implica otorgar las mismas condiciones que se ofrecieron en el canje del año 2005, tal como ya sucedió en la reapertura del canje en el año 2010. En dicha oportunidad, los intereses pagados por el Bono Descuento entre 2005 y 2010, se reconocieron pero no pagando en efectivo, sino entregando un nuevo bono con vencimiento en el año 2017. Lo que no se reconoció fueron los pagos que realizó el cupón PBI hasta el año 2010.

En la nueva reapertura del canje este año se otorga el mismo trato pero extendiendo los plazos. Es decir, se reconocen los intereses que pagó el Bono descuento en efectivo entre 2005 y 2013 otorgando un nuevo bono con vencimiento en 2017, pero nuevamente no se reconocen los pagos del Bono PBI en dicho periodo.

- **El Bono descuento** implica una quita del capital del 66%. Por lo tanto parte de USD 33 dólares cada 100 en default. Pero como fue capitalizando intereses desde su emisión a la fecha, su valor técnico se elevó a USD 47,1. Actualmente este Bono cotiza con una paridad de 64,4%, lo que implica que el valor de mercado es de USD 30,3 en la actualidad.
- A ello se suma el bono que reconoce los intereses que se pagaron en efectivo. Nuevamente, desde su emisión hasta la actualidad, el Bono descuento pagó USD 19,9 de intereses cada 100 en default, por lo que ese será el monto a emitir del nuevo Bono. **El Global 2017** actualmente cotiza con una paridad del 80,6%, lo que implica que tiene un valor de mercado de USD 16,0.
- Por último, también se entregan **unidades PBI**, por igual monto al capital en default. Cien unidades PBI, actualmente tienen un valor de mercado de USD 7,8.

Canje de Deuda III - Valuación de Mercado

Cada 100 nominal de capital en default

	Oferta Canje III	Precio mercado	
		Paridad %	USD
Capital en default	100,0		
Oferta del Gobierno - Canje 2013	67,0		54,2
Bono Descuento (DICA)	47,1	64,4%	30,3
Bono Global 2017 (ley Ar.)	19,9	80,6%	16,0
Cupones PBI			7,8

* Paridades y precios del 06/09/2013

Fuente: Econométrica



“Reapertura del canje: más vale tarde que nunca”

Por Ramiro Castiñeira



La simple suma de los tres conceptos implica que el Gobierno se compromete a emitir nueva deuda por un nominal de USD 0,67 por cada dólar de capital en default, más la entrega de unidades PBI. A valor de mercado implica que la oferta del Gobierno vale USD 0,54 dólares por la entrega de cada dólar en default.

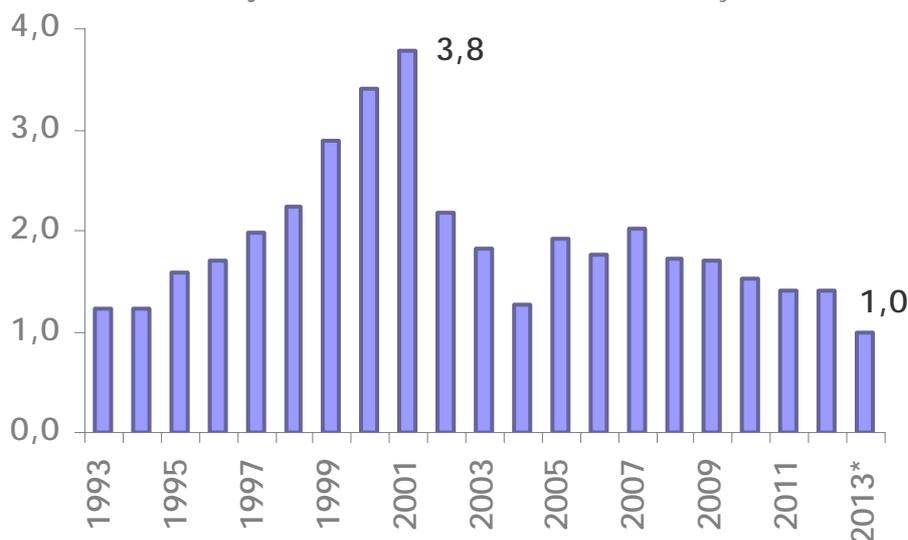
Vale recordar que fondos buitres compraron la deuda en default entre USD 0,15 o 0,25 centavos, lo que aceptar el canje le implica una ganancia piso del 100%. Por supuesto, el juicio les abre la posibilidad de cobrar el 100% del capital más los intereses caídos según las condiciones de emisión de los bonos emitidos en la convertibilidad, lo que deja margen para ganancias superiores al 700%, también como piso.

Sólo para cuantificar, bajo el supuesto que ingrese al canje toda la deuda en default, el Gobierno emitiría un total de USD 4.400 millones de nueva deuda, de los cuales 3.100 millones corresponde al Bono Descuento, y 1.300 millones al nuevo Global 2017. A ello se suma los cupones PBI, con un remante máximo a cobrar de USD 1.900 millones.

Vale advertir que la emisión de nueva deuda implica menos de 1 punto porcentual de PBI, elevando la deuda neta en manos privadas, ahora 100% renegociada, de 18% a 19% del PBI. Los intereses de toda la deuda neta renegociada se elevarían en 370 millones a un total de USD 5.000 millones (1/3 en pesos), magnitud equivalente a 1,0% del PBI. Ese punto se desagrega en 0,6% del PBI por pagos de intereses al sector privado, más 0,4% del PBI por pagos de intereses a Organismos Internacionales. En los años que pague el cupón PBI, los intereses netos se elevan a sólo 1,5% del PBI. Los números demuestran que el canje de deuda aún con la entrega del Bono PBI, fue el punta pie inicial para el desendeudamiento de Argentina. Quizás el mayor logro la última década.

Intereses de la Deuda Pública Neta

Base caja, en % del PBI - Deuda Neta de ANSES y BCRA



Fuente: Econométrica S.A



Demorar la entrada al Canje implica pérdidas del 29%.

Del apartado anterior advertimos que la valoración del mercado de la oferta del Gobierno al reabrir el canje, implica 54 centavos cada 1 dólar de capital en default. Oferta que a los fondos buitres le genera ganancias piso de 100%.

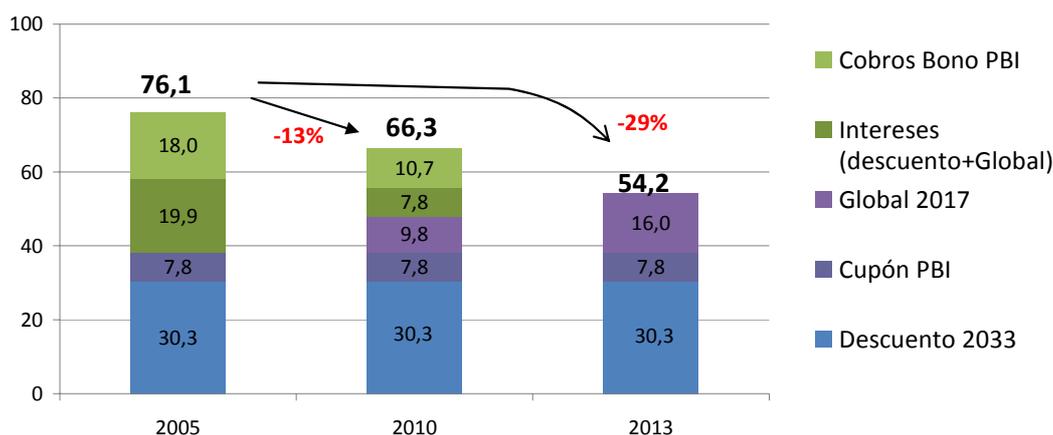
Ahora bien, vale advertir que para quién ingresó al canje en 2005, cobró los intereses en efectivo más los pagos del cupón PBI hasta la fecha, mientras que para quién ingresa al canje 2013, de esos pagos cobrará sólo la mitad y en un bono con vencimiento al 2017.

Esta notable diferencia genera pérdidas para quien demora la entrada al canje fácil de cuantificar. Por los intereses en efectivo que pagó el Bono descuento, quien ingresó al canje de 2005 ya tiene USD 19,9 dólares en efectivo, mientras que quien ingrese este año al canje, tendrá un nuevo bono que si lo vende hoy en el mercado se hará de USD 16 en efectivo. Ello implica un pérdida de USD3,9.

Pero la mayor pérdida por demorar la entrada al canje resulta de no resarcir los pagos pasados del Bono PBI. Desde la fecha de emisión a la actualidad, los Bonos PBI ya erogaron pagos por un monto equivalente a USD 18 dólares cada 100 de capital en default, que para quién entró en el canje 2005 ya los tiene en el bolsillo, mientras que para los que ingresan en el canje 2013 no dispondrán de ningún resarcimiento por ello.

Valor de Mercado de los Canjes 2005, 2010 y 2013

cada 100 nominal en default.



Quién ingresa al canje 2013, perdió un 29% por demorar su ingreso al canje de 2005. Ello por la doble penalidad de cobrar en bonos los intereses en efectivo (GJ17), pero principalmente por no cobrar los pagos del Bono PBI hasta la fecha que suman 18 dólares.



La simple suma de ambos conceptos implica que quien ingresó al canje 2005 tiene acreencias por USD 76,1 por cada 100 de capital que entregó en default, de los cuales USD 37,9 son dólares en efectivo y los USD 38,2 restantes corresponde a la tenencia de títulos públicos a los actuales precios de mercado.

En definitiva, quien ingresó al canje de 2005 tiene activos por USD 76,1, la mitad en liquidez y la otra mitad en activos financieros, mientras que ingresa al canje 2013 dispondrá de USD 54,2 a valor de mercado, todo en nuevos bonos del Gobierno.

Ello advierte que la demora al canje implica pérdidas piso del -29% para quien no ingresó en 2005 pero decide ingresar en 2013. Para quienes ingresaron al canje 2010 las pérdidas se reducen a un total de -13%, dado que cobró los últimos dos pagos del Bono PBI, que sumaron USD 10,7 en efectivo.

Consideraciones finales

Tanto en el fallo del Juez Griesa como el de la cámara de apelaciones, la lectura del *pari passu* implícito no responde al trato desigual entre *los que entraron al canje y los que no*, sino el trato desigual de que *algunos cobran y otros no*. Solo resalta que acreedores de Argentina con títulos públicos en la mano, algunos cobran y otros no. Bajo esta postura, el canje de deuda resulta casi irrelevante para la cámara, aludiendo que el canje fue voluntario. Cada acreedor que aceptó el canje, aceptó voluntariamente una quita, cuando tenía la oportunidad de exigir el 100% judicialmente.

En estos términos, resulta difícil pensar la reapertura del canje modifique la lectura del *pari passu* implícita en los fallos. Pero lo que nadie puede discutir es que la reapertura del canje permite mostrar una posición más negociadora de Argentina frente al letrado. Con la reapertura del Canje Argentina pasa de “*ni un dólar para los fondos buitres*” a “*ofrezco USD 4.400 millones, más cupones PBI, al igual que al 93%*”. Obviamente este número no conformará a la parte querellante, y posiblemente tampoco conforme a la Cámara.

Casi no hay si margen de negociación en la rígida lectura del “*pari passu*” que hace la cámara. Tampoco tiene a consideración que Argentina quebró en el 2001, y que vivió su peor crisis social, económica y política, de una magnitud que sólo se ve cuando países que pierden una guerra. El letrado sólo busca dar respuesta al derecho del acreedor a cobrar un bono que Argentina emitió en los noventa y no pagó. Pareciera que no hay consideración alguna para quién sale de su peor crisis, como tampoco se reconoce el inmenso esfuerzo de Argentina por salir del default y pagar sus deudas. Tener el 93% renegociado de manera voluntaria habla por sí sólo.



Nadie puede asegurar que la reapertura indefinida del canje cambie de parecer a la cámara que se muestra intransigente. Pero en el escenario más pesimista, en el que la corte suprema no tome el caso y por tanto vuelve a la cámara para que ahora el plenario de los jueces que la componen dicten su sentencia definitiva, lo importante es que la sentencia cualquiera que sea, llegué después del Diciembre de 2014, momento en que vence la cláusula que vincula el 93% que aceptó el canje, con el 7% que no lo aceptó. La misma sentencia después de Diciembre de 2014, elimina los riesgos de llevar a foja cero todo lo renegociado.

Con lo fallado hasta acá, una instancia antes de la corte suprema, tanto el Juez Griesa como parte de los miembros de la cámara, ya advirtieron que su fallo a favor de los fondos buitres no le otorga derecho alguno para quienes aceptaron el canje. El tema es que tampoco quita el derecho a ir a la justicia, y que otro juez considere lo contrario, dejando margen para una catarata de juicios contra el Gobierno Nacional, aún si acata un fallo como el actual. En suma, sea la corte suprema o la Cámara con la totalidad de los jueces, que la sentencia llegue antes o después de diciembre de 2014, hace una sustancial diferencia para la decisión que tenga que tomar Argentina en ese momento. La causa ya tiene casi 12 años, sólo se necesita poco más de doce meses más. ¿Concederán por lo menos eso?