

**DEUDA PUBLICA: A 48HS DE LOS
ANUNCIOS**

**QUE PROPONDRÁ EL GOBIERNO Y LA
REACCIÓN DEL FMI**

09/12/2019

La Secuencia Guzmán: Los próximos pasos en la deuda y la propuesta a los inversores

Lunes, 09 de diciembre 2019
16:30 hs Buenos Aires

Activos bajo análisis
AO20, AY24

Vigencia
Marzo 2020

Como podría ser la propuesta de Guzmán desde el miércoles cuando esperamos anuncios La secuencia de pasos en la reestructuración y el rol del FMI. La sustentabilidad del plan requiere de un programa fiscal muy estricto a partir de 2023. Sin quita de intereses (35%) no es sustentable. Sin superávit comercial los primeros tres años y primario, tampoco es sustentable. El manejo del stock de pesos para la recompra del superávit será determinante. FMI pondrá foco principalmente en esa emisión de Pesos.

Secuencia de Pasos

- Anuncian un plan integral de objetivos macro y de deuda.
- Se identifica a las Letras como un problema para el mercado de cambio y el consumo de reservas a corto plazo. Se reprefila lo reprefilado 180 días, capitalizando las de Pesos con misma tasa y las de USD sin ajuste de tasa.
- Se reestructura la ley argentina no la ley americana en una primera etapa.
- Primero ley Arg, luego ley americana por ultimo FMI.
- Sondeo empieza a partir de ahora.
- En deuda proponen dos años de no pago de intereses, no se determinó el tiempo de espera para capital, pero sin quita. Recorte en los cupones del 35% en USD ley Argentina y más adelante ley americana. Promedio de cupón en dólares ley local 5.2% promedio ley americana 3.9%.
- A los tenedores de Deuda en Pesos se la convierte en Bonos CER. Cupón 2.5% y amortización de capital a largo plazo (>10 años).
- La propuesta será tratada con los inversores locales y llevada al FMI.
- Existe el riesgo de una respuesta que sea "Nosotros no queríamos una quita de capital, pero el FMI la exige".
- La propuesta será tratada como "hoja de ruta".

La propuesta de sustentabilidad estará en equilibrio fiscal en 2020, déficit en 2021, superávit de 1% en 2022 y superávit de 2% en 2023. El objetivo se focalizará en desindexar la economía (pero para sacar las leyes en el congreso tratarán de vincular ajustes de jubilaciones con crecimiento económico, en menor medida con inflación. Sin mucho mas detalle sobre subsidios).

La negociación con el FMI comenzará durante Enero. Posiblemente se extiendan dos a tres reuniones. En febrero creemos posible que el fondo no vea viable la estrategia de no pagarles capital por cuatro años y la primera de superávit primario asociado principalmente al crecimiento y la desindexación del sistema, mientras analiza que los devengamientos al sector privado dependan exclusivamente de la compra de superávit comercial que implicará volcar al sistema el equivalente a dos stocks de Leliqs, uno de los puntos más flojos de la propuesta llevada (25bn de USD).

¿Es viable?

La síntesis del programa se concentra en patear todo dos años y focalizarse en comprar la totalidad del superávit comercial en 2020-2021, con la expectativa de que esa compra no afecte al mercado de cambio, corazón de toda la propuesta al FMI. Sin estabilidad de cambio no es viable cualquier propuesta.

Escenario con quita del 20% en Ley Argentina y Ley Americana. Propuesto por Martin Guzman El escenario además tiene dos años de gracia en intereses en Dólares ley ARG y NY. Con capital e intereses en Pesos que no se pagan en todo el mandato de AF.

Financial Program	2020		2021		2022		2023	
	ARS MM	USD MM	ARS MM	USD MM	ARS MM	USD MM	ARS MM	USD MM
(1) Primary Fiscal Balance	-4.200	-	-4.200	-	-	-	4.200	-
(-) Plan Gas 2017	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Interest (private, IFIs, public sector)	41	2.795	39	2.574	-	12.915	-	12.897
(2) General Fiscal Balance	-4.241	-2.795	-4.239	-2.574	-	-12.915	4.200	-12.897
(-) Principal payments	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) IFIs Principal payments	-	4.081	-	2.139	-	1.971	-	1.874
(-) USD Treasury Bills	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) ARS Treasury Bills	-	-	-	-	-	-	-	-
(3) Financial Needs	4.241	6.876	4.239	4.713	-	14.886	-4.200	14.771
(4) Financial Sources	4.241	18.999	4.239	23.538	-	25.172	-	16.571
(+) Initial cash balance	1.000	2.000	-	12.124	-	18.825	-	10.286
(+) IFIs (excluding IMF)	-	1.399	-	1.414	-	1.347	-	1.285
(+) IMF	-	-	-	-	-	-	-	-
(+) Pesos printed to buy dollars from	-	15.600	-	10.000	-	5.000	-	5.000
(+) Pesos printed fund deficit fiscal balance	3.241	-	4.239	-	-	-	-	-
(5) = Financial Sources (4) - Financial Needs (3)	-	12.124	-	18.825	-	10.286	4.200	1.800

1. Este escenario propuesto por Martin Guzman y que se filtró como muy aceptable por el mercado, deja AF con una situación financiera parecida a la actual en 2023.
2. En este escenario el BCRA emite el equivalente a DOS bases monetarias actuales para comprar el saldo comercial en 4 años. Sin tener en cuenta otros financiamiento al gobierno como el déficit fiscal que se estiman en 1% en 2020, 2021 (año electoral), equilibrio fiscal en 2022 y superávit de 1% en 2023 (pleno impacto de una reforma de pensión light)
3. Estrategia totalmente inviable.

Escenario con quita del 35% e los cupones pero no quita de capital El escenario además tiene dos años de gracia en intereses en Dólares ley ARG y NY. En deuda en Pesos se canjean por deuda CER + 2,5%. No se paga capital en todo el mandato de AF

Financial Program	2020		2021		2022		2023	
	ARS MM	USD MM	ARS MM	USD MM	ARS MM	USD MM	ARS MM	USD MM
(1) Primary Fiscal Balance	-	-	-2.100	-	4.200	-	8.400	-
(-) Plan Gas 2017	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Interest (private, IFIs, public sector)	1.157	2.749	1.157	2.574	1.157	7.915	1.157	7.897
(2) General Fiscal Balance	-1.157	-2.749	-3.257	-2.574	3.043	-7.915	7.243	-7.897
(-) Principal payments	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) IFIs Principal payments	-	1.849	-	1.804	-	1.635	-	1.546
(-) Debt with Paris Club and others	-	2.232	-	335	-	913	-	327
(-) USD Treasury Bills	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) ARS Treasury Bills	-	-	-	-	-	-	-	-
(3) Financial Needs	1.157	6.830	3.257	4.713	-3.043	9.863	-7.243	9.771
(4) Financial Sources	1.157	17.999	3.257	22.584	-	24.218	-	20.639
(+) Initial cash balance	-	1.000	-	11.169	-	17.871	-	14.355
(+) IFIs (excluding IMF)	-	1.399	-	1.414	-	1.347	-	1.285
(+) IMF	-	-	-	-	-	-	-	-
(+) Pesos printed to buy dollars from trade balance	-	15.600	-	10.000	-	5.000	-	5.000
(+) Pesos printed to fund fiscal balance	1.157	-	3.257	-	-	-	-	-
(5) = Financial Sources (4) - Financial Needs (3)	-	11.169	-	17.871	3.043	14.355	7.243	10.869

1. Este escenario propuesto por Martin Guzman viene asociado con una reestructuración de la deuda en Pesos, principalmente, vinculada a Bonos CER de largo plazo, estilo DICP y PARP.
2. Superávit comercial durante los 4 años. Los dos primeros años con una recompra de superávit de 25 mil millones de dolares, equivalente a dos bases monetarias la emisión. Luego se utilizaría dinero del superávit primario.
3. En los próximos 4 años no hay pagos de capital ni a privados ni al FMI. No hay quita de intereses con el FMI.

Resumen de valuación del AO20 y AY24: Emisión de tres bonos nuevos, 5-7,5-10 años para suplantar a los bonos cortos. A modo de simular el escenario más probable hoy, se determinó una baja del cupón al 6%, sin quita de capital y concentrado en el caso del AO20 y AY24 en un bono a 10 años que comienza amortizar de a 1/3 a partir de 2029. El rendimiento nuevo post reestructuración se terminó en el 10.1% para el bono seleccionado como más probable para hacer frente a los vencimientos de ambos bonos.

Bonos que ofrecerían					
TIR	6,8%	TIR	8,0%	TIR	10,1%
Nominales:	5.000	Nominales:	7.500	Nominales:	10.000
Cupón:	6%	Cupón:	6%	Cupón:	6%
Bono a 5 años		Bono a 7,5 años		Bono a 10 años	
9/1/2019	-85	9/1/2019	-78	9/1/2019	-64
3/1/2022	3	3/1/2022	3,0	3/1/2022	3,0
9/1/2022	3	9/1/2022	3,0	9/1/2022	3,0
3/1/2023	3	3/1/2023	3,0	3/1/2023	3,0
9/1/2023	3	9/1/2023	3,0	9/1/2023	3,0
3/1/2024	3	3/1/2024	3,0	3/1/2024	3,0
9/1/2024	3	9/1/2024	3,0	9/1/2024	3,0
3/1/2025	3	3/1/2025	3,0	3/1/2025	3,0
9/1/2025	36,3	9/1/2025	3,0	9/1/2025	3,0
3/1/2026	2,00	3/1/2026	3,0	3/1/2026	3,0
9/1/2026	35,3	9/1/2026	3,0	9/1/2026	3,0
3/1/2027	1,0	3/1/2027	36,3	3/1/2027	3,0
9/1/2027	34,4	9/1/2027	2,00	9/1/2027	3,0
		3/1/2028	35,3	3/1/2028	3,0
		9/1/2028	1,0	9/1/2028	3,0
		3/1/2029	34,4	3/1/2029	3,0
				9/1/2029	36,3
				3/1/2030	2,00
				9/1/2030	35,3
				3/1/2031	1,0
				9/1/2031	34,4

Curva corta			Curva media		
Valor		USD	Valor		USD
Residual	AO20	10.000	Residual	AY24	8.334
Posición		USD	Posición		USD
hoy	USD 38,0	3.800	hoy	USD 32,0	3.200
Paridad			Paridad		
hoy	38,0%		hoy	38,4%	
Quita	0%	10.000	Quita	0%	8.334
Obetenes	USD 64	6.400	Obetenes	USD 64	5.334
Precio	Ganancia/Pérdida	En %	Precio	Ganancia/Pérdida	En %
USD 65	-USD 100	-1,5%	USD 80	-USD 2.666	-20,0%
USD 62	USD 200	3,2%	USD 75	-USD 2.166	-14,7%
USD 59	USD 500	8,5%	USD 70	-USD 1.666	-8,6%
USD 56	USD 800	14,3%	USD 65	-USD 1.166	-1,5%
USD 53	USD 1.100	20,8%	USD 60	-USD 666	6,7%
USD 50	USD 1.400	28,0%	USD 55	-USD 166	16,4%
USD 47	USD 1.700	36,2%	USD 50	USD 334	28,0%
USD 44	USD 2.000	45,5%	USD 45	USD 834	42,2%
USD 41	USD 2.300	58,1%	USD 40	USD 1.334	60,0%
USD 38	USD 2.600	68,4%	USD 35	USD 1.834	82,9%
USD 35	USD 2.900	82,9%	USD 30	USD 2.334	113,3%
USD 32	USD 3.200	100,0%	USD 25	USD 2.834	158,0%
USD 29	USD 3.500	120,7%	USD 20	USD 3.334	220,0%

Resultados

La revalorización de los bonos con una quita del cupón del 35% y sin quita de capital, con una extensión de 10 años, es favorable tanto para el AO20 y AY24, pero las premisas para hacer viable en un escenario moderado o levemente negativo, es muy bajo. La propuesta de Guzmán requiere de una elevada calidad fiscal del gobierno empezando recién en 2 años, con una promesa de equilibrio durante 2020 y 2021. Y supuestos fuertes como un impacto neutro de la emisión de dos bases monetarias en el mercado de cambio. La convivencia de la propuesta potencial de Guzmán con alto superávit comercial y brecha cambiaria estable (sin CEPO no es viable la propuesta de “colchón de dólares” para pagar a partir de 2023) no es sustentable bajo los parámetros del FMI, más teniendo presente que el manejo de la emisión monetaria muy probablemente pueda impactar en el mercado paralelo en la brecha y finalmente en el oficial.

Por supuesto no hay en estos escenarios ningún evento climático que pueda comprometer el saldo comercial durante 2020 y 2021, cualquier riesgo de sequía podría implicar que Argentina a partir de 2023 deba reestructurar nuevamente, cayendo en otro “dejavú Megacanje”.

La propuesta de una baja de los cupones para la deuda nueva a emitir por la vieja será un tema de discusión fuerte, junto con una ausencia de capitalización de intereses que podría ser arriesgada para la sustentabilidad del plan.

Con la información de hoy lo importante es estar preparado para la reacción que tendrá el FMI como auditor de las cuentas públicas, garante del plan con los privados, y no solamente con la propuesta que pueda llevar el gobierno a los acreedores privados.

El presente informe es publicado por Bull Market Brokers S. A. (BMB) y ha sido preparado por el Departamento de Research de BMB. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de BMB para la compra o venta de los títulos valores y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión u oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que BMB considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y BMB no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. BMB no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas en el presente informe constituyen nuestro juicio y pueden ser modificadas sin previo aviso.