

Reestructuración de la Deuda Pública
Comportamiento de los precios de los bonos en default:
¿Reflejan las pautas de la propuesta de reestructuración?

Febrero, 2004

Este artículo ha sido elaborado en el marco del proyecto de investigación conjunta entre el IAMC y egresados del Posgrado de Especialización en Mercado de Capitales UBA-MERVAL. Es parte de un documento de trabajo sobre el tema Reestructuración de la Deuda Pública Argentina, que se está elaborando actualmente. En esta oportunidad, los investigadores que participan por el Posgrado son los Licenciados: Mariana de Mendiburu, Germán Bertossa y Javier Salvucci.



Comportamiento de los precios de los bonos en default: ¿Reflejan las pautas de la propuesta de reestructuración?

Luego de presentar en Dubai los lineamientos generales de la reestructuración de la deuda soberana¹, en octubre de 2003, y en el marco de las reuniones con los Grupos de Trabajo Consultivos, el Gobierno brindó detalles adicionales² sobre el posible menú de bonos a ser ofrecidos. Desde entonces, se han conocido opiniones de distintos analistas acerca de si los actuales precios de mercado de los bonos en default reflejan los lineamientos propuestos por el Gobierno.

El propósito de este trabajo es presentar un ejercicio de simulación en el que se eligen tres estructuras alternativas de bonos (que respetan las pautas establecidas por el Gobierno) y se evalúan posibles precios de emisión de los mismos en función de distintas tasas de descuento utilizadas. Luego se confrontan estos “precios teóricos” con las cotizaciones de los tres bonos más líquidos actualmente en default para observar si existen o no diferencias significativas.

De la simulación surgen importantes diferencias entre ambos precios. Para analizar esas diferencias se ensayan tres posibles explicaciones alternativas: 1) expectativas de mejoramiento en la oferta inicial del Gobierno, 2) tratamiento de los intereses impagos y vencidos y 3) cómputo de la tasa de descuento de los nuevos bonos emergentes del proceso de reestructuración.

1. Los antecedentes: el “Megacanje de Deuda”

A los fines de este trabajo, se eligieron los tres títulos en default con mayor presencia bursátil durante el año 2003³, que corresponden a los bonos emitidos en junio de 2001 en el marco del denominado “Megacanje de Deuda”. El mismo procuraba, mediante una “reestructuración voluntaria con los acreedores”, extender los plazos de vencimientos y disminuir las tasas de interés de los títulos argentinos en circulación en aquel momento.

En dicha operación se emitieron tres nuevos Bonos Globales Externos: “Global 2008 (GD08)”, “Global 2018 (GJ18)” y “Global 2031 (GJ31)”. A continuación se presentan los principales términos y condiciones de estos títulos junto a los precios y rendimientos resultantes del canje:

Bonos Globales emitidos en el marco del “Megacanje de Deuda” (Junio '01)
Principales Términos y Condiciones

| | Bono Global en US\$ 2008 | Bono Global en US\$ 2018 | Bono Global en US\$ 2031 |
|--|---|---|---|
| Fecha de Emisión | 19/06/2001 | 19/06/2001 | 19/06/2001 |
| Fecha de Vencimiento | 19/12/2008 | 19/06/2018 | 19/06/2031 |
| Plazo | 7,5 años | 17 años | 30 años |
| Moneda | Dólar estadounidense | Dólar estadounidense | Dólar estadounidense |
| Precio de emisión | 78.55 | 73.25 | 70.70 |
| Rendimiento a la emisión | 15.97% | 15.25% | 14.91% |
| Cupón de interés | 7% hasta 19/06/2004, luego 15.5% hasta el vencimiento (19/12/2008) | 12.25%, se capitalizarán los intereses desde el 19/6/2001 hasta 19/06/2006 | 12%, se capitalizarán los intereses desde el 19/6/2001 hasta 19/06/2006 |
| Frecuencia de pago del cupón de interés | Semestral, 19/6 y 19/12 de cada año | Semestral, 19/6 y 19/12 de cada año | Semestral, 19/6 y 19/12 de cada año |
| Primer servicio de intereses | 19/12/2001 | 19/12/2006 | 19/12/2006 |
| Amortización | 6 pagos semestrales iguales (del 16.6% cada uno) y consecutivos, comenzando el 19/06/2006 | 5 pagos semestrales iguales (del 20% cada uno) y consecutivos, comenzando el 19/06/2016 | Al vencimiento |
| Monto Emitido (en mill. de US\$) | 11,157,961,092 | 6,962,584,361 | 8,820,686,902 |
| Monto en Circulación (*) (en mill. de US\$) | 5,024,666 | 5,816,327 | 8,595,149 |
| Ley Aplicable | New York | New York | New York |

(*) Stock al 30-9-2003, de acuerdo a lo informado por el Ministerio de Economía

¹ De acuerdo con el texto de la presentación oficial del Gobierno, efectuada el 22 de setiembre de 2003 en Dubai, se procura obtener una reducción del 75% en el stock nominal de la “deuda elegible”.

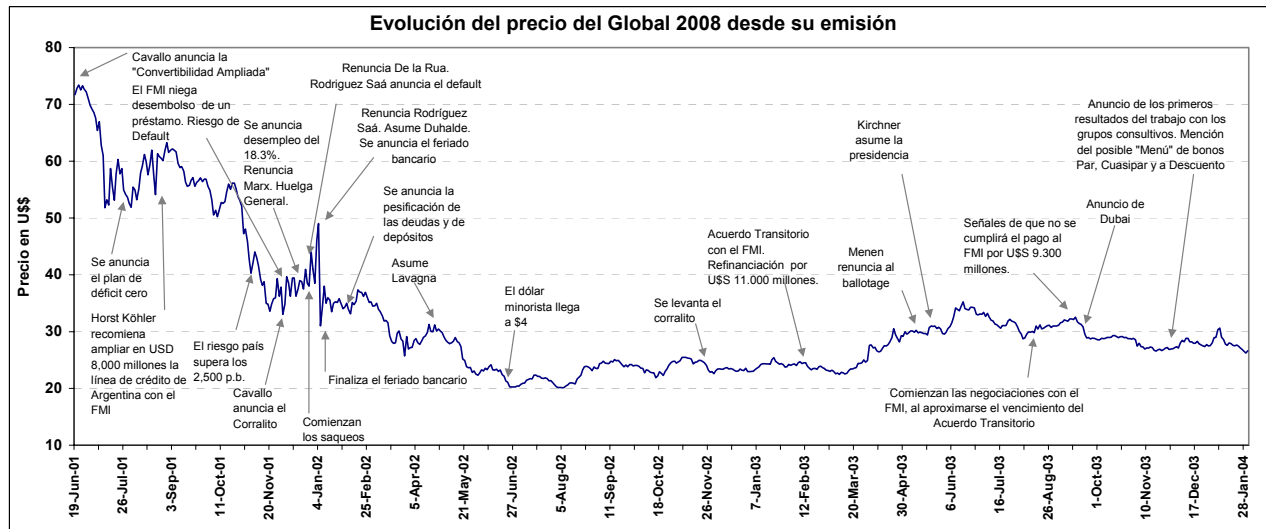
² El texto completo de la presentación puede ser consultado en el sitio web del Ministerio de Economía (http://www.argentinedebtinfo.gov.ar/esp_presen.htm).

³ El listado completo puede consultarse en el Anuario Bursátil 2003 elaborado por el IAMC (http://www.iamc.sba.com.ar/informes/im_anuario_2003.pdf)



2. Comportamiento de los precios de mercado de los bonos en default

A continuación presentamos la evolución histórica de la cotización del Global 2008, si bien hemos seleccionado a este título por ser el bono con mayor liquidez en el mercado⁴, debe aclararse que la evolución de los otros dos títulos elegidos para este trabajo (GJ18 y GJ31) muestran un patrón similar de comportamiento.



Como se observa en el gráfico, desde la misma fecha de emisión del Global 2008 (19-06-2001) el precio fue disminuyendo en consonancia con los temores de los inversores a un eventual default del mismo (en sólo tres meses el precio del bono disminuyó cerca del 51%). Luego de la declaración formal del default argentino, el título se ha movido en un rango de precios que oscila entre un mínimo de US\$ 20 y un máximo de US\$ 35, al ritmo de las noticias y de las expectativas de los acreedores sobre la propuesta final de reestructuración del Gobierno.

3. Simulación de bonos que cumplen los lineamientos generales de la reestructuración

En el marco de las reuniones con los Grupos de Trabajo Consultivos, en octubre pasado, el Gobierno definió algunas pautas generales sobre las principales características de los bonos a ser emitidos en el proceso de reestructuración las que a continuación reproducimos:

| | Quita | Tipo de tasa | Rango de tasas | Vida promedio |
|----------------|-------|--------------|----------------|---------------|
| Bono Discount | 75% | Incremental | 1-5% | 8 - 32 años |
| Bono Par | 0% | fija | 0,5-1,5% | 20 - 42 años |
| Bono Cuasi-Par | 30% | fija | 1-2% | 20 - 42 años |

Mediante el uso del “Simulador de Reestructuración de Deuda IAMC”, se simularon tres estructuras de bonos alternativas respetando los lineamientos antes esbozados. A continuación se procedió a calcular posibles precios de emisión de los mismos en función de distintas tasas de descuento, que se ubican entre un rango mínimo del 8% y un máximo del 14%.

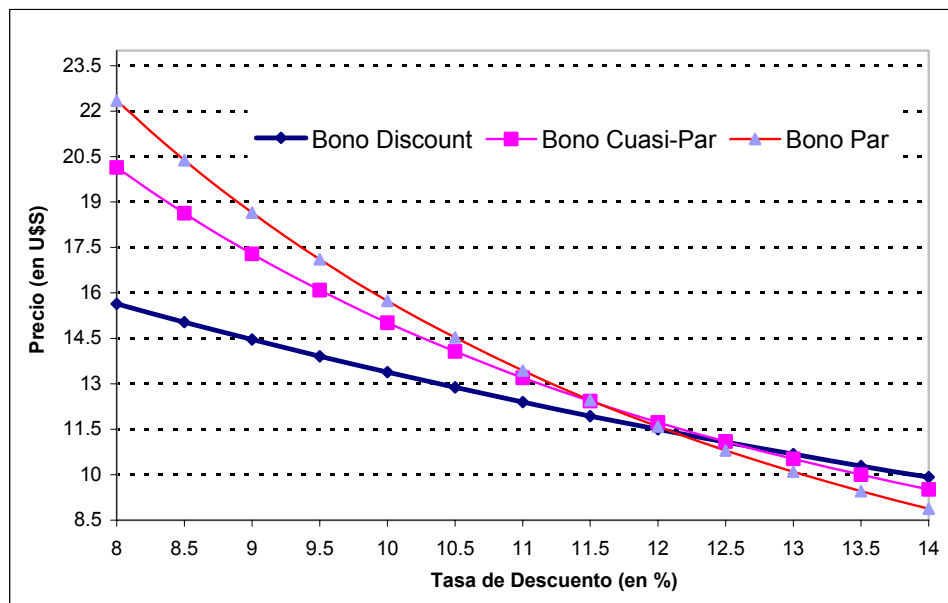
⁴ Durante enero de 2004 este bono ha sido el de mayor presencia bursátil entre los títulos en default. El listado completo puede consultarse en el Informe Mensual del IAMC (http://www.iamc.sba.com.ar/informes/Mensual/im_presencia.pdf).



Estructura de Bonos alternativos a ser emitidos en la reestructuración

| Condiciones de Emisión | DISCOUNT | CUASI-PAR | PAR |
|--|--|-----------------------------------|---|
| Fecha de Emisión | 3-Sep-2004 | 3-Sep-2004 | 3-Sep-2004 |
| Fecha de Vencimiento | 3-Sep-2014 | 3-Sep-2034 | 3-Sep-2039 |
| Plazo | 10 años | 30 años | 35 años |
| Cupón de interés | 1% al 5% anual | 1.75% anual | 0.5% al 1.5% anual |
| Tasa de Incremento | 0.50% | No posee | 0.50% |
| Comienzo del incremento | 3-Sep-2008 | No posee | 3-Sep-2009 |
| Período de gracia | 3 años | No posee | No posee |
| Amortización | 4 cuotas anuales y consecutivas del 25% c/u. Primer servicio: 03/09/2011 | Bullet: pago único al vencimiento | 10 cuotas anuales y consecutivas del 10% c/u. Primer servicio: 03/09/2030 |
| Quita sobre V.N. | 75% | 30% | No posee |
| Frecuencia de los pagos | Semestral | Semestral | Semestral |
| Precio en U\$S (tasa de descuento del 12%) | 11.50 | 11.73 | 11.59 |

Resulta destacable en la simulación la equivalencia en el precio de estos tres títulos (que combinan distintas estructuras de amortización y cupón de interés) al utilizar una tasa de descuento del 12% (similar al rendimiento actual de mercado del Boden 2012). El precio de emisión de estos tres bonos sería cercano a los U\$S 12, fluctuando entre un valor mínimo de U\$S 9 y un máximo de U\$S 22 (correspondiente al bono PAR) de acuerdo al nivel de tasa de descuento utilizado.



A continuación comparamos los “precios teóricos” de estos tres nuevos bonos con los precios de mercado de los bonos globales seleccionados con anterioridad:

| | Precio BCBA (en U\$S) (*) | | Precio (al 12%) | Diferencia (en U\$S) |
|-------------|------------------------------|------------------|--------------------|-------------------------|
| GD08 | 28.5 | DISCOUNT | 11.5 | 17.0 |
| GJ18 | 30.8 | CUASI-PAR | 11.7 | 19.0 |
| GJ31 | 29.7 | PAR | 11.6 | 18.2 |

(*) Se convirtieron a dólares las cotizaciones al 23-Feb-2004

Se observa entonces una alta disociación entre estos posibles precios de emisión, que cumplen las pautas generales esbozadas por el Gobierno, y los actuales precios de mercado de los bonos en default más representativos en cuanto a liquidez y volumen operado.



4. Posibles explicaciones de las diferencias de precios observadas

En esta sección del trabajo ensayamos tres explicaciones alternativas de la diferencia de precios observadas: 1) expectativa de mejoramiento en la oferta del Gobierno, 2) tratamiento de los intereses impagos y vencidos y 3) cómputo de la tasa de descuento. En todos los casos se trata de buscar una explicación que haga consistentes los actuales precios de mercado con los precios que resultarían del proceso de reestructuración.

1) Expectativa de mejora en la oferta inicial del Gobierno

Dada la importante diferencia entre los actuales precios de mercado de los títulos en default respecto a los que surgirían de los títulos emitidos respetando los lineamientos generales presentados por el Gobierno en Dubai (y más tarde en New York), se realizó un nuevo ejercicio de simulación para encontrar qué “mejoras” en la oferta inicial serían necesarias para que los “precios teóricos de emisión” se correspondan con los actuales precios de mercado. Los resultados de esta nueva simulación se presentan en el siguiente cuadro resumen:

Estructura de Bonos con mejoramiento en la oferta inicial del Gobierno

| Condiciones de Emisión | DISCOUNT | CUASI-PAR | PAR |
|---|--|-----------------------------------|---|
| Fecha de Emisión | 3-Sep-2004 | 3-Sep-2004 | 3-Sep-2004 |
| Fecha de Vencimiento | 3-Sep-2014 | 3-Sep-2034 | 3-Sep-2039 |
| Plazo | 10 años | 30 años | 35 años |
| Cupón de interés | 1% al 5% anual | 4.5% anual | 2% al 5% anual |
| Tasa de Incremento | 1.00% | No posee | 0.50% |
| Comienzo del incremento | 3-Sep-2007 | No posee | 3-Sep-2009 |
| Período de gracia | No posee | No posee | No posee |
| Amortización | 8 cuotas anuales y consecutivas del 12.5% c/u. Primer servicio: 03/09/2007 | Bullet: pago único al vencimiento | 10 cuotas anuales y consecutivas del 10% c/u. Primer servicio: 03/09/2030 |
| Quita sobre V.N. | 50% | 20% | No posee |
| Frecuencia de los pagos | Semestral | Semestral | Semestral |
| Precio en U\$S (tasa de descuento del 12%) | 28.40 | 30.59 | 29.73 |

Respecto a la anterior simulación, las mejoras más destacables se refieren a un menor porcentaje de quita sobre el valor nominal (para el caso de los bonos DISCOUNT y CUASIPAR), y a una mayor tasa de cupón (para los tres bonos). Introduciendo estos cambios, encontramos una gran similitud en los “precios teóricos” de emisión de estos títulos respecto a los precios actuales de mercado de los tres bonos en default seleccionados anteriormente. Para facilitar la comparación de estas dos simulaciones se presenta el siguiente cuadro resumen:

| Título | Modificación | Simulación Original | Simulación con Mejoras |
|-----------|---|--|--|
| DISCOUNT | Tasa de incremento del cupón | 0.5% por semestre | 1% por semestre |
| | Comienzo del incremento | 3-Sep-2008 | 3-Sep-2007 |
| | Régimen de amortización | 4 cuotas anuales y consecutivas del 25% c/u. Primer servicio: 03/09/2011 | 8 cuotas anuales y consecutivas del 12.5% c/u. Primer servicio: 03/09/2007 |
| | Quita sobre V.N. | 75% | 50% |
| | Precio en U\$S (descontado al 12%) | 11.50 | 28.40 |
| CUASI-PAR | Cupón de interés | 1.75% | 4.00% |
| | Quita sobre V.N. | 30% | 20% |
| | Precio en U\$S (descontado al 12%) | 11.73 | 30.59 |
| PAR | Cupón de interés | 0.5% al 1.5% anual | 2% al 5% anual |
| | Precio en U\$S (descontado al 12%) | 11.59 | 29.73 |

2) Tratamiento de los intereses impagos y vencidos

Otra de las explicaciones posibles para las diferencias observadas en los niveles de precios se refiere al reconocimiento de los intereses vencidos e impagos. En la presentación original de Dubai no se hizo



mención explícita a esta cuestión, mientras que en la presentación en el marco de las reuniones con los Grupos de Trabajo Consultivos se incluyó dentro del cuadro estimado de deuda pública a reestructurar cerca de U\$S 18,700 millones de intereses vencidos e impagos.

Para ilustrar la cuestión seleccionamos una muestra de títulos Globales (incluidos los tres utilizados anteriormente) y calculamos el monto y la proporción que representan los intereses vencidos e impagos en el precio actual de mercado de estos títulos.

| Título | (A) Precio BCBA (en U\$S) (*) | (B) Intereses Impagos | (B) / (A) |
|------------------|-------------------------------------|-----------------------------|-----------|
| GJ31 (**) | 29.7 | 33.8 | 113.7% |
| GJ18 (**) | 30.8 | 34.6 | 112.5% |
| GF19 | 30.1 | 30.3 | 100.8% |
| GF12 | 31.1 | 30.9 | 99.5% |
| GE17 | 31.1 | 28.4 | 91.4% |
| GJ15 | 30.3 | 23.5 | 77.7% |
| GD06 | 29.1 | 22.0 | 75.7% |
| GD08 | 28.5 | 14.0 | 49.0% |

(*) Se convirtieron a dólares las cotizaciones al 23-Feb-2004

(**) Se consideraron los intereses capitalizados al 19-Dic-2003

Es evidente entonces que el reconocimiento de los intereses vencidos e impagos impacta notoriamente sobre el valor de mercado de gran parte de los títulos en default. Como alternativas se podrían mencionar la realización de un pago en efectivo de cierto porcentaje de estos intereses impagos o bien la emisión de un nuevo título que reconozca parte o la totalidad de los mismos⁵.

3) Cómputo de la tasa de descuento aplicable a los nuevos bonos

Una última explicación que podría darse a la diferencia de precios observada se refiere a la tasa de descuento utilizada para el cómputo del precio de emisión que tendrían los nuevos bonos emergentes del proceso de reestructuración. En nuestras simulaciones utilizamos una tasa del 12% anual, similar al rendimiento actual de mercado del Boden 2012⁶ y utilizada también por varios analistas en distintos análisis que se han difundido últimamente.

El interrogante que surge es si el mercado descontará los nuevos títulos a esta tasa o si el proceso generará suficiente aceptación y confianza por parte de los inversores como para disminuir dicha tasa de descuento. Para ensayar una respuesta razonable a esta pregunta realizamos un nuevo ejercicio de simulación, en el que a las tres estructuras de bonos se les da un precio equivalente al actual precio de mercado de los títulos en default, para de este modo obtener qué tasa de rendimiento deberían tener al momento de emisión. Los resultados se presentan en el siguiente cuadro resumen:

| | Precio (en U\$S) (*) | Rendimiento | Spread (en pbs) (**) |
|------------------|-------------------------|-------------|-------------------------|
| DISCOUNT | 28.7 | 1% | - |
| CUASI-PAR | 30.3 | 6% | 153 |
| PAR | 29.6 | 7% | 244 |

(*) Se utilizaron los precios de BCBA del GD08, GJ18 y GJ31 al 20-Feb-2004

(**) En puntos básicos, respecto al Treasury americano a 10 años de plazo

Los spreads resultantes son claramente inferiores al promedio de los observados para países emergentes (spread del índice EMBI+) y se ubican en niveles similares a los vigentes para México, país que cuenta con una calificación crediticia de "investment grade". Podría esperarse una reducción en los spreads de emisión para nuestro país una vez reestructurada la deuda, pero difícilmente observemos dichos niveles en esta etapa.

⁵ Tratamiento similar al efectuado durante el Plan Brady. En esa oportunidad se emitió un título a tasa variable (F.R.B.) en reconocimiento de los intereses vencidos e impagos.

⁶ Para información detallada sobre los indicadores de mercado de los títulos de deuda argentina puede consultarse las hojas de Análisis de Títulos Públicos Nacionales del Informe Diario del IAMC (<http://www.iamc.sba.com.ar/iamc/idia.htm>).