

[2016]



# Informes Especiales

---

Deuda externa, otra vuelta de página

Dedicación

Claridad  
Expositiva

Calidad  
Técnica

Exhaustividad



UNR Universidad  
Nacional de Rosario



OBSERVATORIO  
ECONÓMICO SOCIAL UNR



Observatorio Económico Social | UNR  
Maipú 1065 (Domicilio legal) Rosario, Santa Fe, Argentina.

Informes del Observatorio UNR. N° 26  
Serie: Informes especiales N° 8 – mayo de 2016  
Título: “Deuda externa, otra vuelta de página”

Responsabilidad intelectual:

- Patricio Hernán Almeida Gentile – <https://orcid.org/0000-0002-0308-9165> – patricio.almeida@unr.edu.ar

Responsabilidad editorial:

- Germán Adolfo Tessmer – <https://orcid.org/0000-0002-3827-7027> – german.tessmer@unr.edu.ar

- Esta obra está licenciada bajo la Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-Compartir Igual 4.0 Internacional.

Para ver una copia de esta licencia, visita <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>.

Correo electrónico: [observatorioeconsocial@unr.edu.ar](mailto:observatorioeconsocial@unr.edu.ar)

Sitio web: <http://www.observatorio.unr.edu.ar>

Twitter: @OesUnr

Facebook: /oesunr

Instagram: @observatorio.unr

LinkedIn: /observatorio-económico-social---unr



- Palabras Clave: Default, Déficit fiscal, Fondos buitres, Acreedores

- Clasificación JEL: F34, H68

## Contenidos

Introducción .....	2
Nivel de deuda externa al finalizar el gobierno Kirchner.....	2
Negociaciones bajo la presidencia Macri .....	4
Emisión de bonos para el pago de deuda en default .....	6
Características de los nuevos bonos .....	6
¿Cuánto pagan los países de la región en sus colocaciones de deuda? .....	7
Los pagos .....	7
Lo que quedó.....	8



## Introducción

Uno de los temas a resolver por el nuevo gobierno, fue la normalización al acceso del mercado internacional de capitales, es decir, terminar con la situación de default técnico. En la práctica, esto se tradujo en la búsqueda de una solución definitiva al conflicto de los denominados **fondos buitres**.

En este informe, en la primera sección hacemos un racconto de la situación y evolución de la deuda externa al terminar el gobierno anterior, para luego si enumerar los distintos pasos que tuvo la negociación que hizo el gobierno actual, y cuál es la perspectiva a futuro, en los aspectos positivos, como en los negativos.

## Nivel de deuda externa al finalizar el gobierno Kirchner

Según declaraciones de funcionarios del INDEC, en conferencia de prensa realizada el 18 de marzo del corriente año; a fines de diciembre de 2015, la deuda externa bruta total (pública y privada) había alcanzado los 157.792 millones de dólares, lo que implica un crecimiento interanual del 8% con respecto a 2014.

La deuda externa es la suma de las deudas que tiene un país con entidades extranjeras sean éstas públicas o privadas. Tiempo atrás, el grueso de la deuda externa era mayoritariamente contra organismos internacionales, lo cual facilitaba la estimación de su cálculo, sin gran detalle en la información. En la actualidad, con el mayor desarrollo de los mercados de capitales; sumado a la particularidad de nuestro país de haber estado fuera de las líneas de créditos de algunos de éstos organismos, el cálculo de deuda externa requiere disponer información desagregada sobre los tenedores de deuda privados y, por ende, de difícil acceso y actualización. Esta función la realiza el INDEC, pero debido a la falta de datos ocasionada por la declaración de emergencia estadística, basamos nuestros números en la información provista por la Secretaría de Finanzas, y en declaraciones de funcionarios con carácter oficial.

Con respecto a la deuda externa del sector público se ubicó en 83.844 millones de dólares, mostrando un alza interanual del 3,8%. Sobre este total, 40.333 millones de dólares corresponden a bonos y títulos públicos (un 48,10%), 33.887 millones constituyen obligaciones con organismos internacionales (40,42%), 9.185 millones corresponden a acreedores oficiales (10,95%), y los 439 millones restantes, imputados a ítems de menor importancia.



Complementario a lo anterior, la **Tabla N°1** muestra la hoja de vencimientos futuros de deuda que provee el Ministerio de Hacienda y Finanzas [\[link\]](#). Para leerla, debe tenerse en cuenta que tanto los pagos por concepto de capital, como los pagos por conceptos de interés, se encuentran valuados al tipo de cambio y CER del 31 de diciembre de 2015. En otras palabras, bajo expectativas de devaluación, el monto de deuda denominado en dólares inevitablemente se encarece, porque el precio con el que se traduce a pesos aumenta.

**Tabla N°1:** Vencimientos de deuda a diciembre de 2015, valuados al tipo de cambio y CER del 31/12/2015.  
En millones de U\$S.

Año	Intereses			Capital			Total por año
	Total de Deuda en Pesos	Total de Deuda en Moneda Extranjera	Total de Vencimientos por Intereses	Total de Deuda en Pesos	Total de Deuda en Moneda Extranjera	Total de Vencimientos por Capital	
2016	5.241	5.756	10.997	34.517	6.195	40.712	51.709
2017	3.223	5.258	8.481	15.579	12.262	27.841	36.322
2018	2.176	4.834	7.010	3.838	7.329	11.167	18.177
2019	1.321	4.351	5.673	3.422	6.500	9.922	15.595
2020	1.039	4.096	5.136	1.874	3.809	5.683	10.818
2021	588	3.868	4.456	141	12.494	12.635	17.091
2022	570	3.710	4.281	158	14.830	14.988	19.268
2023	555	3.216	3.771	63	11.741	11.804	15.575
2024	549	3.036	3.586	376	15.120	15.497	19.082
2025	528	2.794	3.322	358	18.043	18.401	21.723
2026	507	2.253	2.760	358	2.792	3.150	5.910
2027	485	2.069	2.553	515	7.422	7.937	10.491
2028	458	1.517	1.975	358	2.700	3.058	5.034
2029	441	1.434	1.875	416	3.358	3.774	5.650
2030	421	1.303	1.724	516	3.955	4.472	6.196
2031	382	1.060	1.441	1.048	3.890	4.938	6.379
2032	343	819	1.163	474	3.754	4.227	5.390
2033	320	584	904	474	3.672	4.145	5.049
2034	301	390	691	116	1.732	1.848	2.539
2035	298	312	611	116	1.677	1.793	2.404
2036	288	237	525	981	1.651	2.632	3.157
2037	257	162	419	981	1.593	2.573	2.992
2038	226	97	323	1.038	2.179	3.217	3.540
2039	193	1	194	866	29	894	1.089
2040	165	1	165	866	10	876	1.041
2041	136	1	137	866	9	874	1.011
2042	107	0	108	866	7	873	981
2043	79	0	79	866	6	872	951
2044	50	0	50	866	6	871	922
2045	21	0	22	866	6	871	893
2046	0	0	0	1	6	7	7
2047	0	0	0	1	3	3	3
2048-2089	(**)	(**)	(**)	42	0	42	42
<b>Total</b>	<b>21.270</b>	<b>53.161</b>	<b>74.432</b>	<b>73.819</b>	<b>148.780</b>	<b>222.599</b>	<b>297.031</b>

(\*) A partir del año 2047 el total de servicios corresponde al Bono del Tesoro Consolidado 2089.  
(\*\*) Su magnitud dependerá en parte de variables futuras.

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la Nación | Secretaría de Finanzas.

Al finalizar el año, el nivel de deuda externa en relación al PBI no era alto, rondaba alrededor del 50% (el punto más bajo se alcanzó en 2011, con un ratio del 33,32%). Por otra parte, el nivel de deuda en moneda extranjera en relación a las reservas, presentaba un escenario



más desalentador: un 582,41% a fines de 2015, contra un 165,26% a fines de 2008 cuando se alcanzó el ratio más bajo de la gestión anterior.

De esta forma, el problema quedaba definido por la falta de acuerdo con tenedores de deuda internacionales que se encontraban en litigio con Argentina, lo cual provocaba que nuestro país quedara fuera del mercado internacional formal de capitales. En consecuencia, los mecanismos para financiar el déficit fiscal del tesoro, se veían reducidos a: presión fiscal típica, impuesto inflacionario, o colocación de deuda interna.

Para finalizar el escenario, en diciembre de 2015 asume la presidencia de la república Mauricio Macri. Dentro de nuestro esquema, el dato es relevante porque adelantó **expectativas**: con anterioridad a su asunción, había expresado la voluntad por arribar a un rápido acuerdo con los holdouts, con la finalidad de abrirse paso al financiamiento internacional. Coherente a lo anterior, entre sus primeras medidas le encarga a su equipo económico el comienzo de una negociación con estos grupos con el objetivo de lograr sacar al país del default en que se encuentra desde fin de 2001.

## Negociaciones bajo la presidencia Macri

---

Una vez puesto en funciones, el nuevo equipo económico comienza las negociaciones con los distintos tenedores de deudas en litigio con la finalidad de lograr acuerdos que posibiliten la salida del default. A principios del mes de febrero de 2016, el equipo económico mostró señales sobre el inminente acuerdo con todos los fondos litigantes, que incluía, tanto los fondos buitres originales como los denominados *me too*.

Específicamente, el 3 de febrero del corriente año; el ministro Prat Gay anunció que el gobierno nacional había alcanzado un **preacuerdo**, que posteriormente fue ratificado, con los bonistas italianos: Giovanni Alemanni, Ambiente Ufficio SPA, Abaclat y otros; representados por Task Force Argentina, para liquidarles 1.350 millones de dólares en efectivo.

El 5 de febrero, el equipo económico del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, presentó un ofrecimiento de reestructuración a todos los acreedores que no ingresaron en los canjes de deuda de 2005 [\[link\]](#) y 2010. Se hicieron dos tipos de ofertas:

- **Oferta base:** propone la reestructuración de dichos títulos públicos mediante un pago equivalente al monto de capital original adeudado, más un 50% de dicho monto de capital original.
- **Oferta *Pari Passu* (dos variantes):**
  - Con respecto a aquellos títulos públicos en relación a los cuales se haya emitido una sentencia monetaria con anterioridad al día 1 de febrero de





2016, el 100% del monto original reconocido en dicha sentencia monetaria, menos un descuento del 30%.

- Con respecto a aquellos títulos públicos en relación con los cuales no se haya emitido una sentencia monetaria con anterioridad al día 1 de Febrero de 2016, el valor devengado del reclamo menos un descuento del 30%. Ambos descuentos serán reducidos a 27,5% en aquellos acuerdos de reestructuración preliminares firmados hasta el 19 de febrero de 2016, inclusive.

Pero antes de efectivamente poder acordar y pagar estas deudas, el gobierno debía pedir al congreso derogar dos leyes que impedían realizar esta oferta.

- **Ley Cerrojo:** según la ley 26.017/2005, el Poder Ejecutivo Nacional no podía reabrir el proceso de re-estructuración de pasivos caídos en default, para aquellos bonos que no se hayan presentado en el proceso de canje de 2005. Sin embargo, en 2009 se suspendió la vigencia de la ley cerrojo hasta el 31 de diciembre del 2010, con el objetivo era reabrir el proceso de canje; donde se alcanzó el 92% de regularización del total de la deuda en default.
- **Ley de Pago Soberano:** la norma tenía por objeto implementar instrumentos legales que permitieran el cobro de los servicios correspondientes al 100% de los títulos emitidos en el marco de la reestructuración de deuda soberana 2005-2010; autorizando a la autoridad las medidas necesarias para remover al [Bank of New York Mellon](#) (BONY) como Agente Fiduciario y a designar en su reemplazo, a [Nación Fideicomisos S.A.](#)

El Congreso Nacional derogó ambas leyes la madrugada del 31 de marzo, y al día siguiente, el Gobierno promulgó la ley de pago a los holdouts ([Ley 27.249](#)), habilitando al ejecutivo nacional la posibilidad de vender bonos en el mercado para cancelar la deuda en default. La ley también insta al ministro Prat Gay, quien dirige la cartera sobre la que recae la Autoridad de Aplicación, a ir al Congreso para informar trimestralmente el avance de las tratativas y los acuerdos a los que se arribe durante el proceso de negociación con los tenedores de deuda.

Asimismo, mientras las derogaciones de las leyes se discutía en el congreso, en paralelo, el gobierno seguía pre-acordando con más tenedores de deuda.



**Tabla N°2:** Bonos no presentados al canje (Dtos. 1735/04 y 563/10) valuados al 31 de diciembre de 2015. En millones de u\$s.

Denominación	Capital	Atrasos de Interés (1)	Total
En moneda Nacional	2,15	0,21	2,36
En moneda Nacional ajustable por CER	64,33	2,34	66,68
En moneda Extranjera	6.034,40	5.417,45	11.451,85
<b>Total</b>	<b>6.100,89</b>	<b>5.420,00</b>	<b>11.520,89</b>

(1) No incluye intereses moratorios ni punitivos.

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la Nación | Secretaría de Finanzas.

## Emisión de bonos para el pago de deuda en default

El día 13 de abril la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito de Nueva York, informó la decisión de mantener el levantamiento de las medidas cautelares dispuesta en primera instancia por el juez Griesa, que habían impedido a la Argentina pagar obligaciones, después de escuchar a los tenedores de bonos conocidos como *holdouts* y a los representantes de Argentina, que ya habían alcanzado en las semanas previas un acuerdo para cerrar el largo litigio.

Si bien el *pre-acuerdo* firmado con los *holdouts* ponía como límite al 14 de abril como fecha de pago, existía la cláusula que dictaminaba que dicha fecha podía ser modificada si ambas partes estaban de acuerdo. Finalmente, ante la inmediatez del vencimiento de la resolución de la Corte de Apelaciones, se acordó entre las partes que el pago sea el viernes 22 de abril (ver resolución: [\[link\]](#)).

Ni bien se levantaron las medidas cautelares, el Ministro de Hacienda y Finanzas informó que el lunes 17 de abril, el estado saldría al mercado a obtener los fondos ofreciendo distintas clases de bonos. Para esa fecha, comenzó la operación para tomar deuda destinada a pagarle a los fondos buitres, y el día siguiente se cerró con una emisión de 16.500 millones de dólares.

Se trató de una cifra mayor a los 12.500 millones de dólares que había autorizado el Congreso de la Nación. De manera que, para poder excederse del monto, el Ejecutivo permitió mediante el [decreto 594/2016](#) a que el Tesoro tomara deuda bajo jurisdicción extranjera, por 10 mil millones de dólares.

### Características de los nuevos bonos

El Gobierno convalidó una tasa de interés del 6,25% para los bonos a 3 años, de 6,875% para los de 5 años, de 7,5% para los de 10 años, y de 7,62% para los bonos a 30 años. En todos los casos, los bonos pagarán intereses cada seis meses y no cancelarán capital hasta su vencimiento. Las colocaciones se hicieron a la par, salvo la del bono a 30 años que se emitió con descuento.

Los montos de la emisión de cada bono fueron los siguientes: por el bono a 3 años se emitirán 2.750 millones de dólares, por el de 5 años 4.500 millones, por el de 10 años 6.500 millones, y por el de 30 años 2.750 millones.

**Tabla N°3:** Características de los nuevos bonos de deuda

Bonos Establecidos		Monto Colocado	Monto Ofrecido al Gobierno
Plazo (en años)	Tasa	En millones de u\$s	En millones de u\$s
3	6,25%	2.750	10.500
5	6,87%	4.500	14.500
10	7,50%	6.500	27.500
30	7,62%	2.750	17.900
<b>Tasa Promedio: 7,14%</b>		<b>TOTAL: 16.500</b>	<b>TOTAL: 68.600</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda y Finanzas de la Nación

## ¿Cuánto pagan los países de la región en sus colocaciones de deuda?

Aunque difieren las tasas que paga un mismo país de acuerdo al momento en el que haga su emisión y el período de tiempo al cual extienda el bono, las emisiones de los países de la región muestran resultados completamente distintos de los que obtuvo la Argentina en la última colocación.

Si bien la diferencia de tasas con los países de la región (salvo Chile) es solo superior por un par de puntos porcentuales, no debe olvidarse la particularidad de Argentina: la salida de un default técnico. Sin embargo, con los mercados desarrollados la disparidad si es muy grande. Hoy algunos de esos países acceden a tasas de 10 años en los siguientes ratios: Alemania 0,60%, Italia 1,69%, España 1,83% o Portugal 2,36%; por citar algunos ejemplos.

**Tabla N°4:** Colocación de bonos de deuda de países latinoamericanos

País	Fecha de emisión del bono	Plazo	Monto (En millones de u\$s)	Tasa
México	Abr-15	100 Años	1.500	4,00%
Perú	Ago-15	12 Años	1.250	4,10%
Colombia	Mar-15	30 Años	1.000	5,04%
Bolivia	Mar-15	10 Años	500	6,30%
Paraguay	Abr-15	8 Años	280	4,15%
Chile	May-15	15 Años	1.060	2,02%
Uruguay	Feb-15	35 Años	1.250	5,01%
Brasil	Jul-15	30 Años	3.550	5,15%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de FMI y Banco Mundial

## Los pagos

Continuando con la cronología, el viernes 22 de abril, se acreditaron 9.300 millones de dólares, de los cuales 6.200 millones fueron destinados de manera directa a quienes lograron





un acuerdo con Argentina antes del 29 de febrero. En tanto, los 3.100 millones restantes se destinaron a un fideicomiso en el BONY (Bank of New York) para pagar a aquellos que lograron un pacto luego de esa fecha.

Además, tras lograr un acuerdo con estos bonistas, el juez de Nueva York Thomas Griesa, habilitó el pago de otros 3.000 millones de dólares a quienes sí ingresaron a los canjes, y no podían cobrar debido a la orden cautelar impuesta por el magistrado en el 2014. Dichos fondos estaban retenidos en el Banco de la Nación y el BONY, y tras la orden judicial, quedaron liberados.

Los holdouts representaban un 7% de los 81.800 millones de dólares que habían entrado en default en el 2001. A partir de ahora, quedará sólo cerca del 1% de ese total, que tiene derecho en seguir batallando en la corte judicial hasta alcanzar un arreglo o bien plegarse al acuerdo que la Argentina ofreció el pasado 29 de febrero, y que permanecerá abierto.

## Lo que quedó

---

El caso argentino fue emblemático por su magnitud, y transitó por distintas etapas: arduas negociaciones con bancos de inversión, dos canjes de deuda con quita, y un largo camino de litigios, todo debido al vacío legal internacional y de los contratos.

En el ámbito externo se crearon nuevos códigos entre acreedores y deudores, emitidos por la Asociación Internacional de Mercado de Capitales ([ICMA](#)), la cual definió expresamente el alcance de la cláusula *pari passu*, para que sea incluida en contratos a futuro, y para que no tenga lugar la interpretaciones complejas, como las que brindó Griesa contra nuestro país. Además, la Argentina obtuvo en la ONU un logro diplomático, al aprobarse nueve principios que guían las reestructuraciones de deuda de países.

En lo que respecta al re-ingreso a los mercados de financiamiento internacional, no puede que considerarse más que una ventaja, en el sentido que es beneficioso para un país disponer de una mayor cantidad de opciones, aún si estas no se utilizan. Obviamente, la discusión no corre por ese carril, sino por las distintas valoraciones que la apertura de este mecanismo supone para la Argentina. En otras palabras, si el costo que se pagó fue demasiado elevado, o si fue necesario.

Lo que es seguro, es que para saldar verdaderamente esa discusión se requerirá de mayor perspectiva. Si la entrada de nuevos capitales ayuda a mejorar el nivel de reservas, a estabilizar el tipo de cambio, y tiene un impacto positivo en la economía real, sin perjudicar el sostenimiento de la deuda; por definición, el beneficio será positivo.

Por otra parte, si la apertura del cepo acelera la fuga de divisas a largo plazo, se generan nuevas presiones contra el tipo de cambio, el flujo financiero no se traduce en flujo real de inversión, o se entra en una nueva espiral de endeudamiento; entonces el resultado será el contrario.

