



**REESTRUCTURACION DE
DEUDA SOBERANA LUEGO DE
UN DEFAULT DESORDENADO ***

*Documento de Trabajo N° 2
Octubre de 2002*

* Ver Serie Documentos de Trabajo

Autoridades de Fundación para el Cambio

Presidente	<i>Carlos Melconian</i>
Vicepresidente	<i>Rodolfo Santangelo</i>
Secretario	<i>Claudio Mauro</i>
Tesorera	<i>Verónica Sánchez Quintana</i>
Director Ejecutivo	<i>Edgardo Cenzone</i>

Leandro N. Alem 690, Piso 15 Of. B, (C1001AAO) Buenos Aires - Tel. 4313-3825 - cambio@iplanmail.com.ar □

Indice

Introducción.....	3	
1. Radiografía de la deuda al 31/12/2001.....	4	
2. Estimación de la deuda al 30/6/2002.....	6	
3. Perfil de vencimientos de capital e intereses. ¿Es sostenible?.....	10	
4. El trato a los acreedores.....	12	
5. Reestructuración Fase II y dinámica de la deuda.....	14	Con formato
6. Reestructurando la reestructuración.....	19	
7. La contabilidad del financiamiento necesario.....	21	
8. El impacto sobre el sistema financiero.....	23	
Conclusiones.....	25	
Anexo: Experiencias internacionales de reestructuración.....	26	Con formato
Referencias.....	32	

Introducción

A fines del año 2001, la Argentina declaró la cesación en los pagos sobre su deuda pública. Dicha declaración fue el final de un prolongado proceso de salida de capitales que cobró particular intensidad a partir del segundo trimestre de ese año. Más que un hecho aislado, la declaración de la moratoria sucedió a un anterior intento de reestructuración compulsiva que afectó mayormente la deuda pública en manos de los tenedores domésticos, mediante la emisión de préstamos garantizados.

Durante el transcurso del año 2002, diversas acciones gubernamentales implicaron la asunción u emisión de nuevas obligaciones por parte del Estado argentino. Por ejemplo, el congelamiento de depósitos y su posterior pesificación, como la que también experimentaron a una tasa diferente los activos del sistema financiero fueron determinando la necesidad para el Gobierno de emitir diversos instrumentos de deuda para compensar a ahorristas y bancos en un proceso desordenado que aún no ha terminado. Estas nuevas obligaciones generan nuevos interrogantes sobre el complejo proceso de renegociación de deuda que el país enfrenta en un futuro próximo. En particular, las acciones tomadas han restringido el monto de deuda que el Gobierno ha incluido en la futura reestructuración (denominada Fase II), lo que plantea dificultades para alcanzar una relación de deuda pública a PBI sustentable. Asimismo, la asunción de nuevas obligaciones y la reestructuración parcial de algunas obligaciones genera potenciales inequidades en el trato que reciben distintas clases de acreedores.

El objetivo de este trabajo es el de revisar los distintos pasos que guiaron el movimiento de la deuda pública desde el año 2001 hasta la actualidad, y evaluar el contexto que enfrentan las autoridades económicas argentinas en el futuro proceso de negociación con sus acreedores. Debido a la falta de información reciente, hemos estimado el stock de deuda pública a junio de 2002. En función de esas cifras, se analiza bajo que hipótesis la renegociación futura generará relaciones de deuda y servicio financiero a PBI que puedan ser juzgados sustentable por el mercado de capitales. Asimismo, se analizan las distintas formas de trato inequitativo que sufrieron las distintas clases de tenedores de deuda a lo largo del último año.

Al revisar distintos escenarios futuros de dinámica de la deuda luego de concluirse la reestructuración externa en el escenario actualmente considerado por el Gobierno emergen resultados poco alentadores. Estos resultados sugieren que, para alcanzar una relación de deuda a PBI sustentable, el Estado argentino puede verse forzado a revisar algunas de las decisiones tomadas durante el año y ampliar el universo de obligaciones a ser eventualmente reestructuradas. En este sentido, el análisis avanza a considerar las implicancias de algunas alternativas adicionales que el Gobierno podría verse obligado a seguir.

Por último, resulta importante notar que las dificultades que presenta el escenario de renegociación de la deuda pública impactan en forma directa

sobre el estado patrimonial del sistema financiero y, por ende, la posibilidad de recuperar la confianza en el mismo. Por ello, antes de presentar las conclusiones del trabajo, se analiza la conexión que existe hoy entre la crisis de deuda y la crisis bancaria.

1. Radiografía de la deuda al 31/12/2001

A diciembre de 2001, la deuda pública del gobierno nacional alcanzaba los 144,453 millones de dólares US (US\$), un monto equivalente al 54% del Producto Bruto Interno (PBI). Este ratio reflejaba un aumento de aproximadamente 10 puntos porcentuales respecto al año anterior como resultado de un déficit fiscal de 9,000 millones de pesos y de la marcada caída experimentada por el PBI, especialmente durante la segunda mitad del año 2001.

En cuanto a la composición de dicho stock de deuda pública, se destacan tres grandes componentes diferenciados que en conjunto explicaban más del 90% del endeudamiento total a fines del año 2001: los préstamos garantizados, los títulos públicos, y los préstamos de organismos multilaterales y bilaterales de crédito (ver la Tabla 1).

Tabla 1
Deuda Pública. Distribución por moneda y tipo de deuda.
Stock al 31 de diciembre de 2001. En millones de dólares.

Moneda	Tipo de Deuda						Total	Participación %
	Títulos Públicos	Préstamos Garantizados	Préstamos Multilaterales	Préstamos Bilaterales	Letras del Tesoro	Otras Deudas		
USD	30,178	41,328	19,952	4,476	5,927	2,138	103,998	72%
Euros	20,555		5,770				26,325	18%
Yenes	2,532		4,227				6,759	5%
Pesos	1,504	931			819	1,415	4,668	3%
Otras	290		2,413				2,703	2%
Total	55,059	42,258	32,362	4,476	6,746	3,552	144,453	100%
Como % del PBI	21%	16%	12%	2%	3%	1%	54%	

La aparición de los préstamos garantizados¹ cambió fuertemente la composición de la deuda entre aquella emitida en condiciones de mercado y la emitida por fuera del mercado de voluntario de capitales. Mientras que en el año 2000, el 77% de la deuda estaba constituida por títulos públicos (bonos de corto, mediano y largo plazo), a diciembre de 2001 el mismo concepto sólo explicaba un 43% de la deuda total. En términos de la composición por

¹ Los préstamos garantizados surgieron de la operación de canje llevada a cabo en noviembre de 2001, conocida como Fase I de reestructuración de la deuda. En dicha transacción, el Gobierno canjeó prácticamente la totalidad de las tenencias de deuda de inversores institucionales locales y buena parte de las tenencias minoristas, por préstamos garantizados (PG) del gobierno nacional emitidos bajo legislación doméstica. Al aceptar la propuesta de canje, los inversores locales asumieron una postergación de tres años en todos los pagos de capital y una reducción en la tasa de interés de hasta un máximo de 7% (para los títulos a tasa fija) y Libor +300 pbs para los títulos a tasa flotante. Al mismo tiempo, quienes aceptaban el canje pasaban a tener un activo sin mercado secundario.

Préstamos Garantizados	13.9	6.1%
Títulos Públicos	7.3	10.6%
Multilaterales + Bilaterales	3.7	4.3%
Otros	4.13	7.9%
Total*	8.3	7.1%

monedas, la emisión de los préstamos garantizados no generó mayores cambios ya que la deuda continuó siendo mayoritariamente denominada en dólares (72%), en menor medida en Euros (18%), y sólo marginalmente en pesos (3%).

Estos grandes componentes de la deuda pública exhibían fuertes diferencias en cuanto a las condiciones financieras de plazo de repago y tasa de interés (ver la Tabla 2). Los préstamos garantizados constituían al 31/12/01 el componente de la deuda con mayor vida promedio (13.9 años) a la vez que ofrecían al tenedor una tasa de interés promedio de 6.1% anual. En el otro extremo, los préstamos de organismos multilaterales y bilaterales contaban con la menor vida promedio (3.8 años) mientras que devengaban una tasa de interés promedio de poco más de 4.0% anual. En un lugar intermedio respecto al plazo, los títulos públicos tenían una vida media de 7.3 años y una tasa de interés promedio de 10.6% que justamente reflejaba las condiciones de mercado.

Tabla 2
Deuda Pública. Vida y tasa de interés promedio.
Stock al 31 de diciembre de 2001. En millones de dólares.

	Vida Promedio (años)	Tasa Promedio (% anual)
Préstamos Garantizados	13.9	6.1%
Títulos Públicos	7.3	10.6%
Multilaterales + Bilaterales	3.7	4.3%
Otros	4.13	7.9%
Total*	8.3	7.1%

* Excluye Letras de corto plazo.

Respecto del stock total de deuda, su vida promedio sin incluir las letras de corto plazo era de 8.3 años, superior a los 7.5 años de vida media con que contaba el stock de deuda a fines del 2000. Las amortizaciones de capital proyectadas para el 2002 equivalían a un 6.6% del PBI, lo que representaba un monto poco elevado según los estándares internacionales. Respecto de los intereses, la tasa media de interés era aproximadamente de 7.1% anual, con lo que el pago anual de intereses equivalía a 3.8% del PBI.

Definida según el criterio de residencia, a diciembre del año 2001 la deuda pública externa llegaba a los 88,251 millones de US\$, equivalente al 61% de la deuda pública total. Esta distribución por residencia se compara con un 66% de la deuda en manos de no residentes el año anterior, y un 70% en 1999 (ver la Tabla 3). Para el subconjunto de los títulos públicos más los

Tabla 3
Deuda en Bonos + Préstamos Garantizados
Stock al 31 de diciembre de 2001. En millones de dólares.

Moneda	Jurisdicción Local	Jurisdicción Internacional	Total
Dólares	21,881	49,625	71,506
PG's (subyacente)*	13,330	27,998	41,328
Bonos	8,551	21,627	30,178
Otras monedas	0	23,087	23,087
Pesos	1,314	1,122	2,435
PG's (subyacente)*	504	427	931
Bonos	810	694	1,504
Total	23,195	73,834	97,029
Participación %	24%	76%	100%

* De acuerdo a la legislación del bono original subyacente al préstamo garantizado

préstamos garantizados, la porción los mismos en manos de no residentes era de aproximadamente 52%, lo que se compara con un 62% en el año 2000.

Otra clasificación posible entre deuda externa y doméstica, referida a la jurisdicción de los tribunales de aplicación, no daría resultados diferentes. Considerando el stock de préstamos garantizados como instrumentos sujetos a legislación doméstica, un 67% del total de títulos públicos más préstamos garantizados estaba sujeto en diciembre del año 2001 a jurisdicción local. Sin embargo, si consideramos la legislación aplicable a los préstamos garantizados de acuerdo a la original del bono subyacente², el peso de los instrumentos con jurisdicción local en ese total cae a sólo el 24% (ver la Tabla 3).

2. Estimación de la deuda al 30/6/2002

La deuda a junio de 2002 refleja el impacto de las medidas de política económica implementadas durante el transcurso de este año. En términos generales, estas medidas han representado la incorporación al stock de deuda pública de los costos fiscales derivados de la devaluación de la moneda y la pesificación asimétrica sobre los balances de los bancos y los depositantes en el sistema financiero, así como la nacionalización de las deudas provinciales y la pesificación de los bonos sujetos a la jurisdicción legal de la Argentina.

La primera de esas medidas consistió en la pesificación y rebaja de la tasa de interés de los préstamos garantizados. A partir del 3 de febrero, los préstamos garantizados fueron unilateralmente convertidos a pesos al tipo de cambio 1.4 \$/US\$, mientras que la tasa de interés promedio fue rebajada desde el 6% al 4.25% anual. Por su parte, el capital en pesos fue indexado por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER).

Conceptualmente, esta medida implicó una reestructuración compulsiva de deuda en donde los tenedores de bonos sufrieron una importante reducción en el valor de sus activos. A modo de ejemplo, si comparamos una tenencia original en un global 2008 en dólares con el resultante primero de la transformación a préstamo garantizado en dólares y luego la pesificación, la diferencia en términos de valor presente neto en contra del bono original sería del orden del 54%. De hecho, respecto del stock total de préstamos garantizados, el efecto de la pesificación implicó para el sector público una licuación de pasivos del orden de los 23,000 millones de US\$³.

La segunda de estas medidas fue la emisión de un bono denominado en pesos a cinco años de plazo con el objetivo de reparar la pérdida patrimonial de los bancos producto de la pesificación asimétrica de activos y pasivos en el sistema financiero. A su vez, los bancos pudieron aplicar estos bonos denominados en pesos a la compra (al tipo de cambio diferencial de 1.4 \$/US\$) de un bono compensador denominado en dólares a diez años de plazo, por hasta lo necesario para equilibrar su posición neta en dólares. De esta manera, las entidades mejoraron su cobertura del riesgo moneda sobre sus activos y

² Cabe mencionar que los préstamos garantizados permiten retornar al bono de origen el cualquier momento del tiempo.

³ Estimada a junio de 2002.

pasivos en dólares, principalmente obligaciones negociables (ON's) colocadas en el exterior y líneas de crédito. De acuerdo a estimaciones oficiales, de los 14,000 millones de \$ originalmente emitidos en bonos de compensación en pesos, unos 13,000 millones de \$ fueron destinados a la compra del bono compensador en dólares por un total de 9,000 millones de US\$.

La tercer medida fue el recientemente concretado canje voluntario de depósitos reprogramados en el sistema financiero por bonos del Tesoro Nacional. El menú de bonos públicos ofrecidos a los ahorristas consistió en: dos bonos denominados en dólares (a diez y tres años de plazo) y un bono en pesos a siete años de plazo. Para los bonos en dólares, las tasas fueron fijadas en base a la tasa Libor de 6 meses, mientras que el bono en pesos pagará una tasa de 2% sobre un capital ajustado por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER).

Los poseedores de depósitos reprogramados cuya moneda original hubiera sido el dólar fueron habilitados a suscribir el bono a 10 años al tipo de cambio de 1.4 \$/US\$, mientras que los tenedores de depósitos reprogramados originalmente denominados en pesos pudieron suscribir el bono en pesos. Adicionalmente, el bono en dólares a tres años de plazo estuvo disponible para ser suscripto al tipo de cambio de 1.4 \$/US\$ por los tenedores de depósitos reprogramados en dólares mayores a 75 años o experimentando problemas de salud, mientras que los tenedores de depósitos a la vista o reprogramados menores a \$10,000, tuvieron la posibilidad (que prácticamente no fue utilizada) de comprar este bono a un tipo de cambio a determinarse en una licitación pública.

Como resultado final de la operación, el 11.2% de los depósitos del sector privado fueron canjeados por bonos del Gobierno. Específicamente se emitieron 3,710 millones de US\$ de Boden 2012, 1,251 millones de US\$ de Boden 2005 y 276 millones de \$ del Boden 2007 en pesos.

El mecanismo de canje fue establecido de forma tal que la compra de los nuevos bonos se financió con adelantos de liquidez del Banco Central a las entidades bancarias por los montos necesarios para satisfacer la demanda de canje por parte del público. A su vez, los bancos han garantizado dichos adelantos otorgando activos públicos en cartera⁴ por igual valor nominal. Al entregar los bancos bonos pesificados (a 1.4 \$/US\$ + CER) en canje por activos dolarizados, se produjo un aumento en la deuda pública que variará en el tiempo según los movimientos que se produzcan en el tipo de cambio real.

La cuarta medida es la nacionalización de las deudas provinciales que tomaron parte de la Fase I del canje provincial en noviembre del año 2001 (ver la Tabla 4). Si bien aún no ha habido una definición oficial respecto a este punto, esta iniciativa alcanzaría a unos 15,783 millones de US\$, el equivalente a 64% de la deuda de provincias a septiembre de 2001.

⁴ De acuerdo a un orden de preferencia que estipula: 1) Bono Compensador en Pesos, 2) Préstamos Garantizados, 3) Préstamos a las provincias y 4) Otros activos públicos. En caso de ser necesario, las entidades financieras podrán garantizar los adelantos con préstamos al sector privado en categoría 1 y 2.

El objetivo de esta medida es otorgar a aquellas provincias que firmaron el compromiso de responsabilidad fiscal con el gobierno nacional mejores condiciones de repago sobre sus obligaciones de deuda. La operación incluida en el Acuerdo Federal firmado entre la nación y las provincias en febrero de este año consiste en el canje de pasivos provinciales por un bono del gobierno nacional a 16 años de plazo. Este bono del Tesoro Nacional estará denominado en pesos por lo que los pasivos provinciales serán previamente pesificados a 1.4 \$/US\$ + CER, resultando en una emisión inicial del bono del gobierno nacional del orden de los 22,000 millones de \$.

Como resultado de dicho canje, las provincias tendrán un pasivo con el gobierno nacional por ese monto de deuda que cancelarán en el tiempo con hasta un 15% de las transferencias de coparticipación de impuestos. Asimismo, el bono del Tesoro Nacional a 16 años de plazo será entregado a los tenedores originales quienes pasarán a tener una acreencia con el gobierno federal.

Tabla 4
Deudas Provinciales canjeadas en la fase I de
noviembre de 2001
 Millones de dólares

Provincia	Tipo de deuda			Total
	Títulos	Deuda	FFDP	
	Públicos	Bancaria		
Buenos Aires	2,751	2,549	513	5,813
Córdoba	300	908	0	1,208
Chaco	317	344	343	1,004
Formosa	191	530	215	936
Río Negro	88	400	270	758
Misiones	245	423	84	752
Entre Ríos	92	592	10	694
Tucumán	220	151	283	654
Jujuy	1	401	215	617
Corrientes	222	323	15	560
Neuquén	0	342	212	554
Mendoza	0	526	0	526
San Juan	112	261	80	453
Salta	44	328	0	372
Catamarca	18	149	178	345
Chubut	0	120	97	217
La Rioja	0	193	0	193
Tierra del Fuego	0	81	48	129
Total	4,599	8,621	2,563	15,783

Fuente: Ministerio de Economía. Versión Preliminar.

Por último, para definir nuestra estimación de deuda a mediados de 2002 realizamos dos supuestos adicionales: a) los tenedores de aproximadamente 5,400 millones de US\$ originalmente en préstamos garantizados decidirían recuperar sus tenencias originales en bonos en dólares (unos 3,200 millones de US\$ ya lo han hecho de acuerdo a los datos oficiales a marzo de 2002), y b) se alcanza un acuerdo con los organismos internacionales con desembolsos efectivos que vuelven la deuda con los multilaterales a los niveles existentes a diciembre del año 2001.

Como puede observarse en la Tabla 5, producto de los movimientos antes descriptos, la deuda pública alcanzaría un nivel de 143,163 millones de US\$ a junio de 2002, el equivalente a 144% del PBI.

Tabla 5
Deuda Pública. Estimación de la Deuda Pública al 31/6/2002.
 En millones de dólares.

Deuda Pública al 31/12/01	144,453
Como % del PBI	54%
Alzas:	30,869
+ Bono Compensador en \$	325
+ Bono Compensador en us\$	9,000
+ Boden us\$ 2012	3,710
+ Boden us\$ 2005	1,251
+ Boden \$ 2007	90
+ Nacionalización deuda provincial	7,171
+ Intereses impagos*	3,922
+ Retorno al bono original desde PG's	5400
Bajas:	-32,159
- Pesificación PG's	-23,058
- Cancelación de Asistencia con el BCRA**	-2,608
- Retorno al bono original desde PG's	-2,454
- Diferencia de cambio deuda en pesos	-4,039
==> Deuda Pública al 31/6/02	143,163
Como % del PBI	144%

* Atrasos en el pago de intereses durante la primera mitad del año

** Cancelación de deuda en garantía por la asistencia del BCRA a las entidades financiera en la suscripción de Bodens

Este stock está constituido por tres grandes categorías, además de los préstamos de organismos multilaterales y bilaterales. La primera categoría es la deuda que ya ha sido objeto de alguna reestructuración en el mercado local como es el caso de los préstamos garantizados.

Una segunda categoría abarca la “nueva deuda” emitida con posterioridad a la cesación de pagos, tal como los Bodens, los bonos de compensación bancaria, y la derivada de la nacionalización de deudas provinciales. Esta deuda en general deriva del intento del gobierno por compensar el efecto negativo del cambio en la política cambiaria sobre los balances de ahorristas, entidades financieras y estados provinciales. Como veremos más adelante, estas deudas han sido emitidas sin una reducción sustancial de valor nominal más allá de la extensión en el plazo de repago, lo que eleva la necesidad de recortar la deuda con los tenedores externos en una Fase II de reestructuración si se quiere poner a la deuda nuevamente en una trayectoria sostenible en términos fiscales.

La tercer categoría engloba a la deuda pendiente de reestructuración, denominada Fase II, en su mayor parte en tenencia de no residentes. De acuerdo a la Tabla 6, la deuda sujeta a una segunda fase de reestructuración alcanza a unos 57,256 millones de US\$ en concepto de euronotas en euros, yenes y otras monedas europeas, los bonos globales en dólares, las euronotas denominadas en pesos, el remanente de bonos en dólares emitidos bajo legislación doméstica y el estimado de 5,400 millones de US\$ en concepto de tenedores de préstamos garantizados que hubieran decidido retornar a sus

tenencias originales. En términos relativos, esta categoría de deuda tiene monto que equivale al 40% del stock de deuda pública estimado a junio de 2002.

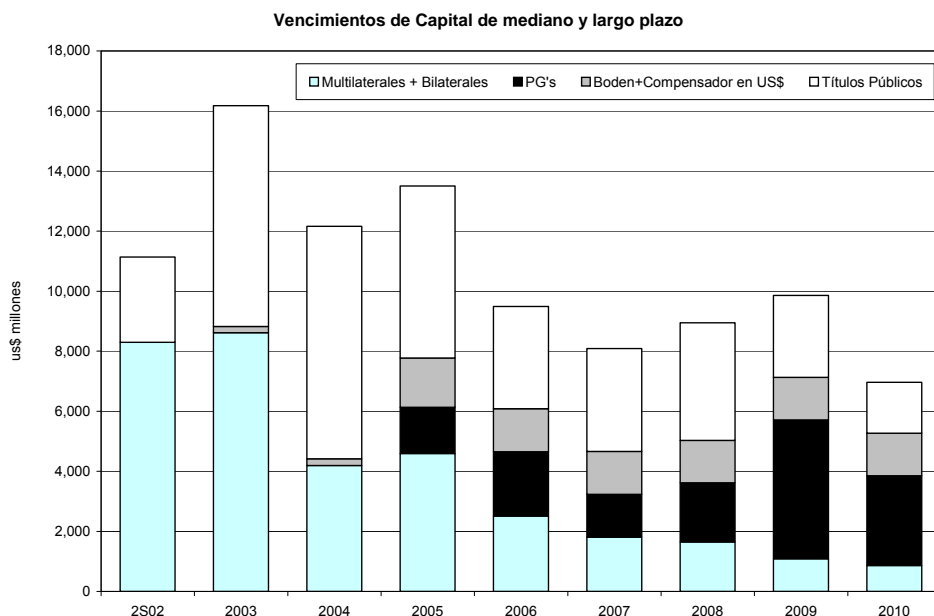
Tabla 6
Estimación de la Deuda Elegible para la Fase II de la Reestructuración
 En millones de dólares.

Fase II	Jurisdicción	Jurisdicción	Total
	Internacional	Local	
Bonos en Dólares	21,627	6,551	28,178
Bonos en Euros	20,555	0	20,555
Bonos en Yenes	2,532	0	2,532
Bonos en otras monedas	290	0	290
Bonos en Pesos	139	162	301
Ex PG's	5,400	0	5,400
Total	50,543	6,713	57,256

3. Perfil de vencimientos de capital e intereses. ¿Es sostenible?

La incorporación de los movimientos descritos en el capítulo anterior y la caída del PBI medido en dólares, llevaron a casi triplicar el ratio de deuda a PBI respecto del nivel alcanzado en el 2001. Sin embargo, en términos nominales, el stock total de deuda prácticamente no observa cambios sustantivos comparado con el nivel alcanzado en Diciembre del año 2001, con lo que tampoco se modifica sensiblemente el cronograma de amortizaciones respecto del que surgía del stock a fines del año anterior.

A pesar de ello, como se ilustra en siguiente gráfico, los vencimientos de deuda de mediano y largo plazo resultan abultados en función de la capacidad de pagos actual de la Argentina.



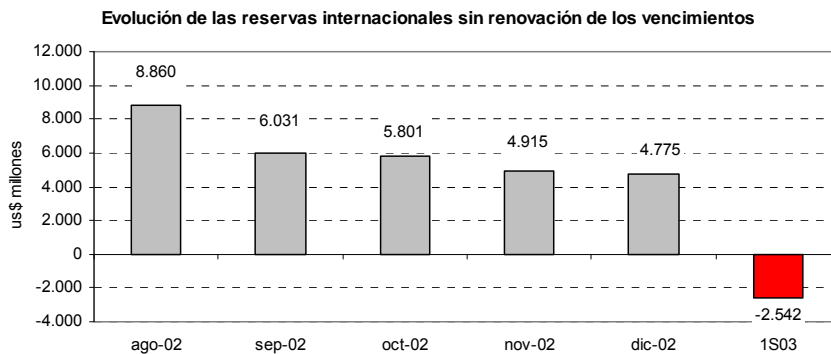
Especialmente en los próximos tres años, los vencimientos de capital están fuertemente concentrados en dos rubros: organismos multilaterales y títulos públicos. Durante la segunda mitad de 2002 y el año 2003, por ejemplo, habría que hacer frente a vencimientos con organismos multilaterales y por títulos públicos por un total de 27.000 millones de US\$, para luego converger a una media anual de 12,000 millones de US\$ para los siguientes tres años.

De estos conceptos, mientras que los vencimientos de títulos públicos se encuentran hoy suspendidos por la cesación de pagos, las obligaciones con organismos multilaterales están siendo enfrentadas mayormente con las reservas internacionales del Banco Central. La Tabla y el Grafico siguientes muestran cuales son los vencimientos con organismos durante lo que resta del año 2002 y el año 2003, y la evolución de las reservas internacionales si éstas variaran solamente con motivo de dichos vencimientos. De allí se desprende que la presión ejercida por dichos vencimientos sobre las reservas internacionales es muy significativa y llevaría a que estas se consuman enteramente durante el primer semestre del año 2003.

Tabla 7
Vencimientos totales con Organismos Internacionales

En us\$ millones

	ago-02	sep-02	oct-02	nov-02	dic-02	1S03 (*)	2S03 (*)
Capital	34	2.829	230	886	140	7.316	4.201
FMI	0	2.715	80	133	42	5.404	2.268
de los cuales SRF	0	2.091	0	106	0	-	-
BID	11	12	33	31	29	1.056	1.070
BM	23	102	117	723	68	856	862



En términos de intereses, tomando como referencia la tasa de interés media observada durante el año 2001, el monto de los pagos por este concepto ascendería a aproximadamente los 10,500 millones de US\$ anuales, algo similar a lo pagado en los dos años anteriores.

Estas magnitudes son insostenibles una vez que se las mide en relación con el tamaño del producto, y a la luz del tamaño actual del mercado de capitales doméstico considerando el nulo acceso al crédito externo. Una simple aritmética da cuentas de que un stock de deuda de 144% del PBI, cuya vida media es aproximadamente 8 años, genera un nivel de necesidades de

financiamiento (en el caso en que el déficit fiscal sea nulo) del orden del 18% del PBI, lo que se compara con niveles de vencimientos de capital de 5% del PBI en periodos recientes de cierta normalidad macroeconómica y financiera (por ejemplo, el año 2000).

De la misma manera, el servicio de intereses resulta inconsistente con las posibilidades actuales de generación de ingresos fiscales. Manteniendo los pasivos en las actuales condiciones financieras de plazos y tasas de interés, la cuenta de intereses a pagar llegaría a 7.8% del PBI, un nivel que excede cualquier esfuerzo fiscal políticamente viable.

Estas consideraciones muestran que la Argentina enfrenta un difícil proceso de reestructuración de su deuda pública. Antes de analizar los términos posibles de dicha reestructuración es necesario evaluar cómo las decisiones de política antes mencionadas afectan las diferentes clases de acreedores del estado argentino.

4. El trato a los acreedores

Entre la segunda mitad del año 2001 y la primera parte del año 2002, las autoridades tomaron un conjunto de acciones que involucran a la deuda pública y que afectaron a los distintos tipos de instrumentos y clases de acreedores en distintas formas. Estas acciones son las siguientes:

- En noviembre del año 2001 se produjo la conversión no voluntaria a prestamos garantizados de los bonos que se encontraban principalmente en manos de inversores locales.
- A finales del año 2001 se anunció la moratoria unilateral del Gobierno en los pagos de la deuda pública no convertida a préstamos garantizados.
- En los primeros meses del año 2002, los préstamos garantizados así como el resto de la deuda del Gobierno emitida bajo legislación argentina fueron convertidos a pesos, a una tasa de 1.4 pesos por dólar, incorporándose al capital de los mismos el ajuste por el índice de inflación (CER).
- Mientras que en el caso de los préstamos garantizados se extendió aún más la madurez de los mismos y se redujo nuevamente la tasa de interés, en el resto de los bonos de legislación local la tasa de interés fue llevada a 2% anual sin que se extienda la madurez original de los títulos.
- En el caso de los préstamos garantizados, el Gobierno ha anunciado el servicio de los mismos, hecho que se ha cumplido parcialmente. En la deuda local restante no se registran pagos de intereses ni de capital. Los tenedores de los mismos están habilitados a participar en la Fase II del canje de deuda pública.

- La deuda emitida bajo legislación internacional se encuentra impaga y no se han anunciado aún los pasos que seguirá el Gobierno para su reestructuración.

Surge de esta descripción que el Gobierno ha tomado medidas que afectan en forma desigual a las distintas clases de acreedores. A esto debe sumarse la emisión de nueva deuda en el año 2002, destinada a compensar a las entidades y a ahorristas del sistema financiero, y la proveniente de asumir deudas provinciales, que pareciera tener un trato privilegiado respecto a las deudas preexistentes.

El trato igualitario a los inversores debe ser un objetivo de cualquier proceso de reestructuración de deuda, ya que no existen justificativos de carácter legal o económico que hagan aconsejar otro tipo de acción. Por ello, es importante evaluar en que magnitud las distintas medidas comentadas más arriba han afectado el valor de los distintos instrumentos de deuda, ya que ello debería además proveer una aproximación a la quita esperada en el canje de la deuda emitida bajo legislación internacional.

En la Tabla 7 se observa la quita en valor presente que han sufrido los tenedores de un mismo instrumento de deuda, que optaron por distintos caminos: a) aquellos que acudieron al canje por préstamos garantizados (PG) y b) los que optaron por conservar el bono. A modo de ejemplo consideraremos el caso del Bonte 05.

Tabla 8

Pérdida de Valor Presente Neto (Bonte 05)

Caso I: Bono Original => Préstamo Garantizado en dólares => Préstamo Garantizado en Pesos

Caso II: Bono Original => Bono pesificado

TIR	Escenario Optimista					
	Bono Original us\$ a PG us\$		PG us\$ a PG \$		Total	
	Var. Precio	Var. %	Var. Precio	Var. %	Var. Precio	Var. %
10%	18,83	17,7%	23,61	27,0%	42,44	40,0%
15%	23,03	24,9%	20,18	29,1%	43,21	46,8%
20%	24,75	30,7%	17,50	31,3%	42,26	52,4%

TIR	Escenario Optimista	
	Bono Original us\$ a Bono \$	
	Var. Precio	Var. %
10%	48,38	46%
15%	42,72	46%
20%	37,83	47%

TIR	Escenario Mediocre					
	Bono Original us\$ a PG us\$		PG us\$ a PG \$		Total	
	Var. Precio	Var. %	Var. Precio	Var. %	Var. Precio	Var. %
10%	18,83	17,7%	41,08	47,0%	59,90	56,4%
15%	23,03	24,9%	33,53	48,4%	56,55	61,3%
20%	24,75	30,7%	27,85	49,8%	52,60	65,2%

TIR	Escenario Mediocre	
	Bono Original us\$ a Bono \$	
	Var. Precio	Var. %
10%	65,28	61%
15%	57,16	62%
20%	50,26	62%

En el primer caso, y descontando los flujos al 15%, los tenedores de B05 primero sufrieron una quita de 25% solo por extender la madurez del bono y recibir una tasa de interés inferior a la que correspondía originalmente a dicho activo. Luego, la pesificación, nueva extensión de madurez y rebaja adicional en la tasa de interés significó una quita adicional de entre 29% y 48% dependiendo de la evolución futura del tipo de cambio real. Este segundo valor de quita surge de comparar el efecto puro de la pesificación respecto a un préstamo garantizado que mostrara las mismas condiciones de plazo y tasa pero que hubiera conservado su denominación de moneda original (dólares).

Finalmente, la suma de los dos efectos implica una quita que dependiendo del escenario macroeconómico oscila entre 47% y 61%, un promedio de 54%.

Quienes mantuvieron el Bonte 05 sin canjearlo por préstamo garantizado recibieron una quita de entre 46% y 62%, un promedio de 53%, similar al que surge en el caso anterior. Esto significa que la baja en el cupón hasta 2%, sin extensión de madurez, ha resultado para este instrumento similar a la quita del préstamo garantizado, en el que la tasa es superior pero la madurez se ha extendido. Que esta similitud de quitas se mantenga dependerá crucialmente de que la deuda doméstica no convertida en préstamos garantizados comience a ser pagada, incluyendo los intereses vencidos e impagos.

La quita que sufrieron los tenedores de deuda doméstica debería ser similar a la que, en valor presente, se aplique al tramo externo de la deuda pública Argentina. Sin embargo, el hecho de que los bonos externos conserven su moneda de origen y posean una mayor liquidez puede ser un factor que permita justificar una quita superior a la efectuada en la deuda de legislación doméstica.

Una posible forma para atenuar la desigualdad de trato entre las distintas clases de acreedores es ofrecer a cada grupo de tenedores de deuda la posibilidad de optar inicialmente por cada una de las tres opciones disponibles: a) mantener la deuda bajo legislación externa, en la moneda de origen, con una baja en el cupón y una quita en los intereses o b) convertir los bonos a préstamos garantizados en las condiciones en las que lo hicieron los tenedores de deuda doméstica o c) transformar los bonos externos a bonos de legislación local, en pesos, sin quita de capital, ajustados por CER y con un cupón de 2%. Obviamente, lo contrario también se aplicaría en los casos b) y c) ya que ambos grupos podrían optar por convertirse a deuda externa con quita o los préstamos garantizados podrían pasar a ser bonos en pesos con un cupón de 2%.

Finalmente, es importante resaltar el peso que ejerce la deuda reconocida en el 2002 a los ahorristas del sistema financiero (Boden), las entidades bancarias (Bonos de compensación) y las provincias (nacionalización de deudas provinciales) sobre la quita de capital requerida en la Fase II. Esta deuda suma 21,547 millones de US\$ a Junio del 2002 y representa aproximadamente el 22% del PBI. Comparada con la deuda elegible para la Fase II de la reestructuración, la nueva deuda asumida por el Estado representa un 37.6% de la misma. Por ende, como se discute más adelante, la emisión de nuevas obligaciones implica empeorar significativamente la posición de los acreedores de la Fase II, los que podrían estarían forzados a aceptar una quita mucho mayor a la que correspondería si dichas emisiones no se hubiesen materializado.

5. Reestructuración de la Fase II y dinámica posterior de la deuda pública

Habiendo descrito los términos generales de la reestructuración de la deuda doméstica tanto en bonos como en préstamos garantizados (Fase I), e

incluso mencionar su potencial fuente de trato inequitativo entre inversores, este capítulo analiza los posibles lineamientos de la Fase II de la reestructuración y su impacto sobre la dinámica posterior de la deuda pública. Este ejercicio nos permitirá entender en que medida es realista la estrategia presente del gobierno de limitar la reestructuración de deuda al conjunto de obligaciones incluidas en la Fase II y alcanzar una posición fiscal que el mercado de capitales considere sustentable.⁵

Cómo se describe en la Tabla 6, la deuda elegible para la Fase II asciende de acuerdo a nuestras estimaciones a 57,256 millones de US\$. Este universo está compuesto por la totalidad de las euronotas en euros, yenes y otras monedas europeas, los bonos globales en dólares, las euronotas denominadas en pesos, el remanente de bonos en dólares emitidos bajo legislación doméstica y un estimado de 5,400 millones de US\$ en concepto de tenedores de préstamos garantizados que hubieran decidido retornar a sus tenencias originales. En términos relativos, este monto equivale a un 40% del stock de deuda pública estimado a junio de 2002.

Para analizar la viabilidad de restringir la reestructuración de deuda a las obligaciones arriba mencionadas, analizaremos la dinámica de los ratios relevantes de deuda bajo el supuesto optimista (desde el punto de vista del deudor) que la Fase II concluye con la entrega a dichos acreedores de nuevos títulos de deuda que contienen una quita de capital del 60% en valor nominal y un cupón del 6% anual.⁶ Bajo estos parámetros, la reducción en el valor presente neto—adoptando una tasa de descuento de 15% para valuar los flujos posteriores a la reestructuración—es de aproximadamente el 71%. Este nivel de quita es superior a las experiencias recientes—por ejemplo la observada en los casos de Rusia y Ecuador—aunque está en línea con la percepción actual del mercado. De acuerdo a los precios actuales de los bonos globales en aquellos casos en donde hay un mercado secundario con cotización diaria, las

⁵ Dujovne y Guidotti (2002) analizan en detalle una serie de factores importantes a la hora de definir una posición fiscal sustentable en economías emergentes. En particular, la determinación del ratio de deuda a PBI objetivo de largo plazo debe tener en cuenta la posición de liquidez y el peso de la deuda emitida en moneda extranjera. En este sentido, para asegurar necesidades de financiamiento anuales adecuada *vis-à-vis* los mercados de capitales resulta fundamental reconocer que existe una relación inversa entre la madurez de la deuda por un lado, y el nivel de déficit presupuestario sostenible y el ratio deuda-PBI por el otro. Esto es, cuanto menor es la madurez de la deuda pública, menor son el máximo déficit y el ratio deuda a PBI de largo plazo sustentables.

Adicionalmente, la determinación de un ratio de deuda a PBI sustentable en el caso argentino debe considerar la alta participación de la deuda denominada en moneda extranjera respecto de los pasivos totales. En este sentido, la dolarización de los contratos, si bien puede contribuir a fortalecer la credibilidad de la política monetaria, puede debilitar la credibilidad de la política fiscal en tanto dificulta una definición de lo que es sustentable frente a los efectos devastadores sobre las hojas de balance de potenciales devaluaciones. Una vez analizados los distintos elementos en juego, Dujovne y Guidotti (2002) sugieren la adopción de una política fiscal tendiente a implementar un objetivo de reducción de la relación deuda pública a PBI hasta alcanzar un nivel inferior o igual al 30% del PBI.

⁶ Como se describe en el Anexo, un nivel de quita de principal de 60% es significativamente superior lo observado en los casos de Rusia y Ecuador, en donde las quitas iniciales de capital han sido de entre un 30% y un 40% (dependiendo de los instrumentos). La quita antedicha implica una sustantiva reducción inicial del ratio deuda a PBI desde el nivel actual de 143% a uno cercano a 100%.

quitas implícitas de valor presente neto no son menores en promedio a 75% utilizando la misma tasa de descuento de 15%.

En términos de vida promedio de la deuda⁷, los bonos reestructurados pasarían de tener una vida media de 7.3 años a una de 16 años. Este aumento en la vida promedio de los bonos reestructurados no se aleja demasiado de los 6.6 años de aumento en el caso de Ecuador, aunque duplica los 4 años de aumento conseguido en ocasión de la reestructuración de la deuda rusa.

Para evaluar la sustentabilidad de dicha hipótesis de reestructuración de deuda se analiza la dinámica que mostraría la deuda pública bajo tres posibles escenarios macroeconómicos, que describen características esquemáticas de una trayectoria optimista, mediocre y negativa (ver tabla 9) en términos de la evolución del crecimiento y del tipo de cambio real. En todos los casos, desde el punto de vista fiscal, se asume déficit fiscal cero.

Tabla 9
Ejercicio Dinámica de la Deuda
Supuestos Macroeconómicos:

Escenarios	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Exitoso									
PBI - % anual	-15	6	4	4	4	4	4	4	4
TCR (ipm-ipc)	3,2	2,3	1,8	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4
TCN fin de período	5,0	5,5	6,1	6,4	6,7	7,0	7,4	7,7	8,1
Inflación (ipc) fdp	80%	40%	20%	10%	5%	5%	5%	5%	5%
Mediocre									
PBI - % anual	-15	0	2	2	2	2	2	2	2
TCR (ipm-ipc)	3,2	2,6	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
TCN fin de período	5,0	7,0	8,5	11,1	13,8	17,3	21,6	27,0	33,7
Inflación (ipc) fdp	80%	60%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Malo									
PBI - % anual	-15	0	0	0	0	0	0	0	0
TCR (ipm-ipc)	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
TCN fin de período	5,0	10,8	23,1	49,7	106,8	229,7	493,9	1061,8	2282,9
Inflación (ipc) fdp	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%

En los tres escenarios, el punto de partida es una caída en el PBI real de -15% y un tipo de cambio real de 3.2 \$/us\$ para este año. Este tipo de cambio real es el resultado de un tipo de cambio nominal a fin de año de 5.0 \$/US\$ y una inflación minorista de 80%. De allí en adelante, en el escenario "optimista" la economía crece un 6% en el 2003 y 4% anual en los años subsiguientes. El tipo de cambio real converge a una depreciación real de 40% respecto al observado durante la Convertibilidad. Por su parte, el escenario "mediocre", supone un crecimiento nulo en el 2003 y de 1.5% anual a partir del 2004, mientras que el tipo de cambio real se mantiene en 2.0 \$/US\$. Por último, en el escenario "malo", el PBI no crece durante todo el período y el tipo de cambio real no baja de 3.2 \$/US\$.

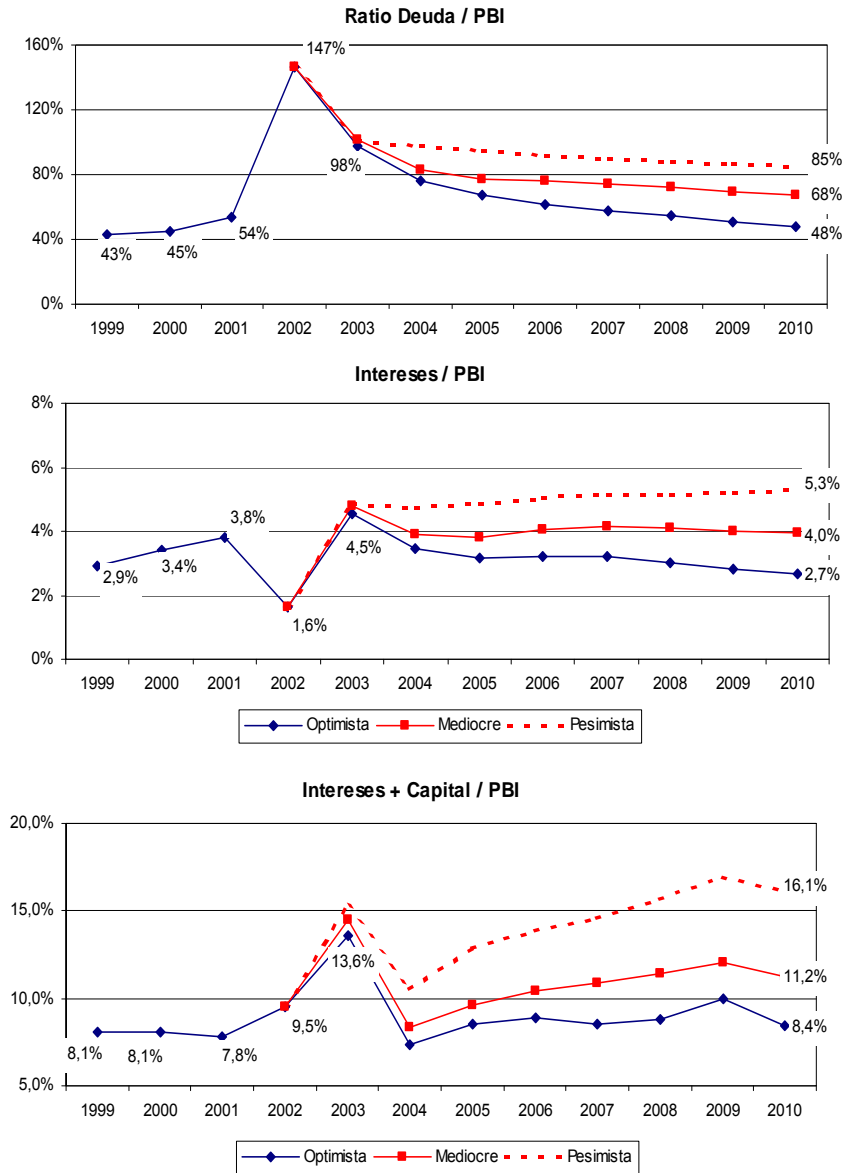
⁷ Solo a modo de hipótesis, suponemos como resultado de la reestructuración que el Gobierno argentino ofrece en canje por la deuda actualmente impaga un bono a 15 años para los bonos con plazo menor a los 5 años, uno a 20 años para los bonos con plazo mayor a 5 y menor a 15 años y finalmente un bono a 30 años para los bonos con un vencimiento final posterior a los 15 años. En todos los casos, los bonos tendrían un período de gracia durante el cuál no se efectúan pagos de capital de 10 años y a partir de allí los pagos de capital se realizarían en cuotas semestrales iguales hasta el vencimiento. Suponemos que opciones similares pueden ofrecerse para los bonos denominados en monedas diferentes al dólar.

Si bien a primera vista podría argumentarse que el escenario optimista es excesivamente conservador en términos de crecimiento del PBI—especialmente luego de la contracción experimentada por la economía argentina en los últimos años—creemos que esto no es así. El promedio de crecimiento de la Argentina entre 1970 y 2001 apenas llega a 1.8% anual, generado por un 2.9% en la década del setenta, una caída anual promedio de 0.9% en los años ochenta y un crecimiento de 4.3% en la década del 90. Es decir, sólo en la última década la Argentina creció a un ritmo apenas superior al presentado en el escenario optimista. Más aún, dicho crecimiento se verificó con posterioridad a una década completa de estancamiento, como fue la de los años ochenta. En términos internacionales, los números también respaldan el sesgo conservador del escenario optimista. Entre 1970 y 2001 el mundo creció a un ritmo de 3.6% anual, ritmo que se desaceleró a una tasa promedio de 3.1% anual en la década del noventa.

Teniendo en cuenta dichos antecedentes, cualquier proyección que se realice con el fin de analizar el problema de la deuda debe hacerse sobre bases conservadoras, ya que uno de los objetivos básicos del proceso de reestructuración es el de recuperar la credibilidad de la Argentina como futuro pagador, lograr un aumento en el precio de los activos domésticos y una baja en la tasa de interés.

Si se considera la relación deuda pública a PBI observamos que, en el escenario macroeconómico “optimista”, la trayectoria de deuda llegaría en el 2010 a un 48% del PBI. Desde un punto de partida de 147% a fines de 2002, el ratio cae hasta un 98% en el 2003 básicamente fruto de la quita de capital supuesta en la Fase II, y de allí en adelante disminuye a razón de 7 puntos del PBI por año. En cambio, en el escenario macroeconómico “mediocre”, la relación deuda a PBI no baja a más de 68% en el 2010, mientras que si el escenario es “pesimista”, dicho ratio se estanca en 85 puntos del producto (ver gráficos siguientes).

Escenario Base: Reestructuración de los bonos externos Fase II



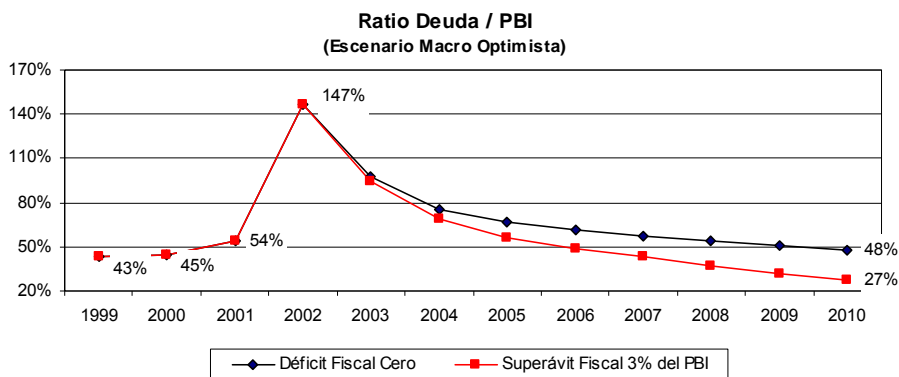
En los tres escenarios considerados, la renegociación de la deuda implica un salto en los intereses desde 1.6% del PBI en 2002 a 4.5%/5.5% del producto en 2003, debido a la regularización de los servicios en la deuda impaga. Posteriormente, los intereses caen a 2.7% del PBI en el 2010 en el escenario más favorable. En caso contrario, el nivel alcanzado en el 2010 es de 4.0% del PBI en el escenario mediocre y de 5.3% del PBI en el escenario con cero crecimiento. En términos nominales, el flujo de intereses es de 5,700 millones de US\$ promedio anual, lo que equivale una tasa media de interés sobre la deuda total de entre 5.0% y 6.0%.

Como puede observarse en el gráfico, los servicios de la deuda, sumando capital más intereses, se estabilizan en el largo plazo en el escenario optimista

en niveles de 8/9 puntos del producto, similares a los previos a la crisis. En los escenarios mediocre y pesimista, sin embargo, las necesidades de financiamiento anuales se sitúan en niveles sustancialmente superiores, entre el 11% y el 17% del PBI.

Es interesante nuevamente resaltar el efecto que ejerce la deuda reconocida en el 2002 a los ahorristas del sistema financiero (Boden), las entidades bancarias (Bonos de compensación) y las provincias (nacionalización de deudas provinciales) sobre la quita de capital requerida en la Fase II. En caso de no haberse realizado estas emisiones, el stock de deuda a fines del 2002 sería de 125% del PBI y se reduciría a 80% en el 2003 en el caso de producirse una quita de capital de 60% en la Fase II. Del mismo modo, se debe notar que sin la emisión de la deuda nueva en 2002, la quita necesaria para partir desde un nivel de deuda a PBI de 100% sería de 30% en vez de un 60% considerado más arriba.

Estas conclusiones no se modifican en forma sustancial si consideramos un esfuerzo fiscal mayor. En particular, si la política fiscal lograra conseguir y mantener un superávit fiscal de al menos 3 puntos del PBI en cada período, el ejercicio de dinámica de la deuda en el escenario optimista mostraría que la Argentina tardaría hasta el 2006 para volver a alcanzar un ratio de deuda a producto del 50%.



Los ejercicios de dinámica de la deuda presentados arriba muestran que, aún bajo la hipótesis de se pueda obtener una quita sustantiva en la Fase II de la reestructuración, difícilmente la Argentina lograría una situación fiscal que pueda ser vista por los mercados de capitales como sustentable. En particular, aún en un escenario macroeconómico muy favorable y el mantenimiento de equilibrio fiscal la Argentina recién en el año 2010 volvería a alcanzar una relación de deuda a PBI similar al nivel existente a fines del año 2001—nivel con el cuál el país se declaró en cesación de pagos.

Esto trae aparejado como consecuencia la discusión acerca de si el universo de deudas alcanzadas por una futura negociación podrá efectivamente mantenerse circunscrito a los bonos emitidos bajo legislación externa o si las autoridades deberán reabrir otro tipo de alternativas que disminuyan aún más la carga de la deuda y que a su vez, repartan

equitativamente la pérdida de valor de los activos públicos argentinos entre los distintos acreedores. Los números analizados más arriba muestran que es improbable que el Gobierno pueda mantener el actual esquema de renegociación que incluya únicamente a los bonos emitidos bajo legislación externa. La próxima sección analiza las implicancias que surgen de ampliar la reestructuración a obligaciones no incluidas en la denominada Fase II.

6. Reestructurando la reestructuración

El análisis desarrollado en la sección anterior mostró las dificultades que surgen al restringir la reestructuración de la deuda a las obligaciones incluidas en la Fase II. En particular, se mostró que aún en un escenario que contiene una reducción sustantiva en el valor presente neto de dichas obligaciones, los indicadores de deuda a PBI no convergen a niveles sustentables aún bajo supuestos optimistas en cuanto a la evolución futura del resultado fiscal primario, la tasa de crecimiento del PBI y el tipo real de cambio.

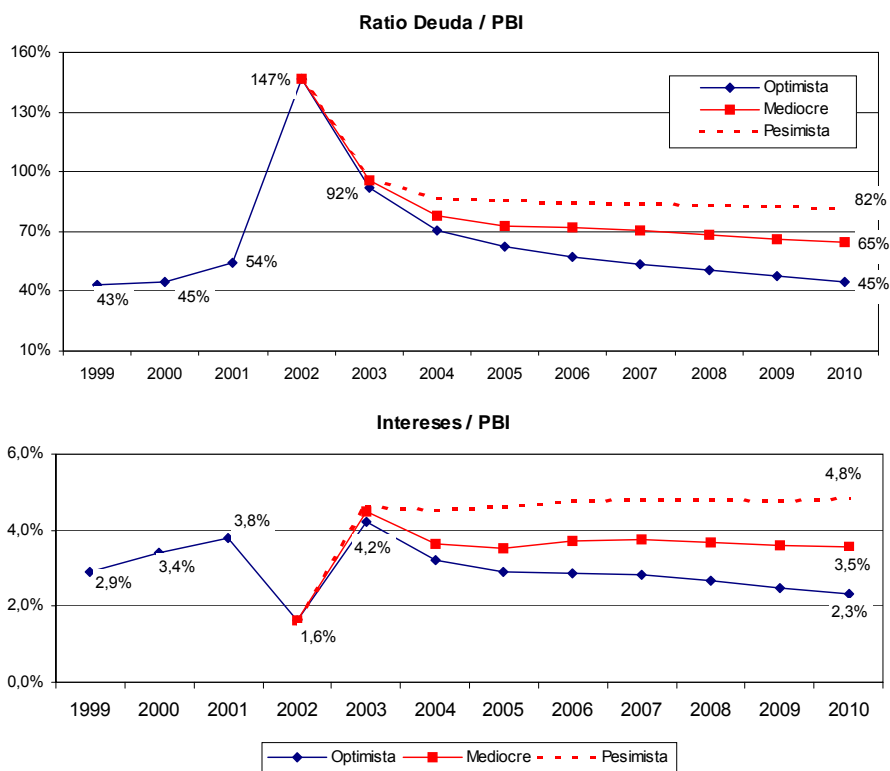
A raíz de ello, en esta sección se analizan las implicancias de extender a los bonos emitidos en la Fase I (préstamos garantizados y deuda de provincias nacionalizada) la quita de capital adicional necesaria para que, manteniendo las restantes condiciones financieras invariadas, la reducción en valor presente neto sea similar a la aplicada a los bonos de la Fase II.

Como se indicara en la Tabla 8, los tenedores de bonos de la Fase I, luego de su transformación a préstamos garantizados y su pesificación en febrero de 2002, soportaron una disminución en el valor de sus activos de 54% en términos de valor presente neto. Esta disminución está estimada como el promedio de las pérdidas que se verificarían en los escenarios optimista y mediocre analizados en la sección anterior. Por lo tanto, para alcanzar una reducción de 70% en valor presente neto—similar a la que podrían sufrir (hipotéticamente) los acreedores externos—es necesario una quita adicional sobre el capital inicial de los préstamos garantizados equivalente aproximadamente al 35%.

En este escenario, la dinámica de la deuda pública posterior a la reestructuración que se verificaría bajo los supuestos macroeconómicos del escenario optimista resulta en: a) un descenso inicial en el ratio de deuda a PBI de 147% a fines de 2002 hasta 92% a fines de 2003, b) una caída del ratio a 62% en el mediano plazo (2005) y c) una convergencia del ratio de deuda a producto de 45% en el 2010. En el escenario mediocre, el ratio de deuda a PBI se mantiene en todo el horizonte por arriba del nivel existente cuando la Argentina declaró la cesación de pagos.

Este ejercicio muestra que, aún extendiendo la reestructuración a los préstamos garantizados y a la deuda provincial nacionalizada, la deuda se mantiene en niveles muy elevados en relación con el PBI y resulta sustentable en el mediano plazo sólo bajo condiciones económicas favorables y el mantenimiento de una disciplina fiscal muy estricta.

Escenario Base incluyendo quitas adicionales a los bonos de la



Fase I

Lograr una posición fiscal sustentable puede requerir la reestructuración de la deuda que la Argentina mantiene con los organismos multilaterales y bilaterales de crédito. Este punto cobra especial relevancia, puesto que este endeudamiento, que en conjunto asciende a los 36,800 millones de US\$, es el que posee la madurez más corta (vida promedio de 3.6 años).

¿Qué ocurriría, en términos de la dinámica de la deuda si ésta fuera incluida en el proceso de reestructuración? Para analizar las implicancias de dicha acción, incorporamos al análisis un ejercicio que considera una reestructuración de la deuda con los organismos internacionales que apunte en dos direcciones: reducir sustancialmente la deuda pública como porcentaje del PBI a fines de 2003 y postergar los vencimientos de capital con los organismos de los próximos años. Para reflejar la condición de privilegio ("preferred creditor status") que poseen los organismos multilaterales, la quita que se aplica en este ejercicio a la deuda con aquellos es la mitad de la que se aplica al resto de la deuda reestructurada. Asimismo se asume que la postergación de los vencimientos con organismos ocurre a menor plazo que en el caso de las obligaciones reestructuradas con los restantes acreedores. Específicamente, se incluye en el ejercicio una quita de capital de 30% y la postergación de los vencimientos resultantes (manteniendo proporcionalmente al nuevo capital el cronograma de vencimientos preexistente) hasta el año

2006. La Tabla 10 describe los resultados de este ejercicio comparados con los alcanzados en los escenarios analizados anteriormente.

Tabla 10
Resumen resultados dinámica de la deuda

	Deuda / PBI			Deuda en Moneda Local			Deuda en Mon. Extranjera			Intereses / PBI		
	2003	2005	2010	2003	2005	2010	2003	2005	2010	2003	2005	2010
Escenario Base	98%	67%	48%	29%	22%	16%	69%	45%	32%	4,5%	3,2%	2,7%
+ Quita adicional bonos Fase I*	92%	62%	45%	23%	17%	12%	69%	45%	32%	4,1%	2,8%	2,3%
+ Quita adicional Organismos	82%	56%	40%	23%	17%	12%	59%	38%	27%	4,0%	3,3%	2,4%

* Incluye préstamos garantizados y bonos provinciales nacionalizados

En el caso donde se incluye a la deuda con organismos multilaterales en la reestructuración, los resultados revelan una reducción inicial del ratio de deuda a PBI a 82% en 2003, alcanzando los 40 puntos del PBI en el 2010.

A pesar que la inclusión de la deuda con organismos en el proceso de reestructuración logra alcanzar en un horizonte no muy largo una relación de deuda a PBI sustentable, la viabilidad de una negociación de este tipo entre el Gobierno y los organismos parecería estrictamente condicionada a la aplicación de un importante conjunto de reformas por parte de la Argentina que en la actualidad parecen difíciles de lograr. En el plano fiscal, implicaría la obtención de superávits fiscales globales de al menos tres puntos del PBI al año por un período de tres años que demostrasen el compromiso del Estado con un reparto equitativo del esfuerzo entre la Argentina y los organismos. De llevarse a cabo una política de este tipo, el ratio de deuda a PBI y los intereses a pagar en los próximos años caerían dramáticamente.

Más allá de la negociación del capital adeudado a los organismos multilaterales, el apoyo de los mismos será indispensable en los próximos años: una rápida mirada al cronograma de amortizaciones al que se enfrentaría el Gobierno en los próximos muestra que los vencimientos del periodo 2003-2006 con estas instituciones en conjunto suman más de 30.000 millones de US\$.

Aun cuando producto de la reestructuración de la deuda externa las amortizaciones de títulos públicos se postergan hasta el año 2013, los vencimientos de principal con organismos multilaterales elevan el monto de vencimientos del año 2003 a más de 12,000 millones de US\$. Para los siguientes tres años, el promedio de vencimientos anuales promedia los 8,000 millones de US\$, en gran medida debido a los pagos de principal de los préstamos de Organismos, pero también debido a los primeros pagos de capital de los préstamos garantizados y las primeras cuotas de amortización de los Boden.

7. La contabilidad del financiamiento necesario

Hasta aquí el análisis se ha centrado en dos aspectos. En primer lugar, en la construcción de los números actualizados de la deuda pública argentina luego de los sucesivos movimientos que se produjeron desde el segundo semestre de 2001. En segundo lugar, en el análisis de la sustentabilidad de la dinámica de la deuda ante distintos escenarios macroeconómicos y de reestructuración.

Sin embargo, para estimar las probabilidades de ocurrencia de un nuevo evento de crédito en la Argentina en la próxima década, el análisis tradicional de sustentabilidad no es suficiente. La experiencia reciente (Rusia, Ecuador) muestra que en los países en los que se producen eventos de *default*, el retorno al mercado de deuda voluntaria es extremadamente lento. La pérdida de credibilidad del emisor que incurre en incumplimientos puede llevar a que ante fundamentos macroeconómicos iguales a los de otros emisores los *spreads* sean considerablemente más elevados. Esto puede ocurrir aun cuando dicha economía se encuentre ya en una situación en la cual los costos potenciales esperados de la cesación de pagos superen largamente a los beneficios.

Es razonable entonces pensar que los países que incurren en una cesación de pagos solo puedan volver a los mercados internacionales de deuda voluntaria cuando a) existan situaciones excepcionales de liquidez, o b) una vez que los ratios relevantes de solvencia—como el de deuda a PBI—se ubiquen significativamente por debajo de los exigidos por los inversores a otros países que han mostrado una mayor voluntad de pago en el pasado, o c) haya pasado un plazo suficientemente prolongado de tiempo.

En función de estas consideraciones es que resulta interesante analizar los vencimientos de capital de la Argentina de los próximos cinco años y contrastarlos con la hipótesis de que el único financiamiento disponible provendría de los Organismos Internacionales o del mercado doméstico.

us\$ Millones	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Vencimientos de capital									
Organismos Internacionales	7,736	9,320	4,903	2,837	1,787	1,812	1,650	1,094	873
Boden y Compensación	0	446	454	1,308	891	872	852	852	852
Préstamos Garantizados	0	0	0	1,350	1,785	1,131	1,487	3,325	2,045
Total	7,736	9,766	5,357	5,495	4,463	3,815	3,990	5,271	3,770
% PBI	7.9%	9.1%	3.8%	3.3%	2.5%	2.0%	2.0%	2.4%	1.6%
% del PBI sin Organismos	0.0%	0.4%	0.3%	1.6%	1.5%	1.1%	1.2%	1.9%	1.3%

La tabla anterior ilustra los vencimientos contractuales de capital post reestructuración en las condiciones descritas en el Capítulo 6 de este trabajo (quita de 70% en VPN incluyendo los Préstamos Garantizados, sin reducción de deuda con los multilaterales) utilizando el escenario macroeconómico optimista. Hasta el año 2005 vencen 25.000 millones de US\$ con los organismos internacionales, lo que representa un 24% del PBI, a un promedio anual de 6% del PBI por año.

Los vencimientos de deuda con el sector privado son bajos hasta el año 2004 y se estabilizan en torno a 1.5% del PBI a partir de allí y hasta el año 2010. Por otra parte, si se reestructuraran los vencimientos con los organismos correspondientes al período 2002/2005 para transferirlos al período 2006/2010, el total de vencimientos de ese quinquenio promediaria los cinco puntos del PBI. Esta cifra luce razonable teniendo en cuenta que se produciría en el marco de una economía que crece y cuya trayectoria de deuda a PBI no solo resulta sostenible sino que se ha reducido a menos de la mitad en los años transcurridos desde la cesación de pagos.

Vencimientos de capital distribuyendo los pagos a Organismos de 2003/2005 en 2006/2010

% del PBI	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Organismos Internacionales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	3.7%	3.6%	3.1%	2.7%
Resto amortizaciones	0.0%	0.4%	0.3%	1.6%	1.5%	1.1%	1.2%	1.9%	1.3%
Total	0.0%	0.4%	0.3%	1.6%	5.7%	4.8%	4.8%	5.0%	3.9%

En definitiva, el tratamiento a los acreedores de deuda deberá tener en cuenta no solo cuestiones relacionadas con la solvencia de largo plazo, sino con la capacidad de financiar el corto plazo, en el que la renovación de capital por parte del mercado puede ser cero aún en el caso de trayectorias esperadas sostenibles. En el caso de los Organismos Internacionales, la refinanciación de los vencimientos hasta el 2005 inclusive parecería necesaria en el caso de que el capital adeudado se mantuviera constante. En caso contrario resultaría necesario alcanzar un superávit primario que excediera el pago de intereses proyectados en al menos dos puntos del PBI al año, lo que permitiría amortizar cerca del 30% del capital adeudado a los Organismos.

8. El impacto sobre el sistema financiero

Un último punto que resulta importante mencionar es la relación entre la solución al problema de la deuda pública y el reestablecimiento de la confianza en el sistema financiero. Como se puede ver en la Tabla 11, la participación de los activos del Sector Público en el total del balance de los bancos ha pasado de representar un 50%, desde 25% a finales de diciembre de 2001 y menos de 20% en 2000. Eso ha ocurrido como consecuencia de la pesificación asimétrica, de la emisión de bonos de compensación, y de la cancelación por parte de los deudores de los bancos de sus préstamos mediante el uso de depósitos reprogramados.

Como se observa en la Tabla 11, esta secuencia de acciones gubernamentales ha reducido el patrimonio neto contable del sistema financiero desde un nivel de aproximadamente 14.700 millones de US\$ a Diciembre del 2001 a 6.800 millones de US\$ a Julio del 2002.

Sin embargo, si se valúan los activos públicos a precios de mercado, aún restándole a los activos de las entidades la deuda de los bancos con el BCRA por redescuentos se llega a un patrimonio del sistema financiero negativo de aproximadamente 2.600 millones de US\$. Por ello es que existe

una fuerte conexión entre el proceso de reestructuración de la deuda pública y la solvencia del sistema financiero argentino. Además, cualquier decisión que reduzca significativamente el valor de la deuda del Sector Público en poder de los bancos podría implicar la necesidad de reestructurar nuevamente los depósitos reprogramados que los bancos deben pagar a partir de 2003.

Estas consideraciones no hacen más que reafirmar el estrecho sendero por el que deberá transitar el gobierno argentino en el proceso de negociación de la deuda. Por un lado, en pos de la sustentabilidad futura de la deuda dicha negociación puede volver a generar un nuevo evento de desconfianza acerca de la capacidad de los bancos de honrar sus compromisos. Por otro lado, una solución al problema de la deuda que no sea percibido como sostenible también impactará sobre el valor de los activos públicos y privados y generará un círculo vicioso que nuevamente afectaría la confianza en el sistema financiero.

Tabla 11
Balance de las entidades financieras

1. Balances de los bancos al 31-12-01

Activos	En \$	En US\$	Total en us\$*	Pasivos	En \$	En US\$	Total en us\$*
Cash	1,6	0,8	2,4	Depósitos	20,3	46,8	67,1
Requisitos mínimos de liquidez	1,0	6,1	7,1	transaccionales	16,2	21,4	37,6
Activos Sector Público	0,9	29,8	30,7	a plazo	4,1	25,4	29,5
Préstamos al Sector Privado no Financiero	14,5	36,1	50,5	Pases y Redescuentos	5,1	5,0	10,1
No rentables	8,0	0,0	8,0	ON's y Lineas del Exterior	0,0	13,0	13,0
Otros	16,5	6,5	23,0	Otros	5,5	11,5	17,0
Total	42,5	79,3	121,8	Total	30,9	76,3	107,1

Patrimonio Neto en dólares	14,7
Posición Neta en dólares	3,0

2. Balances de los bancos post-pesificación

Activos	En \$	En US\$	Total en us\$**	Pasivos	En \$	En US\$	Total en us\$**
Cash	2,7	0,0	0,8	Depósitos	85,8	0,0	24,5
Requisitos mínimos de liquidez	9,6	0,0	2,7	transaccionales	46,2	0,0	13,2
Activos Sector Público	42,6	0,0	12,2	a plazo	39,6	0,0	11,3
Préstamos al Sector Privado no Financiero	50,5	0,0	14,4	Pases y Redescuentos	12,1	0,0	3,4
No rentables	8,0	0,0	2,3	ON's y Lineas del Exterior	0,0	13,0	13,0
Otros	25,6	0,0	7,3	Otros	21,6	0,0	6,2
Total	139,1	0,0	39,7	Total	119,4	13,0	47,1

Patrimonio Neto en dólares	-7,4
Posición Neta en dólares	-13,0

3. Balances de los bancos luego de los canjes de depósitos por bonos y de la emisión de bonos de compensación

Activos	En \$	En US\$	Total en us\$**	Pasivos	En \$	En US\$	Total en us\$**
Cash	2,8	0,0	0,8	Depósitos	56,8	0,0	16,2
Requisitos mínimos de liquidez	5,6	0,0	1,6	transaccionales	27,2	0,0	7,8
Activos Sector Público	43,6	9,0	21,5	a plazo	29,5	0,0	8,4
Préstamos al Sector Privado no Financiero	51,1	0,0	14,6	Pases y Redescuentos	20,7	0,0	5,9
No rentables	8,0	0,0	2,3	ON's y Lineas del Exterior	0,0	13,0	13,0
Otros	25,6	0,0	7,3	Otros	21,6	0,0	6,2
Total	136,7	9,0	48,1	Total	99,1	13,0	41,3

Patrimonio Neto en dólares	6,8
Posición Neta en dólares	-4,0

* A un tipo de cambio de us\$: 3.5\$

Un primer paso para atenuar los riesgos de una reestructuración futura de la deuda sobre el sistema financiero es proceder al neteo de activos y pasivos públicos entre los bancos, el Banco Central y el Tesoro. Los bancos cancelarían los redescuentos de sus pasivos mediante la entrega de obligaciones del Tesoro, lo que resolvería una parte importante del problema. Sin embargo, después de esta operación, los bancos todavía mostrarían una muy elevada exposición al riesgo del Sector Público por las tenencias remanentes de Préstamos Garantizados y de bonos de compensación en dólares.

Una alternativa que permitiría proteger aun más el balance de los bancos del riesgo de una nueva crisis sistémica sería escindir del balance de cada banco los activos públicos remanentes luego del neteo con el sector público en un fideicomiso cuyo pasivo estaría conformado por certificados de depósitos reprogramados, o convertir una proporción de cada depósito reprogramado en equity dependiendo de la participación del riesgo público de cada banco dentro de su activo.⁸

Otra alternativa que mejora la situación que se produce por el hecho de que el Sector Público argentino va a reestructurar su deuda y a la vez tomar decisiones acerca de la continuidad o no de los bancos en función de esa reestructuración es permitir a los bancos convertir sus obligaciones en dólares contra el Tesoro en obligaciones contra el Banco Central en dólares o en pesos ajustables por tipo de cambio. Esto tendría dos efectos:

- a) Quitar de la órbita del Tesoro las decisiones sobre los activos de los bancos.
- b) Terminar con las diferencias de valuación que aparecen en la actualidad en las operaciones entre los bancos y el Banco Central (en particular, los redescuentos con garantías de deudas del Tesoro).

Conclusiones

Dar una solución definitiva al problema de la deuda es una condición necesaria para que la Argentina vuelva a crecer. Enfrentar una situación en la que luego de haber reestructurado la deuda se mantengan elevadas las probabilidades de un nuevo default generaría un ambiente de desconfianza adverso que impediría el crecimiento debido a que las tasas de interés serían elevadas y por el impacto contingente que un nuevo evento de crédito generaría sobre el sistema financiero.

A lo largo del trabajo, hemos mostrado que, aún bajo la hipótesis de se pueda obtener una quita sustantiva en la Fase II de la reestructuración, difícilmente la Argentina lograría una situación fiscal que pueda ser vista por los mercados de capitales como sustentable. En particular, aún en un escenario macroeconómico muy favorable y el mantenimiento de equilibrio fiscal la Argentina recién en el año 2010 volvería a alcanzar una relación de deuda a

⁸ Alternativas de este tipo han sido discutidas recientemente por el Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (2002).

PBI similar al nivel existente a fines del año 2001—nivel con el cuál el país se declaró en cesación de pagos.

Esto implicaría que, o bien el universo de deudas alcanzadas por una futura negociación no podrá mantenerse circunscripto a los bonos emitidos bajo legislación externa o que el resultado de la renegociación de la deuda no generaría las condiciones necesarias para mejorar las perspectivas futuras de pago.

Por último, las políticas a seguir en materia de deuda afectarán al sistema financiero, por lo que debería ser un objetivo de las autoridades diseñar los mecanismos adecuados que eviten una nueva crisis de solvencia del sistema financiero y del sistema de pagos, aún cuando se produzcan reestructuraciones de la deuda que incluyan a los bonos emitidos como compensación a los bancos y ahorristas.

Anexo: Experiencias internacionales de reestructuración

En este anexo se repasan brevemente los acontecimientos que llevaron a Rusia y a Ecuador a declarar la moratoria de su deuda pública, describir el proceso de negociación y delinear las principales características de los términos y condiciones en los que la deuda fue finalmente reestructurada.

Rusia (1998)

Luego de haber ingresado en un acuerdo *Stand-by* con el FMI en marzo de 1995 y posteriormente en un *Extended Fund Facility* en marzo de 1996, durante 1997 el régimen monetario ruso comenzó a exhibir debilidades. Los riesgos de colapso del sistema de flotación entre bandas estaban fundamentados en una débil posición fiscal, que, potenciada por una continua caída en el precio del petróleo, llevó a un déficit fiscal del orden del 7% del PBI en 1996 y 6% en 1997. La disminución en los precios del petróleo no sólo afectaba el frente fiscal, sino también los ingresos por exportaciones dado que las ventas al exterior de petróleo explicaban un 25% del total.

A pesar de una serie de intentos fallidos de ajuste fiscal, en general impedidos por la acción del Congreso, en julio de 1998 Rusia obtiene un nuevo paquete de asistencia financiera del FMI con el único propósito de regenerar la confianza en su sistema cambiario. Este nuevo acuerdo por 11,200 millones de US\$, tuvo un primer desembolso inmediato (sin necesidad de exhibir un cumplimiento con los *targets* cuantitativos) de 4,800 millones de US\$ para recomponer la posición de reservas internacionales que entre julio de 1997 y mayo de 1998 habían disminuido 9,800 millones de US\$.

A pesar de la ayuda recibida, Rusia se vio forzada a devaluar la moneda el 17 de agosto de 1998 en medio de una fuerte crisis política. Ese mismo día, Rusia declaró el *default* sobre su deuda doméstica denominada en rublos (GKO's y OFZ's) y prohibió a las entidades financieras que realizaran pagos en relación a sus pasivos externos, como forma de compensar el efecto del *default* en la deuda soberana en el activo de los bancos.

El impacto sobre el sistema bancario fue extremadamente negativo. Las entidades locales tenían al momento del *default*, abultadas posiciones compradas en GKO's y OFZ's. El efecto conjunto sobre los activos de la devaluación del rublo y la reestructuración de los bonos públicos fue devastador para el capital de las entidades, lo que terminó en una corrida bancaria y profundizó la depreciación de la moneda.

El 2 de diciembre de 1998, Rusia incurrió en atrasos en el pago de interés en los Prins, mientras que el primer incumplimiento en los lans llegaría el 2 de junio de 1999. Anteriormente el 14 de mayo, los MinFin III fueron declarados en *default*. Rusia decidió dar un trato diferencial a los inversores externos, frente a los domésticos, dado que en ningún momento de la crisis dejó de honrar los servicios de sus euronotas.

El FMI volvió a prestar asistencia a Rusia en julio de 1999, a través del otorgamiento de un nuevo Stand-by de us\$4,500m. Este *lending in arrears* que

Tabla 12
Rusia
Condiciones Bonos Originales

Instrumento Original	V. Nominal Original	Vencimiento Original	Cupón Original	Amortización	Instrumento Entregado
MinFin III	1.322	14-may-99	3,0%	Bullet	Capital MinFin VIII
Prins	22.200	15-dic-20	Libor 6m + 13/16 pbs.	Amortizing Dic02-Dic04 1,0% Jun05-Dic05 1,5% Jun06-Dic07 2,0% Jun08-Dic09 4,0% Jun10-Dic10 6,0% Jun11-Jun12 7,5% Dic12 6,0% Jun13-Dic13 4,5% Jun14 4,0% dic-14 2,5% Jun15-Jun20 1,0%	Intereses Eurobono 2010 Cash (9.5%) Capital Eurobono 2030 Haircut:33%
Ians	6.800	15-dic-15	Libor 6m + 13/16 pbs.	Amortizing Dic02-Dic04 1,0% Jun05-Dic05 2,0% Jun06-Dic06 3,0% Jun07 4,0% Dic07-Jun08 7,0% Dic08-Jun09 8,0% Dic09-Jun10 9,0% Dic10 7,0% Jun11-Dic12 5,0% Jun13- 1,0%	Intereses Eurobono 2010 Cash (9.5%) Capital Eurobono 2030 Haircut:37.5%

Condiciones Bonos emitidos

Instrumento	V. Nominal Posterior	Vencimiento	Cupón	Amortización
MinFin VIII	1.322	14-nov-07	3,00%	Amortizing 50% 14/11/06 50% 14/11/07
Eurobono 2010	2.800	31-mar-10	8,25%	Amortizing 9 cuotas semestrales Primera: Marzo 06
Eurobono 2030	18.400	31-mar-30	Step-up 30-sep-00 2,25% 31-mar-01 2,50% 31-mar-07 5,00% En adelante 7,50%	Amortizing Mar07-Sep08 0,5% Mar09-Mar10 2,0% Sep10 2,5% Mar11-Sep18 3,0% Mar19-Sep20 4% Mar21-Sep22 3,0% Mar23-Sep24 2,0% En adelante 0,5%

el Fondo aprobó para Rusia estaba basado en una considerable mejora fiscal (el déficit fiscal había retrocedido a un 3% del PBI) y fue concedido con el objetivo de facilitar las negociaciones con los acreedores. De hecho, luego del acuerdo, el Club de París accedió a reestructurar una deuda de us\$8,100m de pagos no realizados entre 1998 y 1999, en 19 años de plazo con 2 años de gracia.

Finalmente el 11 de febrero de 2000, Rusia ofreció canjear los Ians y Prins por Bonos Globales 2010 y 2030, y los MinFin III en un nuevo MinFin VII.

La transacción culmina en agosto de 2002. Las principales características se muestran en la Tabla 6.

Como resultado de la transacción, Rusia consiguió una reducción en el stock de su deuda pública de 7,800 millones de US\$ (26% de la deuda reestructurada), a través de una quita de capital de 33% en los Prins y 37.5% en los Ians. Los inversores, por su parte recibieron un *upgrade* en términos jurídicos, ya que convirtieron activos con jurisdicción doméstica a poseer activos con legislación internacional.

Tabla 13
Rusia: Extensión en la Vida Promedio

Bonos Originales

	Nominales	Fecha Default	Vencimiento	Vida Promedio
MinFin III	1.322	14-may-99	14-may-99	0,00
Ians	6.800	2-jun-99	15-dic-15	10,26
Prins	22.200	2-dic-98	15-dic-20	12,62
Total	30.322			11,54

Bonos nuevos

	Nominales	Fecha emisión	Vencimiento	Vida Promedio
MinFin VIII	1.322	14-may-99	14-nov-07	8,00
Eurobono 2010	2.800	31-mar-00	31-mar-10	8,00
Eurobono 2030	18.400	31-mar-00	31-mar-30	17,25
Total	22.522			15,56

Sin embargo, tanto o más importante que la quita el capital fueron las modificaciones en los plazos de vencimiento y en los intereses. Respecto a los plazos, tanto los tenedores de Prins (vida promedio 12.6 años) como los tenedores de Ians (10.3 años), recibieron a cambio una combinación de cash, Global 2010 y Global 2030 que en conjunto significó asumir una extensión en el plazo de repago promedio de 11.5 años a uno de 15.6 años.

El aumento más fuerte se dio en la reestructuración de MinFin III por MinFin VII, en donde el aumento en la vida promedio fue de 8 años. En términos de tasa de interés, las variaciones fueron mínimas, dado que los bonos rescatados devengaban tasas bajas de 3.0% anual en el caso del MinFin III y Libor +13/16pbs en el caso del Ians y Prin. Los nuevos bonos pagaron también 3.0% anual (MinFin VIII), 8.25% anual en el caso del Global 2010 y una estructura tipo step-up desde 2.25% a 7.5% en el caso del Global 2030.

Estas modificaciones en la tasa y en el plazo de repago no cambiaron el monto de la deuda pero generaron un flujo de obligaciones más acorde con la capacidad de generación de ingresos. De acuerdo a nuestras estimaciones, en el caso ruso, la pérdida en valor presente neto en la que han incurrido los acreedores ha sido aproximadamente del 45%⁹.

⁹ A una tasa de descuento de 15%. Estimativamente, la quita de valor presente neto es de 38% si la tasa de descuento es del 10% anual y 50% si el descuento es de 20% por año.

Ecuador (1999)

En 1998 Ecuador comenzó a sufrir una crisis de liquidez. En forma similar al caso ruso, la posición fiscal del gobierno ecuatoriano reflejaba también la presencia de *shocks* externos adversos como el desastre climatológico el Niño (que tuvo un costo fiscal equivalente a 14 puntos del PBI), la caída en los precios del petróleo y el efecto contagio de la cesación de pagos rusa.

La creciente percepción de insolvencia del gobierno tuvo su efecto en el sistema bancario, generando a su vez dudas acerca de la sostenibilidad del sistema cambiario, caracterizado por la flotación sucia del Sucre. A consecuencia de esto, entre enero y febrero de 1999, el gobierno ecuatoriano se vio forzado a convalidar una devaluación de 40%. Siguiendo el mismo camino que describíamos anteriormente para el caso ruso, la crisis se trasladó a un frágil sistema bancario, cuyos costos a su vez, llevaron al Gobierno a una situación de insolvencia.

Ecuador incurre en el primer incumplimiento en su deuda externa el 30 de septiembre de 1999, cuando posterga los pagos de los bonos Brady Discount y PDI. Posteriormente el 28 de octubre entraron en *default* los Eurobonos 2002 y 2004. A diferencia del caso ruso, el default de Ecuador es generalizado sobre toda su deuda pública externa. Más aún, a inicios de la crisis, el gobierno mantuvo hasta último momento al corriente el pago en los PDI, mayormente en manos de inversores locales, aunque luego fue presionado a incluirlo en la moratoria como forma de trato igualitario entre acreedores.

El 21 de enero de 2000, el Congreso aprueba la Ley de Transformación Económica que básicamente modifica el régimen cambiario de flotación por una dolarización unilateral de la economía al tipo de cambio 25,000 S\$/US\$. La ley llega en medio de una crisis política e institucional luego del derrocamiento del entonces Presidente Mahuad a manos de un grupo cívico-militar.

El 19 de abril, el FMI otorga un crédito Stand-by de 304 millones de US\$ con la pre-condición de que se acuerde con los acreedores la reestructuración de la deuda. La aprobación de esta línea con el FMI dio lugar a la firma de un préstamo SAL (Structural Adjustment Loan) de 425 millones de US\$ del Banco Mundial, 625 millones de US\$ del BID y 700 millones de US\$ de la *Andean Development Corporation*.

Finalmente el 27 de julio, Ecuador lanza su propuesta de reestructuración de la deuda impaga a cambio de una porción de la deuda en *cash* y el resto en nuevos Bonos Globales 2012 y 2030. La transacción culminó el 11 de agosto y las principales características fueron:

Como en el caso ruso, aquí también el tenedor de bonos sufrió una combinación de quitas de capital, reducciones en los cupones de interés y alargamiento en los plazos de repago.

La reducción en el capital fue diferente para el caso de los Brady (variaron entre un 60% para los bonos Par y un 22% para los PDI), que para los Eurobonos. Los tenedores de estos tenían la posibilidad de elegir el swap por Globales 2030, en cuyo caso no había quita en el capital o canjear por el Global 2012 asumiendo una quita del 35% (esta opción estaba limitada a cierto monto). En términos globales, luego de finalizada la reestructuración, el stock de deuda se redujo en 2,700 millones de US\$, el equivalente a un 40% de la deuda reestructurada. Respecto a la extensión de plazos, en conjunto la vida promedio de la deuda reestructurada pasó de 17.8 años a 24.4 años.

Tabla 14
Ecuador
Condiciones Bonos Originales

Instrumento Original	V. Nominal Original	Vencimiento Original	Cupón anterior	Amortización	Instrumento Entregado
Par	1.914	28-feb-25	Step-up feb-96 3,00% feb-97 3,25% feb-99 3,50% feb-01 4,00% feb-03 4,50% feb-05 4,75% En adelant 5,00%	Bullet	Capital Eurobono 2030 Quita: 60% Colateral Capital 23,0 Intereses 1,9
Discount	1.435	28-feb-25	Libor 6m + 13/16 b.p	Bullet	Capital Eurobono 2030 Quita: 42% Colateral Capital 23,0 Intereses 5,9
PDI	2.417	27-feb-15	Libor 6m + 13/16 pbs. Capitalizat Tasa Años 1-2 > 3 % Años 3-4 > 3.25 % Años 5-6 > 3.75 %	Amortizing Feb05-Ago07 2,500% Feb08-Ago10 4,000% Feb11+ 6,780%	Capital Eurobono 2030 Quita: 22% Eurobono 2012 Quita: 50.7%
IE	191	21-dic-04	Libor 6m + 13/16 pbs.	Amortizing Jun95-Dic98 2,500% Jun99-Dic01 5,000% Jun02+ 8,333%	Capital Eurobono 2012 Quita: 35% Eurobono 2030 Quita: 0%
Eurobond 2002	350	25-abr-02	11,25%	Bullet	Capital Eurobono 2012 Quita: 35% Eurobono 2030 Quita: 0%
Eurobond 2004	150	25-abr-04	Libor 6m + 475 pbs.	Bullet	Capital Eurobono 2012 Quita: 35% Eurobono 2030 Quita: 0%

Condiciones Bonos emitidos

Instrumento	V. Nominal Posterior	Vencimiento	Cupón	Amortización
Eurobono 2012	1.250	15-nov-12	12%	Bullet
Eurobono 2030	2.500	15-ago-30	5%	Bullet

Respecto a las tasas de interés, la oferta del gobierno fue diferencial: 12% anual en el caso del Global 2012 (donde la quita en el capital era de 35%) y 5% para el Global 2030, en cuyo caso la quita de capital era nula.

Una vez tenidas en cuenta todas las modificaciones, la quita en términos de valor presente neto que los tenedores de deuda ecuatoriana aceptaron es del orden del 54%, utilizando para el descuento una tasa anual del 15%¹⁰.

Tabla 15
Ecuador: Extensión en la Vida Promedio

Bonos originales

	Nominales	Fecha Default	Vencimiento	Vida Promedio
Par	1.914	28-nov-99	28-feb-25	25,62
Discount	1.435	28-ago-99	28-feb-25	25,88
PDI	2.417	28-feb-00	27-feb-15	11,09
Eurobono 2002	350	25-oct-99	25-abr-02	2,54
Eurobono 2004	150	25-oct-99	25-abr-04	4,57
Total	6.457			17,80

Bonos nuevos

	Nominales	Fecha emisión	Vencimiento	Vida Promedio
Eurobono 2012	1.250	23-ago-00	15-nov-12	12,41
Eurobono 2030	2.500	23-ago-00	15-ago-30	30,41
Total	3.750			24,41

¹⁰ La pérdida de valor presente neto es de 53% si la tasa de descuento utilizada es 10% y 54.5% se la tasa es de 20% anual.

Referencias

Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros, "Resolution of Argentina's Financial Crisis," Statement No. 5, Buenos Aires, 5 May 2002.

Dujovne, N. y P. E. Guidotti, "Una Regla Fiscal para la Argentina: Consideraciones y Propuestas," Universidad Torcuato Di Tella, Junio de 2002.

Documentos de Trabajo

Fundación para el Cambio

1. **Efectos de la Pesificación y Despesificación**, elaborado por Carlos Rivas, Octubre de 2002.
2. **Reestructuración de Deuda Soberana Luego de un Default Desordenado**, elaborado por Nicolás Dujovne y Pablo Guidotti, Octubre de 2002.
3. **Principios para la Reforma del Estado Nacional**, elaborado por Gerardo Strada Saenz y Pablo García Mithieux, Octubre de 2002.
4. **El Sistema Financiero en la Argentina, una Propuesta de Reforma**, elaborado por Nicolás Dujovne y Pablo Guidotti, Noviembre de 2002.
5. **Políticas e Instituciones para dinamizar el Sector Externo en la Argentina**, elaborado por Julio J. Nogués con la colaboración de José A. Cerro, Noviembre de 2002.
6. **Gasto Público Social en la Argentina**, elaborado por Grupo Sophia, Diciembre de 2002.
7. **Lineamientos para una Política de Comercio Exterior**, Elaborado por Edgardo Cenzone y Pablo Goldín, Enero de 2003.
8. **Lineamientos para la Renegociación de Contratos Regulados**, Elaborado por Edgardo Cenzone y Pablo Goldín, Enero de 2003.
9. **Lineamientos de un Programa Económico**, Elaborado por Carlos Melconian, Rodolfo Santangelo, Edgardo Cenzone, Claudio Mauro y Pablo Goldín, Febrero de 2003.
10. **Modelos de Cálculo del Producto Potencial y Output Gap**, elaborado por Pablo Goldín y Facundo Martínez Maino, Abril de 2003.
11. **El nuevo “Contrato Fiscal” como parte de la Refundación de las Instituciones de la República**, elaborado por Ricardo Cossio y Eduardo Gil Roca, Mayo de 2003.