

# EL SISTEMA DE CRÉDITO PÚBLICO

JORGE AMADO

Contador Público (UCSE), Magíster en Administración  
y Políticas Públicas (Universidad de San Andrés)  
actual Director de Administración de la Deuda Pública  
del Ministerio de Economía y Finanzas de la Nación

# INDICE

<b>1 - Breve reseña histórica sobre el endeudamiento del Estado Nacional</b>	<b>3</b>
1.1 - La deuda pública - Período 1976/1983	4
1.2 - Período 1983/1989	6
1.3 - Período 1990/1999	7
1.4 - Período 1999/2001	8
<b>2 - Reforma de la Administración Financiera del Sector Público</b>	<b>11</b>
<b>3 - Definición y propósitos fundamentales del Sistema de Crédito Público</b>	<b>13</b>
3.1 - Marco legal e institucional del Sistema de Crédito Público	15
3.2 - Composición y Clasificación de la Deuda Pública	16
3.3 - Riesgo crediticio	19
3.3.1 - Escalas de valores en las evaluaciones de riesgo crediticio	22
<b>4 - Instrumentos de Endeudamiento</b>	<b>24</b>
4.1 - Títulos Públicos	24
Mercados Secundarios	27
4.2 - Préstamos de Organismos Internacionales de Crédito	
Banco Mundial (BIRF)	29
Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	29
4.3 - Reestructuración de Deuda	30
4.4 - Acuerdo de Conversión y Reducción de la Deuda con Bancos Comerciales del Exterior (Plan Brady)	31
4.5 - Renegociación de la Deuda Externa Oficial. Club de París	31
4.6 - Deuda consolidada	34
<b>5 - Sistema de Gestión y Análisis de la Deuda (SIGADE)</b>	<b>35</b>
5.1 - Vinculación del SIGADE con el Sistema Integrado de Información Financiera (SIDIF)	36

# 1 - BREVE RESEÑA HISTÓRICA SOBRE EL ENDEUDAMIENTO DEL ESTADO NACIONAL

A lo largo de su historia la Argentina se ha financiado en los mercados internacionales de capitales<sup>1</sup>. Desde el célebre préstamo de la Baring Brother & Co. suscripto en 1824 (y cancelado recién en 1904), el país debió apelar a las más diversas formas de endeudamiento externo, ya sea para financiar operaciones comerciales, inversiones en obras de infraestructura o para afrontar las recurrentes crisis de la balanza de pagos, provocadas por el estrangulamiento que producía la escasez de divisas provenientes del comercio exterior.

A continuación se consignan las principales operaciones de endeudamiento que han sido extraídas del trabajo de García Vizcaíno:<sup>2</sup>

**1824 - Préstamo de la Baring Brother para inversiones**

**1863 - Puentes y caminos**

**1875 - Para la canalización del Riachuelo**

**1880 - Para ferrocarriles**

**1932 - Empréstito Patriótico**

**1933 - El pacto Roca - Runciman, para girar divisas a Gran Bretaña**

Desde la sanción de la Ley N° 79 de "Organización del Crédito Público Nacional", de 1863 (bajo el Gobierno del General Bartolomé Mitre) la Argentina hizo gala de un comportamiento ejemplar en lo que hace al cumplimiento estricto de sus obligaciones con los acreedores extranjeros.

Posteriormente, la sanción de la Ley N° 428 "Ley de Contabilidad" en el año 1870 (Gobierno de D. F. Sarmiento) abarcó diversos aspectos vinculados al crédito público, entre los que se destaca la obligación de informar por separado sobre este ítem en la confección de la "cuenta de inversión" de cada ejercicio.

1946 - Perón inicia una repatriación de los empréstitos extranjeros

1946 - Perón emite Letras para captar fondos que estaban depositados en las Cajas Previsionales.

En 1952 el General Perón paga las dos últimas cuotas del empréstito contenido en el pacto Roca-Runciman y, por primera vez en su historia, el Estado Nacional estaba libre de deuda externa.

En 1961, bajo el Gobierno del Dr. Arturo Frondizi, (Ministro de Economía, Dr. Roberto T. Alemann y Secretario de Hacienda Dr. Jorge Wehbe), luego de ocho años de autonomía financiera respecto del exterior, se reinicia el endeudamiento externo con destino a la estatización del capital accionario de la Empresa Servicios Eléctricos del Gran Buenos Aires (SEGBA).

En 1962 se lanzo el empréstito 9 de julio.

---

<sup>1</sup> Síntesis del artículo elaborado Por el Cont.Jorge Amado y el Lic.Marcelo Tricárico, publicado en la Revista de la ASAP N° 29/Abril 97

<sup>2</sup> José García Vizcaíno "La Deuda Pública Nacional". Edit.EUDEBA 1972

En el año 1957 la Argentina se adhiere al Fondo Monetario Internacional y al Banco Mundial, e inicia un proceso de endeudamiento con esos organismos multilaterales.

Del estudio de las series históricas vinculadas a la deuda externa argentina a lo largo de su historia surge que, hasta finales de la década del 60, no representó un factor de relevancia en el contexto macroeconómico. Así se desprende del análisis de los índices de endeudamiento al finalizar cada ejercicio, con relación al PBI o el importe total de los servicios de la deuda con respecto a las exportaciones del mismo periodo.

El Estado se endeudaba muchas veces por problemas de Balanza de Pagos, con pasivos de corto plazo.

Pero no había legislación específica vinculada a la deuda pública. La única norma vigente hasta 1993, era la ley de Contabilidad sancionada en 1870, citada más arriba, durante la Presidencia de Sarmiento que sólo hacía referencia a la obligación de que los saldos de la deuda pública se informen por separado en la Cuenta de Inversión de cada año.

## **1.1 - LA DEUDA PÚBLICA – PERÍODO 1976/1983**

En este período se gesta el endeudamiento cuyas consecuencias condicionarán toda la política económica de las décadas siguientes, y pesarán sin duda por varias generaciones futuras.

Si bien no es el objetivo central de este trabajo, creemos conveniente detenernos aunque sea brevemente, en la descripción de lo que fue el inicio del más grande descalabro financiero en la historia económica de la Argentina, complementado por la ausencia total de una política de administración financiera del Estado.

A partir de la segunda mitad de la década del 70, la deuda externa argentina tuvo un crecimiento explosivo. En apenas 15 meses, correspondientes a la última etapa de la gestión de Martínez de Hoz como Ministro de Economía, el monto de cada deuda externa neta se multiplicó por tres: de 8.500 millones de dólares en Diciembre de 1979 a 25.300 millones de la misma moneda en marzo de 1981<sup>3</sup>.

En un marco de abundante liquidez internacional y de una política de liberación financiera, alto déficit fiscal y la utilización del tipo de cambio como principal instrumento antiinflacionario, el país no solo se endeudó sino que además utilizó una parte sustancial de los recursos externos para financiar una fuga de capitales sin precedentes.<sup>4</sup>

El proceso de apertura indiscriminada hacia los mercados financieros internacionales iniciado en 1976, colocó a la Argentina en los primeros lugares entre los países más endeudados del mundo, junto con Brasil y México. Pero, a diferencia de estos últimos, los flujos que generaron esos pasivos no fueron orientados a la industrialización y desarrollo, sino a la especulación financiera.

---

<sup>3</sup> Jorge Schvarzer. "El endeudamiento externo como pivote de la especulación financiera". Cuadernos del Bimestre-Marzo 1983

<sup>4</sup> José L. Machinea-Juan F. Sommer "El manejo de la deuda externa en condiciones de crisis de balanza de pagos: la moratoria 1988-1989" – CEDES/59

Entre 1975 y 1981 mientras que Brasil aumentó 3,5 veces su deuda con los bancos privados internacionales, su economía creció casi un 40%, México aumentó 4 veces su deuda y su economía lo hizo en un 60%, la Argentina aumentó 7 veces su deuda y el crecimiento fue cero.<sup>5</sup>

En 1975 la deuda externa total de la Argentina se estimaba en 8.100 millones de dólares (3.200 millones, un 40%, a la Banca Internacional y 4.900 millones, un 60% a "otros"). En 1981, nuestra deuda se había incrementado a 35.700 millones de dólares (22.900 millones, un 64%, a la banca privada y 12.800 millones, un 36% a "otros").<sup>6</sup> Si en 1977 Argentina hubiese querido rescatar toda su deuda externa neta debía usar las exportaciones de un año; en cambio, si hubiese querido hacerlo en 1981 debía utilizar las exportaciones de tres años y medio.<sup>7</sup>

Es necesario destacar que durante este período el endeudamiento, primero del sector privado y luego del sector público, respondió básicamente a una política financiera que intentaba controlar la inflación a través del tipo de cambio; en la primar etapa, hasta 1981, se pautó la devaluación con el objetivo de mantener los precios "en caja"; ello obligó a una permanente búsqueda de divisas para que el Banco Central de la República Argentina pudiera cumplir con las demandas de los particulares; para ello se recurrió al endeudamiento del sector público.

Nada de ese endeudamiento sirvió para crecer o desarrollarnos.

Luego, con la Guerra de La Malvinas, en 1982, se suspendió el giro de divisas y con ello cerrarán definitivamente las fuentes de financiamiento externo para la Argentina.

En esos meses de 1982, se iniciará el proceso de "estatización de la deuda", a través del cual el Tesoro Nacional se hizo cargo de la deuda externa contraída por algunos privados.

Ello se dio a través del denominado "seguro de cambio", que, en brevísima simplificación/explicación, funcionaba así: un particular que se había endeudado en moneda extranjera, necesitaba que el BCRA le provea de la misma en cada vencimiento. Como a partir de marzo de 1981 se había iniciado un proceso de devaluación del dólar, cada vez que este ciudadano tenía que adquirir las divisas debía pagar al BCRA mayor cantidad de pesos; bajo el sistema de "seguro de cambios", este particular, contrataba un seguro por el que el BCRA se comprometía a venderle las divisas al mismo tipo de cambio; cuando el BCRA se quedó sin divisas, y los particulares ya no pudieron refinanciar más sus deudas, el BCRA decidió hacerse cargo de esos pasivos y reprogramarlos por su cuenta.

Lo mismo que sucedía con el resto del Sector Público, no existía en el BCRA un registro adecuado de las operaciones, lo que impidió conocer con exactitud, a cuánto ascendió ese pasivo absorbido por el Estado. Algunos autores, lo estiman en unos 7.000 millones de dólares; pero, se reitera, no hay datos precisos.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de la deuda pública en el período analizado.

---

<sup>5</sup> Aldo Ferrer "Puede la Argentina pagar su deuda externa?". Edit.El Cid Editor

<sup>6</sup> Sobre datos del BCRA, citado por Aldo Ferrer.op.cit

<sup>7</sup> Roberto Frenkel-José L.Machinea-Juan Sommer "El proceso de endeudamiento externo argentino"-CEDES/2



Conforme a las cifras consignadas, la deuda pública creció un 456% en el período 1976/1983. Se destaca que estas cifras han sido extraídas de diversas publicaciones y trabajos de varios autores, pues no había registros confiables en ninguna de las dependencias del Estado Nacional.

## 1.2 - PERÍODO 1983/1989

En 1983, al asumir el gobierno constitucional el Dr. Raúl Alfonsín, la deuda externa se estimaba en 45.100 millones, representaba el 67% del PBI y sus intereses alcanzaban al 8% del PBI y 69% de las exportaciones. Además los atrasos sumaban 3.200 millones de dólares, mientras que las reservas internacionales de libre disponibilidad eran inferiores a los 500 millones de dólares. Por último, el impacto de los intereses de la deuda pública externa en el gasto público era equivalente a 5,5% del PBI.<sup>8</sup>

Durante los años siguientes se desarrolló una larga serie de negociaciones con los acreedores externos, las que atravesaron diversas etapas; en una primera (Plan Baker), se consideraba que el problema de la deuda era de "liquidez" más que de "solventía" de los deudores, por lo que se consiguieron refinanciamientos o nuevos préstamos (a veces simples asientos contables) que el país utilizaba para honrar parte de los intereses.

En 1983 se refinanciaron los atrasos de intereses mediante la firma del Term Credit Agreement (TCA); en 1984 se emitió un Guarantee Refinancing Agreement (GRA), a 15 años de plazo; esta emisión complementó con programas de facilidades comerciales denominado Trade Credit and Deposit Facility (TCDF), capitalización de deuda contra moneda local y préstamos "on lending". En 1985 se conocerá el llamado "Plan Baker" que proponía un "ajuste con crecimiento", pero basado en nuevos aportes que debían hacer los bancos comerciales acreedores, en el marco de un severo ajuste estructural en las economías de los países deudores. Estos nuevos aportes no se efectuaron y, por el contrario, los bancos prefirieron "previsiónar" un porcentaje de los créditos otorgados, lo que permitió fortalecer su posición negociadora. En 1987 se firmó un nuevo Plan Financiero se refinanció el GRA de 1985 y la

<sup>8</sup> José Luis Machinea-Juan Sommer.op.cit.

deuda vencida de 1986 y 1987, a 19 años de plazo. Los TCA de 1983 y 1985 se refinanciaron a 15 años.<sup>9</sup>

La deuda pública externa de Argentina (no incluye la llamada deuda interna y deuda pendiente de consolidación) que hacia 1983 ascendía a U\$S 45.000 millones se había aumentado hasta aproximadamente U\$S 58.300 millones hacia fines de 1987.

Así se llegó a una cuarta etapa, a partir de Abril de 1988, donde Argentina suspende el pago de los servicios de la deuda pública (excepto los servicios de la deuda con el FMI, BM y BID). En términos institucionales, la Argentina comienza a "hacer uso de la mora en el servicio de los intereses como medio forzoso de financiamiento"<sup>10</sup>.

A diferencia de lo que sucedería en la crisis del 2001, esta moratoria (de 1988) no fue declarada en forma abierta, sino que se convirtió en una moratoria de hecho. Más aún, en las declaraciones públicas el Gobierno Radical trató en todo momento, de aclarar que la falta de pago se debía a la escasez de recursos y no a una decisión política.<sup>11</sup>

### **1.3 - PERÍODO 1990/1999**

A partir de 1989 en el marco de profundos cambios estructurales de la economía argentina, se inicia un proceso de negociaciones tendientes a normalizar la situación con los acreedores externos e internos, sin lo cual resultaba imposible encarar un plan de reordenamiento del sector público nacional.

En primer lugar, se iniciaron las negociaciones del llamado Plan Brady (se analiza más adelante), que consistió básicamente en el canje de deuda no garantizada por otra garantizada, a más largo plazo, instrumentada en títulos públicos.

El Plan Brady permitió desplazar en el tiempo (30 años) la amortización de una porción muy importante de la deuda pública, y fijar sus servicios de intereses de acuerdo a las posibilidades financieras del sector público.

Otro paso importante en el reordenamiento del sector, fue el reconocimiento de la deuda interna por juicios contra el Estado, y por antiguas deudas que el Estado Nacional mantenía con las Provincia, tales como regalías hidrocarburíferas, o por situaciones injustamente postergadas como las deudas previsionales, que nunca habían sido tenidas en cuenta en las anteriores reestructuraciones. Con ese objetivo se sancionó la Ley 23.982 de Consolidación de la Deuda (se analiza más adelante) que abarcó las deudas reconocidas en sede administrativa o en sentencias judiciales, con anterioridad al 31 de Marzo de 1991.

Luego, por ley 25.344 se extendió el período de consolidación hasta el 31 de Diciembre de 2001.

Con posterioridad el Estado reconocería también otras deudas, como las llamadas "Leyes Reparatorias" de los daños provocados por el "terrorismo de Estado", como la Ley N° 24.411

---

<sup>9</sup> Carlos A. Melconián - Rodolfo Santángelo "El endeudamiento del sector público argentino en el período 1989-1995" - PNUD 1996

<sup>10</sup> Melconián - Santángelo op.cit

<sup>11</sup> Machinea - Sommer op.cit.

(indemnización a los familiares de los desaparecidos por causas políticas) y N° 24.043 (indemnización a los presos políticos) que serán analizadas mas adelante.

Para cancelar estos pasivos que existían, pero que estaban sin registrar o sin instrumentar, se emitieron títulos por más de 30.000 millones de dólares entre 1991 y 2001.

Cabe destacar que la deuda consolidada, es decir aquella forjada en juicios por diferencias salariales, accidentes de trabajo, diferencias en los haberes jubilatorios, etc. se sigue generando hasta el presente (2009).

#### **1.4 - PERÍODO 1999/2001**

Como se expresa más arriba, a partir del Plan Brady, el Gobierno Nacional volvió a los mercados de capitales nacionales e internacionales; es decir podía captar nuevamente fondos frescos, con destino al pago de la vieja deuda, en condiciones financieras más convenientes..

Durante gran parte de los 90, el Estado Nacional emitió títulos y bonos en los principales mercados norteamericanos y europeos, bajo condiciones financieras muy ventajosas en los primeros años, pero que se fueron agravando a medida que las condiciones económicas y políticas empeoraban.

Las sucesivas crisis internacionales, tales como la llamada 'del tequila' primero, la de Rusia y la de los países del Sudeste Asiático, agravaron la situación financiera de los países emergentes, lo que se reflejó en un aumento sustancial de las tasas de interés.

En el caso de Argentina, el recurrente déficit presupuestario, tornaba cada vez más difícil y costoso el acceso a los mercados de capitales a medida que se producían los vencimientos de la deuda.

A mediados del 2001, el Gobierno Nacional se vio obligado a ofrecer un 'canje' de títulos por otros a más largo plazo. Meses después se llevó a cabo lo que denominó el 'mega canje' por el volumen de las operaciones que involucró.

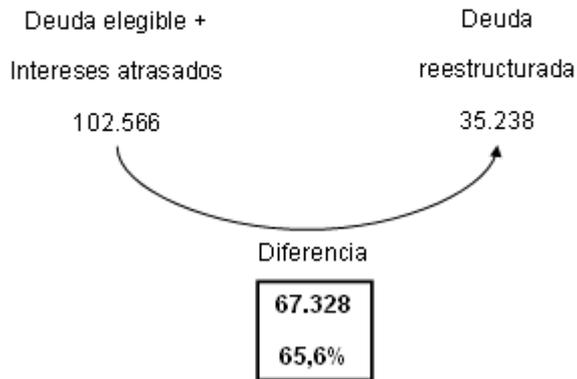
La situación política que se vivió básicamente a partir de 2000, agravó la situación de las finanzas nacionales, alcanzando su pico cuando se perdió todo financiamiento y apoyo de los organismos multilaterales.

La crisis política y económica desatada a finales del 2001, concluirá con la caída da del gobierno y su reemplazo siguiendo el orden constitucional, y fue declarado el 'diferimiento de los pagos de los servicios de la deuda pública' (default).

Este 'diferimiento de pagos' se extendió hasta el mes de Febrero de 2005, cuando se llevó a cabo el canje de la deuda de bonos que permanecía impaga, por nuevos títulos, con una importante quita del 65,6 % del capital. Se aclara que la quita de la deuda se limitó a los títulos públicos, y a la fecha (Julio 2012) quedan pendiente de reestructuración otros pasivos.



## Resultados Globales (en millones de US\$)



**Nota:** No existe referencia a aquellos bonos elegibles no presentados al canje, los cuales pueden permanecer impagos indefinidamente

74

Entre la deuda pendiente de reestructurar está la "bilateral" (de gobierno a gobierno), enmarcada en el llamado Club de París.

Es decir, que la reestructuración de la deuda se limitó a los títulos públicos, significó salir parcialmente del default, y resta pagar otra porción importante de la deuda pública.

En el gráfico siguiente se puede ver la evolución de la deuda pública, a Diciembre de cada año.



(\*) Los stocks de Deuda Pública de los años 1976 a 1992 inclusive, han sido extraídos de trabajos publicados por varios autores y del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC). Los correspondientes a los años 1993 en adelante surgen de los registros contables obrantes en el Ministerio de Economía de la Nación - Oficina Nacional de Crédito Público - Dirección de Administración de la Deuda Pública.

Se aclara que en el monto consignado en el cuadro precedente, no está incluida la deuda con los que no se presentaron al canje de 2005 y 2010 (holdouts) que, al 31/12/2011 asciende a casi USD 11.177.207 millones.

Conforme a la legislación vigente, la reapertura del canje para normalizar la deuda con esos tenedores de bonos, debe llevarse a cabo en las mismas condiciones que la del 2005; por lo tanto, como mínimo, deberá practicarse una quita de 65% del capital, como se hizo con los primeros que aceptaron el canje.

En la siguiente dirección se podrá encontrar información detallada sobre el estado actual de la deuda del Sector Público Nacional

[http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/documentos/deuda\\_publica\\_31-12-2011.xls](http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/documentos/deuda_publica_31-12-2011.xls)

Se analizará a continuación, los diversos aspectos técnicos que hacen a la actual organización del Sistema de Crédito Público.

## 2 - REFORMA DE LA ADMINISTRACIÓN FINANCIERA DEL SECTOR PÚBLICO

La administración de la deuda pública había seguido la misma suerte que la de todo el Estado Argentino; la destrucción de las empresas Publicas, la ineficiencia en la producción de bienes y servicios, se vio completada por la destrucción de las estructuras organizativas del Estado; todo esto ha sido materia de conocidos estudios lo que nos libera de un mayor análisis.

Para darnos una idea de la situación en que se encontraba el área de deuda pública, basta saber que hasta 1993, la Argentina desconocía el monto real de su deuda y a quienes debía.

Hemos creído conveniente insertar a continuación, en sus partes más importantes, un acta-diagnóstico suscripta entre la Secretaría de Hacienda y la Auditoría General de la Nación, la que permite tener una visión de la situación en la que se encontraba el sector Deuda Pública a principios de 1993:

- El proceso de captación de recursos a través de endeudamiento, cualquiera sea su modalidad, se efectuaba en forma descentralizada por cada uno de los Entes y Organismos que componen el Sector Público Nacional, sin ningún sistema de control registro central referidos a las condiciones, conveniencia, destino de los fondos, etc.
- El Banco Central de la República Argentina, en su carácter de Agente Financiero del Estado, llevaba registros estadísticos no contables y no integrados entre sí, de la evolución de la deuda.
- Los Organismos Descentralizados y Empresas del Estado, en el marco del proceso antes señalado, y sin normativas a nivel de ley sobre la materia, implementaban sus propios registros los que, en la mayoría de los casos, alcanzaban solo el nivel de "anotaciones simples", asistemáticas, incapaces de brindar oportuna información para una adecuada administración y, por lo tanto, sin ningún valor contable.
- El otorgamiento de avales por parte del Estado Nacional, tanto a Empresas Públicas como privadas, tampoco tuvo un marco normativo adecuado, ni registración sistemática que permitiera brindar información oportuna para seguimiento y gestión.
- El Ministerio de Economía a través de algunas Dependencias, se limitaba a recibir los "avisos de vencimiento" o reclamos de los acreedores, y proceder a su pago, sin que en todos los casos y mediante procedimientos fehacientes pudiera verificarse la exactitud de la cifra demandada.
- La información relacionada al stock de deuda pública a una determinada fecha, o los flujos operados en un período, se confeccionaba mediante la dificultosa recopilación de datos en los diversos Organismos antes señalados, y su consolidación posterior.
- Las limitaciones mencionadas precedentemente, impedían conocer oportunamente y con precisión el monto de la deuda, el perfil de vencimientos, tasas de interés comprometidas, etc.

- Las dificultades para utilizar el presupuesto como herramienta efectiva de administración gubernamental no obligaban a la previsión de partidas presupuestarias para atender los pagos de los servicios de la deuda.
- La carencia de registros de la deuda pública en el Ministerio de Economía, alteró la secuencia lógica del proceso contable, ya que el BCRA y el Banco de la Nación Argentina operaban debitando directamente las cuentas del Tesoro Central por los servicios que individualmente registraban, y luego informaban a la Contaduría General de la Nación para su registro contable presupuestario. En otras palabras, operaban como otras "Tesorerías" que recaudaban y pagaban en forma independiente.
- La colocación y administración de los Títulos y Bonos de la Deuda Interna y Externa del Gobierno Nacional, estaba a cargo del BCRA, quien mantenía la vinculación directa con los Organismos intermediarios, de acuerdo a la normativa vigente antes de la sanción de la reforma de la Carta Orgánica del BCRA y de la Ley 24.156.
- En sostén de lo mencionado en los puntos precedentes, se debe señalar que el Gobierno Nacional tuvo que recurrir a los registros de los acreedores para obtener información de las deudas que se incluyeron en el "Plan Brady", auditados y conciliados a través de una Consultora privada. Este proceso de conciliación se prolongó por un largo período (dos años), e insumió cuantiosos gastos. Aún después de haberse firmado el "acuerdo" en 1992, continuaron las conciliaciones y arreglos con los bancos agentes hasta mediados de 1994.

### 3. DEFINICIÓN Y PROPÓSITOS FUNDAMENTALES DEL SISTEMA DE CRÉDITO PÚBLICO<sup>12</sup>

La sanción de la Ley N° 24.156 de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional, estableció el marco legal y complementó el proceso de reformas del Estado dentro del cual la inclusión de un capítulo especial referido al "sistema de crédito público" – por primera vez en la historia de las finanzas públicas – constituyó un elemento de relevancia para definir el alcance y profundidad del sistema de Crédito Público y consecuentemente la configuración de la denominada Deuda Pública.

Desde un punto de vista conceptual, el origen etimológico de la palabra "crédito" proviene del Latín "credere", (creer- tener fé), de lo que se desprende que "crédito público" es una medida de la "credibilidad pública" o credibilidad del Estado.

En dicho sentido puede entenderse al "Crédito Público" como la capacidad que tiene el Estado para endeudarse con el objeto de atender sus necesidades de financiamiento, mientras que el sistema de crédito público se lo puede concebir como el conjunto de principios, normas, organismos, recursos, y procedimientos que intervienen en las operaciones que realiza el Estado, con el fin de captar medios de financiamiento.

A su vez se entiende por "deuda pública" al conjunto de obligaciones contractuales que asume el Estado como consecuencia del uso del crédito público. Dichas obligaciones contractuales se denominan "servicio de la deuda pública" y están compuestas por las amortizaciones del capital, los intereses y las comisiones y gastos que se comprometen al formalizar las operaciones de crédito público.

Dentro de estos conceptos básicos, los propósitos del sistema de crédito público pueden definirse como:

- "atender las necesidades de financiamiento del presupuesto Nacional en las mejores condiciones posibles para el Tesoro" y
- "administrar adecuadamente la deuda contraída mediante el cumplimiento en tiempo y forma de las obligaciones financieras asumidas".

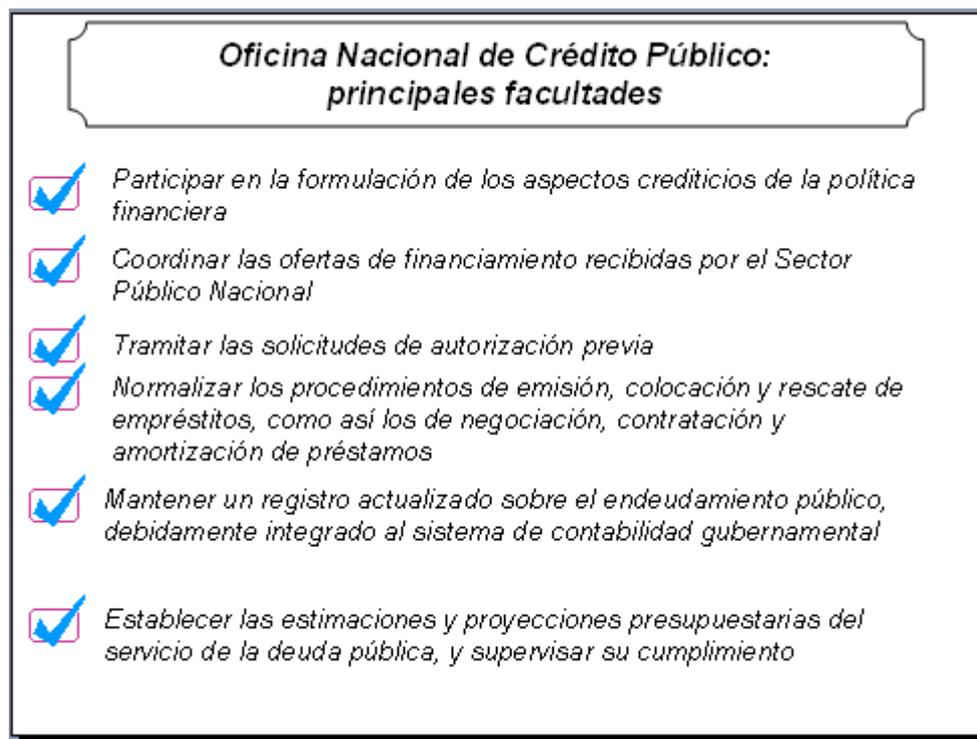
El cumplimiento de estos propósitos exige primordialmente establecer las bases para la preservación del crédito público y la permanente búsqueda en la mejora de las condiciones y el perfil del endeudamiento público, en el entendimiento de que tal situación coadyuvará en la capacidad y poder negociador de la Nación en su conjunto frente a sus acreedores, y frente a las distintas ofertas de financiamiento disponibles.

---

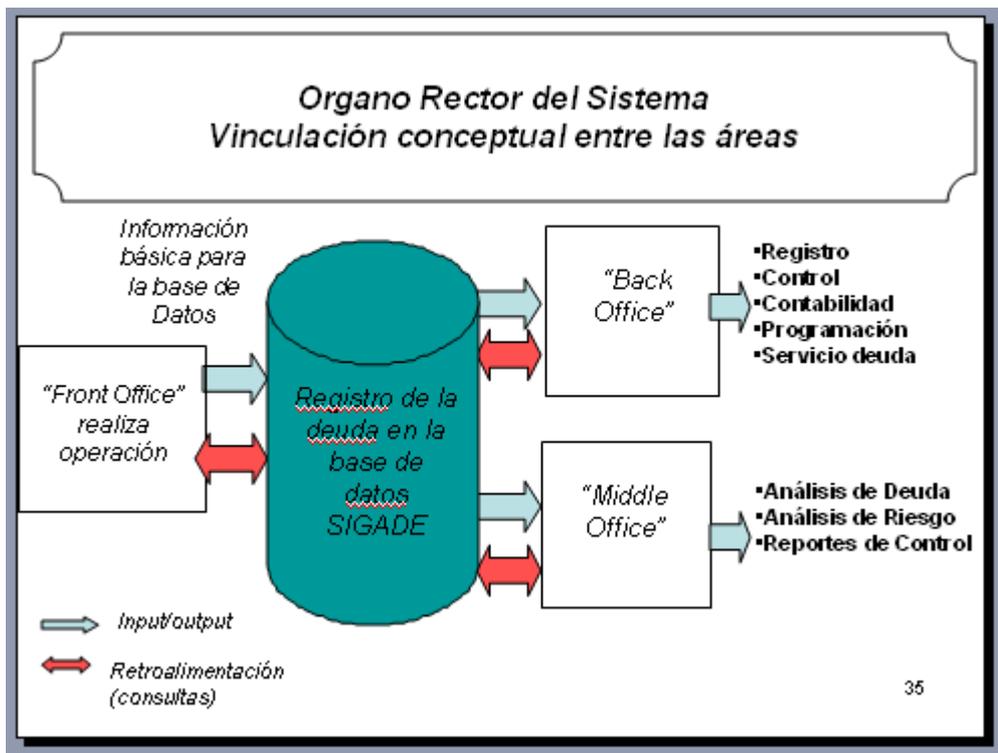
<sup>12</sup> Para este capítulo se seguirá los lineamientos establecidos en la publicación oficial efectuada por la Secretaría de Hacienda sobre el Sistema de Crédito Público.. Se puede acceder a ella en la siguiente dirección de Internet: [www.capacitación.mecon.gov.ar/manuales/Credito%20Publico/TCapitulos.htm](http://www.capacitación.mecon.gov.ar/manuales/Credito%20Publico/TCapitulos.htm)

Por ello y a los efectos de cumplir con los propósitos señalados, se establecieron las bases para organizar las diversas etapas que integran el proceso de endeudamiento: autorización, negociación, contratación y administración y control en forma integrada con el resto de los componentes de la Administración Financiera, y se creó al Organo Rector del Sistema, denominado "Oficina Nacional de Crédito Público", con responsabilidades en todas las fases del proceso de endeudamiento, que abarcan desde la Autorización para el inicio de las negociaciones, hasta los pagos por servicios de las obligaciones financieras asumidas.

En el cuadro siguiente, se consignan las principales funciones de la Oficina Nacional de Crédito Público:



Como se puede ver en el gráfico siguiente, en la Oficina Nacional de Crédito Público, se han centralizado las tres funciones más importantes: la de negociación ("front office"); la de análisis ("middle office") y la de registro y administración de la deuda ("back office").



### 3.1 - MARCO LEGAL E INSTITUCIONAL DEL SISTEMA DE CRÉDITO PÚBLICO

El artículo 4° de la Constitución Nacional enumera los recursos del Tesoro Nacional estableciendo:

"El Gobierno Federal provee a los gastos de la Nación con los fondos del Tesoro Nacional, (...) y de los empréstitos y operaciones de crédito que decreta el mismo Congreso para urgencias de la Nación, o para empresas de utilidad Nacional".

Este artículo hace referencia a la generalidad de los créditos que puede obtener el Gobierno Federal, tanto los de orden interno, como los de orden externo, permitiendo el endeudamiento del país, excepcionalmente, para el caso de urgencias (guerras, desastres naturales, inundaciones, etc.) y para empresas de utilidad nacional (construcción de obras civiles, programas de saneamiento financiero, mejora de los distintos sectores gubernamentales, etc.).

En concordancia con ello, el artículo 75 en sus incisos 4° y 7° atribuye al Congreso la potestad de:

.....

4° "contraer empréstitos sobre el crédito de la Nación".

7° "arreglar el pago de la deuda interna y externa de la Nación"

Siguiendo los lineamientos impuestos por la Carta Magna y dentro del espíritu del Programa de Reforma de la Administración Financiera Gubernamental, los principales aspectos del Sistema de Crédito Público se establecen en la Ley 24.156 en su Título III "Del Sistema de Crédito Público", en donde se define como Crédito Público a toda operación de financiamiento al Sector Público o con garantía del mismo cuyos vencimientos operen en ejercicios presupuestarios posteriores al vigente al momento de su formalización.

En dicha norma se establece que el destino de los recursos captados por el Crédito Público quedan reservados exclusivamente a inversiones reproductivas, atención de casos de evidente necesidad nacional, reestructuración de su organización o refinanciación de sus pasivos, quedando expresamente prohibido su uso para financiar Gastos Operativos, excepto Gastos para Asistencia Técnica financiados por Organismos Multilaterales de Crédito.

En ese orden de ideas, el artículo 60 de la Ley 24.156, reza: "las entidades de la administración nacional no podrán formalizar ninguna operación de crédito público que no esté contemplada en la ley de presupuesto general del año respectivo o en una ley específica".

La única excepción consiste en los créditos suscritos con organismos financieros multilaterales (FMI, Banco Mundial, BID, etc.) de los que Argentina es miembro - y por lo tanto aporta capital - y participa en sus políticas de crédito. En estos casos la Ley faculta al Poder Ejecutivo a formalizar las respectivas operaciones de crédito.

Complementan el marco legal del Sistema de Crédito Público, el Decreto N° 1.344/2007 Reglamentario de la Ley 24.156, los artículos pertinentes de la Ley complementaria permanente de presupuesto N° 11.672 cuyo texto se ordena sistemáticamente todos los años, además del articulado correspondiente de la Ley de presupuesto vigente en cada ejercicio.

### **3.2 - COMPOSICIÓN Y CLASIFICACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA**

El artículo 58 de la Ley 24.156 clasifica la deuda pública según dos criterios:

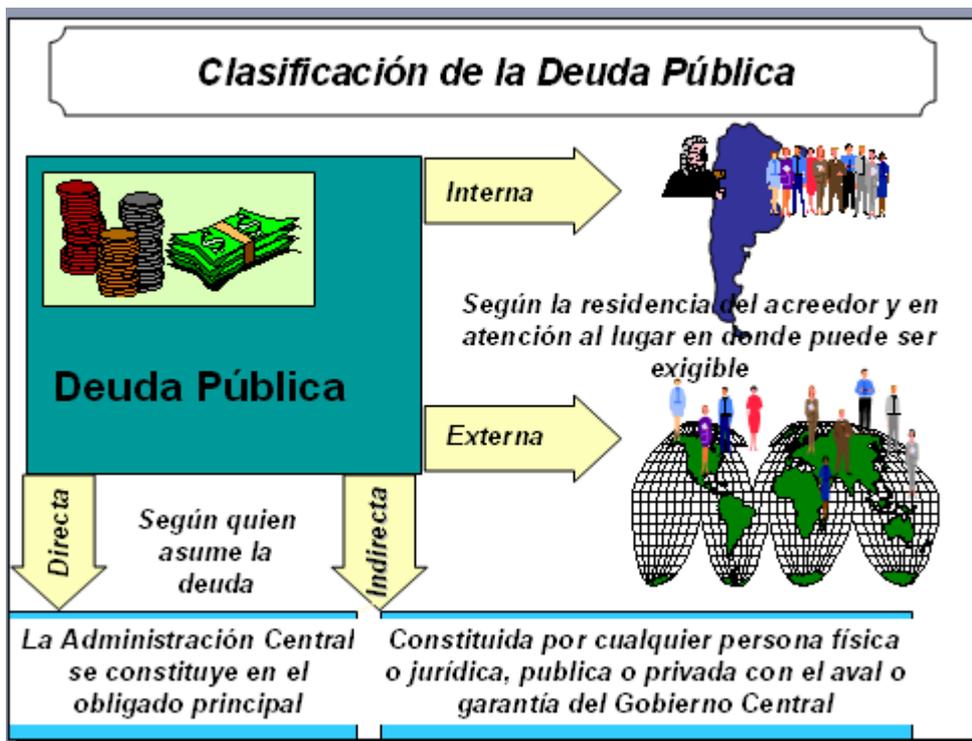
a. Según su ámbito de exigibilidad, la misma puede ser:

**INTERNA:**

Es la deuda contraída con personas físicas o jurídicas residentes o domiciliadas en la Argentina. El pago de este tipo de deuda puede ser exigible dentro del territorio nacional;

**EXTERNA:**

Es la deuda contraída con otro Estado u organismo internacional, o con cualquier persona física o jurídica no residente en la Argentina. El pago de la deuda externa puede ser exigible fuera del territorio nacional.



Cuando se trata de títulos en moneda extranjera y como consecuencia de la globalización de los mercados, esta definición tropieza con el inconveniente de que resulta difícil establecer si el poseedor del papel de deuda que se cotiza simultáneamente en mercados locales e internacionales es o no residente en el país.

Esta situación ha sido contemplada en el artículo 58 del Decreto Reglamentario de la Ley 24.156, el que establece: Al solo efecto de su registración y contabilización, la deuda pública y las Letras del Tesoro de conformidad con los lineamientos establecidos en el Artículo 57 de la Ley N° 24.156, podrán registrarse como deuda en moneda nacional y deuda en moneda extranjera.

Se considerará deuda en moneda nacional aquella contraída en moneda de curso legal con personas físicas o jurídicas, domiciliadas o no en la REPUBLICA ARGENTINA y cuyo pago sea exigible dentro o fuera del territorio nacional.

Se considerará deuda en moneda extranjera, aquella contraída en otras denominaciones que la de curso legal, con otro Estado u Organismo Internacional o con cualquier otra persona física o jurídica, domiciliada o no en la REPUBLICA ARGENTINA y cuyo pago sea exigible dentro o fuera del territorio nacional.

En aquellos casos en que se coloquen títulos, bonos, obligaciones de largo y mediano plazo o Letras del Tesoro, se considerará deuda interna a las colocaciones a las que les sea aplicable la Ley Argentina y se considerará deuda externa a aquella cuya jurisdicción o ley aplicable no sea la Ley Argentina.

b. Según la naturaleza del deudor, la deuda puede ser:

**DIRECTA:**

Es la deuda asumida por la Administración Central en calidad de principal deudor;

**INDIRECTA:**

Es la deuda de cualquier persona física o jurídica distinta de la Administración Central, pero que cuenta con un aval, fianza o garantía de la misma.

A su vez, el artículo N° 57 determina que la deuda pública puede originarse por alguno de los siguientes instrumentos o mecanismos financieros:

1. Emisión y colocación de títulos, bonos y obligaciones de mediano y largo plazo;
2. Emisión y colocación de Letras del Tesoro cuyo vencimiento supera al ejercicio presupuestario vigente;

Estos dos tipos de operaciones dan origen a un instrumento de deuda denominado "Títulos Públicos", los que constituyen obligaciones de mediano y largo plazo contraídas por el Estado Nacional, con el objeto de captar fondos del mercado de capitales.

En ese marco, conviene destacar que no constituye deuda pública la deuda del Tesoro por vencimientos impagos, denominada "deuda flotante", ni las operaciones de emisión de letras del Tesoro para cubrir deficiencias estacionales de caja y reembolsables durante el mismo ejercicio financiero en que se emiten.

3. Contratación de Préstamos con instituciones financieras;
4. Contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el transcurso de un ejercicio financiero posterior al vigente; siempre y cuando los conceptos que se financien hayan devengado anteriormente.

Estas operaciones dan origen a un instrumento de deuda que se denomina "préstamos", y que constituyen todas aquellas operaciones de financiamiento de mediano y largo plazo asumidas por el Estado Nacional en su carácter de deudor principal, y que generalmente están orientados a fines específicos que se establecen en el contrato o convenio respectivo.

5. Otorgamiento de avales, fianzas o garantías; cuyo vencimiento supere el periodo del ejercicio financiero.

El aval es una forma peculiar de garantía por la que el Estado Nacional se obliga accesoriamente para el cumplimiento de una obligación crediticia contraída por una entidad pública, privada o mixta. Por medio de él se garantiza a su vencimiento la obligación de un

tercero. No se lo considera un gasto, por cuanto estaría sujeto a una eventualidad o contingencia sujeta al cumplimiento del avalado, el que una vez otorgado el aval, deberá hacer frente al pago de los servicios respectivos con sus propios fondos.

Los avales otorgados por la Administración Central por operaciones de crédito público interno o externo, configuran la denominada deuda indirecta, pudiendo ser beneficiarios de los mismos:

- el resto de los organismos del Sector Público Nacional de cualquier naturaleza,
- las provincias y los organismos paraestatales de jurisdicción nacional, provincial o municipal o
- las empresas privadas cualquiera sea su estructura jurídica.

6. Consolidación, conversión y renegociación de otras deudas:

Estas operaciones configuran lo que genéricamente se denomina "reestructuración de la deuda" por las cuales no se contrae mayor endeudamiento, sino que se modifica la estructura de pasivos en términos de montos, plazos, servicios de la deuda o rendimientos procurando una mejora en las condiciones de financiamiento, o una disminución en la vulnerabilidad del sector externo ante fluctuaciones en los tipos de cambio y las tasas de interés internacionales.

### **3.3 - RIESGO CREDITICIO**

El riesgo crediticio es un indicador que el mercado o la institución financiera le atribuye a determinada operación financiera, y mide el grado de probabilidad del cumplimiento de las obligaciones contractuales por parte del deudor, evaluándose al mismo tiempo el riesgo que asume el acreedor.

La calificación se asigna luego de un minucioso análisis de la situación económica y financiera del emisor y representa una opinión, la misma es considerada por los inversores a la hora de identificar los diferentes niveles de calidad crediticia.

A tal efecto, el primer paso de la calificación consiste en analizar el marco legal y constitucional del emisor, de modo de determinar las fuentes de ingresos, capacidad de deuda, capacidad de contratación, capacidad de prestación de servicios públicos bajo su competencia, y mecanismo de control e información.

Una vez establecido el contexto en el que opera la administración, se analiza el sistema administrativo y gubernamental y la situación financiera como así también cualquier otro elemento de juicio vinculado con el comportamiento previsible del deudor.

Cuando el deudor es el Gobierno o hay plenas garantías por parte del mismo, el riesgo crediticio se denomina riesgo soberano, y es estimado por Consultoras Internacionales entre las que se destacan: Moody's, Standard and Poors y Duff & Phelps Inc.

En líneas generales, el análisis del riesgo soberano contempla dos tipos de factores: cuantitativos y cualitativos según se describe a continuación.

Los factores cuantitativos, como lo indica su nombre, son numéricos y se determinan sobre la base de la información disponible en las cuentas públicas, estadísticas y presupuestos.

Producto bruto por habitante y variación anual del producto bruto per cápita: el objetivo es determinar la posibilidad de la población de absorber impactos adversos de la economía y/o el aumento de la carga impositiva. También es útil observar el comportamiento de este indicador en comparación con otros países similares.

Además se analizan las necesidades de financiamiento para el período corriente como porcentaje de ingresos totales y la evolución y proyección de la base imponible, en función de los distintos impuestos vigentes.

Déficit/superávit global sobre producto bruto: El déficit presupuestario es causa de endeudamiento, y por lo tanto un indicador muy importante a la hora de determinar la capacidad crediticia.

Evolución de la balanza de pagos y déficit/superávit corriente sobre producto bruto: El equilibrio entre los ingresos y gastos corrientes es una medida de la responsabilidad fiscal. La situación óptima sería que los ingresos corrientes cubran los egresos corrientes, en cuyo caso el endeudamiento tendría como contraparte la inversión. Sin embargo, aun en este caso ideal, las calificadoras constatan que las inversiones sean razonables, y la generación de ingresos futuros que puedan contribuir al servicio de la deuda.

Deuda pública total sobre producto bruto: Este indicador muestra la relación entre deuda total y la capacidad de servicio de la misma. Un elevado nivel de endeudamiento claramente deja menor margen de maniobra para el gobierno en caso de shock.

Deuda pública total sobre los ingresos corrientes e Intereses sobre ingresos corrientes: este indicador indica la verdadera carga que significa el servicio de la deuda para la economía. Además presenta una medida de cómo se verían afectadas las finanzas públicas frente a un ajuste inesperado de la tasa de interés (especialmente cuando la deuda es a tasa variable).

En el siguiente cuadro se resumen los factores cuantitativos:

## **Medición del Riesgo soberano**

### **Factores de tipo cuantitativo:**

**Producto bruto por habitante y variación anual del producto bruto per cápita:**

- **Necesidades de financiamiento para el período corriente como porcentaje de ingresos totales**
- **Evolución y proyección de la base imponible.**
- **Déficit/superávit global sobre producto bruto:** *El déficit presupuestario es causa de endeudamiento, y un indicador relevante a la hora de determinar la capacidad crediticia.*
- **Evolución de la balanza de pagos y déficit/superávit corriente sobre producto bruto:** *El equilibrio entre ingresos y gastos es una medida de la responsabilidad fiscal.*
- **Deuda pública total sobre producto bruto:**
- **Deuda pública total e intereses sobre los ingresos corrientes**
- **Otros**

60

En cambio, los factores cualitativos se basan en la opinión fundada de los analistas sobre aspectos más subjetivos de la administración.

Cambios en materia política, así como también en la estructura de poderes, analizando quiénes ocupan los cargos relevantes, ya sea en ámbito del gobierno como en empresas oficiales (idoneidad, honestidad, antecedentes). Permanencia institucional y estabilidad jurídica y política.

Coherencia de la política económica y estabilidad y diversidad de fuentes de ingresos. Política de inversiones y políticas en materia de educación, salud y seguridad social y su relación con el destino específico del financiamiento.

Administración de la deuda, es decir, la forma en que se han manejado los vencimientos, renovaciones e incrementos de deuda pública, en función de su oportunidad y posibilidades. Eficiencia administrativa de la administración central.

En el siguiente cuadro se resumen los factores de tipo cualitativo:

## Medición del Riesgo Soberano

### Factores de tipo cualitativo:

- **Cambios en materia política, y en la estructura de poderes,**
- **Permanencia institucional y estabilidad jurídica y política;**
- **Coherencia de la política económica y estabilidad y diversidad de fuentes de ingresos.**
- **Política de inversiones y políticas en materia de educación, salud y seguridad social y su relación con el destino específico del financiamiento;**
- **Administración de la deuda, es decir, la forma en que se manejan los vencimientos, renovaciones e incrementos de deuda pública.**
- **Eficiencia administrativa y transparencia en la administración financiera de los recursos públicos.**

61

### 3.3.1 - ESCALAS DE VALORES EN LAS EVALUACIONES DE RIESGO CREDITICIO

Se inserta a continuación, a modo de ejemplo, la calificación de Standard & Poors, una de las agencias calificadoras que operan en el país:

#### I. Deuda en moneda extranjera de largo plazo

S & P			
Apto para la inversión (Investment Grade)			
BIRF - BID			AAA
			AA+
Hong Kong			AA
Portugal	Portugal		AA-
			A+
Chile, China, Corea del sur			A
Malasia, Rep. Checa	Chile	Chile	A-
Hungría, Polonia, Rusia,			BBB+
Bulgaria, Croacia, México	Colombia, Polonia, Hungría	Colombia	BBB
Rumania	Uruguay	Hungría	BBB-
Especulativo			
Egipto, El Salvador	Filipinas	Uruguay	BB+
Filipinas, Turquía, Venezuela	Turquía, Rusia	Rusia	BB-
<b>Argentina</b> , Uruguay		Brasil	B+
Rep. Dominicana			B
Paraguay			B-
Predominantemente especulativo			
Ecuador			CCC+

La calificación es similar para los distintos sectores analizados, permitiendo al inversor comparar percepciones de riesgo de distintas inversiones, de lo que surge que cuanto menor es la percepción del riesgo, menos especulativa y más blandas resultarán las condiciones financieras, o sea, menores tasas, mayores plazos, menores requerimientos de garantías u otros condicionamientos, lo que en definitiva se traduce en uno de los principales componentes del spread (diferencial entre la tasa a la cual se financia la operación y una tasa de referencia).

Como se puede observar en el gráfico precedente, un país que se ha diferenciado netamente en América Latina es Chile, calificado como "Deuda apta para inversión - grado medio" por las tres agencias más importantes.

## 4. INSTRUMENTOS DE ENDEUDAMIENTO

### 4.1 - TÍTULOS PÚBLICOS

Un título público emitido por el Estado Nacional o Provincial en virtud de las facultades que les confieren las respectivas constituciones, es un instrumento financiero por el cual el Estado capta recursos del mercado de capitales y se compromete a su devolución en determinadas condiciones que se fijan en la emisión del mismo.

La emisión se autoriza por medio de Leyes y Decretos en un todo de acuerdo a la Legislación vigente, en donde se determinan las condiciones y las obligaciones que asume el emisor, las que pasan a constituir los derechos que el título otorga a su poseedor.

De acuerdo a su estructura financiera, los títulos públicos existentes en los mercados pueden clasificarse básicamente en los siguientes tres tipos de títulos:

**a. amortizing:** son títulos por los cuales el gobierno se compromete a pagar periódicamente servicios de renta y de capital. Por ej: el BONEX 92 a 10 años de plazo denominado en dólares, que luego de 2 años de gracia amortiza anualmente un 12,5% del capital por un período de 8 años y paga una tasa LIBO semestral en US\$ cada seis meses.

**b. bullet:** (bala): son títulos por los cuales el gobierno se compromete a pagar periódicamente servicios de renta, pero amortizan integralmente al vencimiento. Por ej: una Euroletra denominada en libras esterlinas, que paga semestralmente una tasa de 8,25% anual, y amortiza integralmente en el año 2002.

**c. bonos de cupón cero:** son títulos por los cuales el gobierno se compromete a pagar renta y capital íntegramente al vencimiento (generalmente son títulos a descuento), tienen una estructura financiera muy sencilla, siendo común su utilización para obligaciones a largo plazo y con un elevado descuento y en el caso particular de los bonos de cupón cero del Tesoro de los EEUU son utilizados como referencia o "benchmark", ya que se los considera inversión sin riesgo para evaluar distintas calidades crediticias que ofrecen los emisores en los mercados.

Se definen a continuación los principales elementos que configuran un título público según se establece en la documentación de emisión del instrumento financiero. Las condiciones establecidas se mantienen invariables durante la vida o maduración del mismo dado que constituyen los derechos del poseedor del papel de deuda:

**a. Fecha de emisión:** es la fecha en la cual se emite el título. Indica el momento a partir del cual tiene vigencia el instrumento de deuda. Ej.: el 15/09/1992 es la fecha de emisión del BONEX 92.

**b. Plazo:** indica el tiempo de vida o madurez del título que se emite, rige a partir de la fecha de emisión hasta la total extinción de las obligaciones asumidas por el emisor. Ej.: el plazo del BONEX 92 es de 10 años.

**c. Moneda de emisión:** Corresponde a la moneda de denominación del título. Ej: la moneda del BONEX 92 es el dólar.

**d. Valor nominal:** es el valor por el cual fueron emitidos los títulos. También es llamado "face value " o valor facial.

**e. Monto autorizado a emitir:** es el monto máximo autorizado a emitir hasta el cual se puede endeudar el Estado mediante la colocación en el mercado de capitales del título emitido. Ej: el valor nominal autorizado a emitir del BONEX 92 es V.N. 2.500 millones de Dólares Estadounidenses.

**f. Período de gracia:** en los títulos amortizing se define como período de gracia al período en el cual el título no devenga cupones de amortización del capital. Ej: el período de gracia del BONEX 92 es de dos años.

**g. Cupones de renta:** consisten en el calendario de pagos y fórmula y tasa de interés aplicable correspondientes a la renta del capital. Los intereses representan la ganancia que percibe el tenedor del bono, y se calculan sobre el saldo de deuda, aplicando la tasa de interés y el margen que se fijan en las condiciones de emisión.

Ej: el BONEX 92 paga un total de 20 cupones de Renta semestrales a partir del 15/03/93, y devenga la tasa LIBO para depósitos en Eurodólares a 180 días.

**h. Cupones de amortización:** consisten en el calendario y porcentual de vencimientos de amortización de principal (capital). La amortización representa el reintegro o reembolso del capital; el porcentaje que se aplica para el pago de la amortización depende del plazo del título, del periodo de gracia y de la regularidad del pago. La regularidad con que los títulos de deuda pública pagan los servicios tanto de renta como de amortización puede ser mensual, trimestral, semestral o anual.

Ej.: el BONEX 92 tiene un período de gracia de 2 años y a partir de entonces, paga 8 cuotas anuales de 12,5% del capital en septiembre de cada año.

**i. Flujo de pagos:** el conjunto de cupones de renta y amortización integran el flujo de pagos comprometido por el gobierno según condiciones de emisión.

**j. Precio de emisión:** es el precio que se fija a la colocación del título (en muchos casos como consecuencia de un proceso licitatorio) que determina el monto a desembolsar por el acreedor por cada 100 de valor nominal del título emitido. El mismo puede ser bajo la par, sobre la par o a la par (100%)

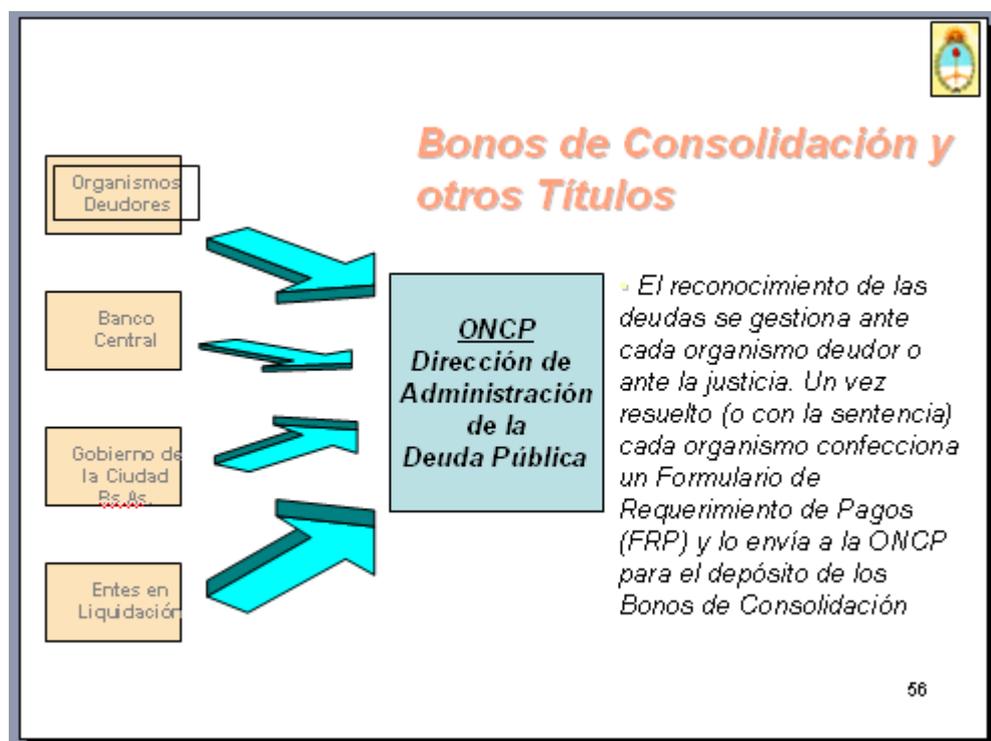
**k. Monto colocado:** el monto efectivamente colocado de un título, puede ser igual o inferior al monto autorizado a emitir, pero nunca puede superarlo. Ej: el monto colocado del BONEX 92 fue de V.N. 2.500 millones de Dólares estadounidenses.

**l. Títulos escriturales y carturales:** los títulos escriturales tienen la característica de que son títulos cuyas planchas no se imprimen. La titularidad de los mismos está registrada en "cajas de valores", razón por la cual sus titulares acreditan su tenencia mediante certificados de depósito emitidos por dichas instituciones. A su vez los Títulos carturales son aquellos cuyas planchas son impresas y sus cupones son cortados físicamente para su cobro.

Ej: Según condiciones de emisión, el BONEX 92 es un título cartural, ya que en las mismas se estableció que la Casa de Moneda S.E. procederá a imprimir los Bonos que se emitan, según la distribución y la numeración el que indique Banco Central de la República Argentina. Sin embargo dicho título nunca llegó a imprimirse y sus tenedores acreditan su titularidad mediante certificados emitidos por las respectivas cajas de valores o entidades de registro.

**m. Condiciones de registro y de transacción del título en los mercados secundarios:** son las condiciones definidas en la documentación de emisión del título; establecen qué entidades tendrán la responsabilidad de registrar a los titulares de los títulos públicos en cuestión y emitir los correspondientes certificados de depósito, como así también registrar las transacciones que se operen en los mercados secundarios.

En los cuadros siguientes se reseña la forma en que operan los títulos 'cartulares':





## Bonos de Consolidación y otros Títulos

Dan Colectivo  
Abre cuenta  
para cada  
titular o tenedor  
de bonos



Registro  
Accionistas  
Abre cuenta  
para cada  
operador  
de Bolsa,  
(Bancos, etc.)



Cada operador  
o Banco  
Abre  
sub-cuenta para  
Cada tenedor

El Gobierno contrata a la  
Caja de Valores S.A. como  
"agente de registro y pago"  
de los títulos de la deuda  
consolidada.

En otros tipo de bonos  
contrata a la CRYL (del  
BCRA) o una entidad que  
opere en los Mercados de  
Capitales Externos

57



## Deuda Consolidada – Caja de Valores S.A.

Dan Colectivo  
Abre cuenta  
para cada  
titular o tenedor  
de bonos



Registro  
Accionistas  
Abre cuenta  
para cada  
operador  
de Bolsa,  
(Bancos, etc.)



Cada operador  
o Banco  
Abre  
sub-cuenta para  
Cada tenedor

Cuando se produce el  
vencimiento (amortización  
y/o renta) de un título la  
ONCP calcula sus importes  
en base a sus registros y la  
TGN gira el dinero para que  
la Caja de Valores (u otro  
organismo contratado)  
deposite el importe en cada  
cuenta de los tenedores.

58

### MERCADOS SECUNDARIOS

Una vez emitido el título y colocado en el mercado primario, el mismo se cotiza en forma permanente en los mercados secundarios previstos en su emisión, los que le confieren liquidez al papel de deuda.

A continuación se definen brevemente algunos conceptos que son útiles para conocer la valuación de los títulos en los mercados secundarios.

**a. Precio de mercado:** es el precio que surge del libre juego de la oferta y la demanda establecida en la cotización del M.A.E. (Mercado Abierto Electrónico), la bolsa u otros mercados.

Ej: el precio de mercado del BONEX 92 al 30/04/99 ascendía a U\$S 48,65 por cada 100 de valor nominal.

El precio de la cotización diaria, expresa el "rendimiento" que el inversor pretende que tenga la suma de dinero que él destina, y que recibirá como contraprestación por un flujo de pagos comprometidos por el gobierno en las condiciones de emisión y al valor nominal del título. Es decir, el gobierno siempre pagará los vencimientos en base al valor nominal, cualquiera sea la cotización de ese título en el mercado. A mayor precio menor rendimiento del inversor y a menor precio mayor rendimiento del inversor, dado que el flujo de pagos del gobierno, es independiente de la cotización diaria en los mercados.

Un ejemplo: si se paga en el mercado USD 70 por un título de valor nominal USD100, se tiene un rendimiento de USD 30. Si el precio pagado es de USD 40, se tiene un rendimiento de USD 60.

Dicho rendimiento requerido por el inversor, es una medida del riesgo país reflejado en el "spread" (diferencial de tasa de rendimiento con respecto a otra inversión equivalente usada de referencia)

**b. Intereses corridos (o cupón corrido):** son los intereses devengados entre la fecha de emisión o de inicio del cupón corriente y la fecha de referencia. Ej: el interés corrido del BONEX 92 desde el inicio del período de Renta 14, (del 15/03/99 hasta el 30/04/99) equivale es de U\$S 0,33 por cada 100 de valor nominal.

**c. Valor residual (capital no amortizado):** es el valor que resulta de descontar a los valores nominales las amortizaciones que se van produciendo y en aquellos casos particulares en los que se capitalizan intereses, sumarle los intereses capitalizables a la fecha.

Ej: el BONEX 92 durante el período comprendido entre marzo del 99 y setiembre 99, tiene un valor residual de U\$S 50 por cada 100 U\$S de valor nominal, esto significa que el título amortizó un 50% de su capital.

**d. Valor residual técnico:** es el que resulta de adicionar al valor residual los intereses corridos a la fecha.

Ej: el valor residual técnico del BONEX 92 al 30 de abril de 1999 asciende a U\$S 50,33 por un monto de U\$S 100 en valor nominal, esto significa sumarle los intereses corridos al capital remanente del título (valor residual) desde el inicio del período hasta la fecha de cálculo. Donde, V.R.T. =  $50 + 0,33 = 50,33$ .-

**e. Paridad:** es el cociente entre el precio de mercado y el valor residual técnico de un título. Se utiliza para saber si un título cotiza a la par, sobre la par o bajo la par.

Ej: la paridad del BONEX 92 al 30 de abril de 1999 es  $48,65/50,33 = 97\%$ .

**f. Circulación:** es el monto de títulos públicos en poder del sector privado. Generalmente se calcula sobre la base del valor residual.

Ej: el monto en circulación del BONEX 92 al 30/04/99 asciende a V.R. 342.217 millones.

**g. Cartera del sector público:** es el monto de títulos públicos en poder del Sector Público (en manos, por ejemplo, del BCRA, ANSES, etc.).

Ej: el monto en cartera de Sector Público del BONEX 92 al 30/04/99 asciende a V.R. 519.464 millones.

**h. Cartera del gobierno (monto no colocado):** es el monto autorizado a emitir menos la circulación al público y la cartera del Sector Público.

**i. Rescate anticipado:** el Tesoro tiene la facultad de retirar de circulación un título antes de su fecha de vencimiento. Como ejemplo, podemos citar los rescates anticipados cuando se utilizan los títulos para adquirir activos del sector público (privatizaciones) o cancelar pasivos frente al mismo (como en el caso de moratorias impositivas o previsionales). Ej: el rescate anticipado de BONEX 92 al 30/04/99 alcanzó a V.N.776.638 millones.

## 4.2 - PRÉSTAMOS DE ORGANISMOS INTERNACIONALES DE CRÉDITO

### Banco Mundial (BIRF)

En la época de su creación (junio de 1946) se puso énfasis en la reconstrucción de los países destruidos por la Guerra. Hoy en día, sus objetivos principales son:

- fomentar la formación de capital en los países menos desarrollados, garantizando y participando en inversiones privadas o, en su ausencia, suministrando los fondos necesarios;
- fomentar la expansión del comercio mundial y el equilibrio en balanza de pagos;
- proveer asistencia técnica a los países menos desarrollados (especialmente en el área de proyectos de inversión).

Para hacer frente a dichos objetivos, el Banco se compone de cuatro instituciones: el Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo (BIRF); la Asociación Internacional de Fomento (AIF); la Corporación Financiera Internacional (CFI) y el Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones (OMGI).

### Banco Interamericano de Desarrollo (BID)

El propósito fundamental de este Banco es contribuir en el proceso de desarrollo de los territorios miembros (naciones que integran la Organización de Estados Americanos). Para ser miembro del BID, el país interesado debe primero ser miembro del Fondo Monetario Internacional y sus principales son:

- Promoción de inversiones;
- Captación de recursos y financiamiento (préstamos);
- Estímulo y complementación de las inversiones privadas;
- Cooperación para orientar el desarrollo de los países miembros;
- Provisión de asistencia técnica.

### 4.3 - REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA

La reestructuración de la deuda puede efectuarse en forma directa o indirecta, entendiéndose como reestructuración directa a aquella que se realiza con los mismos acreedores y tiene como consecuencia una extinción de la deuda preexistente en el mismo acto en que se contrae la nueva deuda.

Dentro de este concepto, la conversión de deuda consiste en el cambio de uno o más instrumentos de deuda pública por otro u otros nuevos representativos del mismo capital adeudado, modificándose los plazos y demás condiciones financieras de su servicio.

Durante la década de los 90 se llevaron a cabo procesos de conversión que se denominaron 'canje' y 'megacanje', según el volumen involucrado, a través de los cuales el Tesoro Nacional entregó nuevos títulos, en reemplazo de otros, con nuevas condiciones en las que se reflejaba el empeoramiento de la situación económica y política del Gobierno.

A su vez, la consolidación consiste en la transformación de una o más partes de la deuda pública (generalmente interna y de corto plazo o vencida e impaga), en deuda instrumentada a mayor plazo, para lo cual se concilian los montos adeudados y se modifican las condiciones de su servicio, generalmente a través del canje por un nuevo título público.

Por último, la renegociación de la deuda consiste en convenir con el acreedor la modificación de los plazos, intereses u otras condiciones originalmente pactadas, lo que generalmente se instrumenta mediante una adenda al contrato original o mediante un nuevo convenio.

La reestructuración indirecta es aquella que se realiza con acreedores diferentes a través del mercado y en momentos de tiempo distintos, emitiendo deuda nueva y comprando deuda preexistente.

Estas operaciones de reestructuración indirecta de Deuda Pública implican el manejo de los pasivos del Gobierno, con los objetivos fundamentales de:

- mejorar el perfil de vencimientos
- administrar el riesgo de fluctuaciones en las tasa de interés internacionales y tipos de cambio;
- arbitrar el rendimiento de los distintos instrumentos de la deuda; y
- reducir la volatilidad de los instrumentos financieros más líquidos.

Entre las mencionadas operaciones se encuentran transacciones tales como: compras en el mercado, operaciones de cancelación de deuda combinadas, operaciones de pase de monedas ("currency swaps"), o de tipo de tasas de interés ("interest swaps"), acuerdos de recompra de obligaciones ("repurchase agreements") y otros instrumentos derivados tales como futuros, opciones, límites inferiores ("floors") y límites superiores ("caps"), límites inferiores y superiores ("collars") y operaciones de cobertura ("hedge").



La principal acción del Club consiste en llegar a la Minuta de acuerdo, que sirve de marco a los acuerdos bilaterales entre los países acreedores y deudores, para lo cual el mecanismo de reestructuración utilizado es el reescalonamiento de pagos, con la posibilidad de una reducción en el principal o en la renta de los préstamos en casos extremos.

Para acceder al Club de París, el país deudor debe cumplir las condiciones de demostrar a los acreedores que la deuda no podrá ser afrontada a menos que se refinance e implemente los pasos necesarios para eliminar las causas de las dificultades de pagos, con el objetivo de mejorar ostensiblemente su posición de pagos externos.

Asimismo, el país deudor debe presentar un plan para demostrar que podrá cumplir con los compromisos adquiridos, el que debe ser monitoreado por el Fondo Monetario Internacional.

El amplio uso del Club como mecanismo de renegociación se debe a las ventajas que el mismo ofrece a acreedores y deudores. Para los acreedores, la negociación multilateral significa un tratamiento equitativo, y permite repartir entre todos el peso de una eventual reducción de la deuda y de plazos más largos de amortizaciones. Para los países deudores, permite evitar múltiples negociaciones simultáneas que, además, resultan en acuerdos bilaterales con condiciones dispares.

A. Estructura organizativa: El Club no tiene miembros fijos ni una estructura institucional; más bien representa un conjunto de prácticas y procedimientos que se han ido implementando desde la primera reunión realizada en 1956. Las reuniones están abiertas a todos los acreedores oficiales que acepten estas prácticas y procedimientos, y se realizan en el ámbito de la Dirección del Tesoro del Ministerio de Finanzas de Francia, cuyo Director es el Presidente del Club de París.

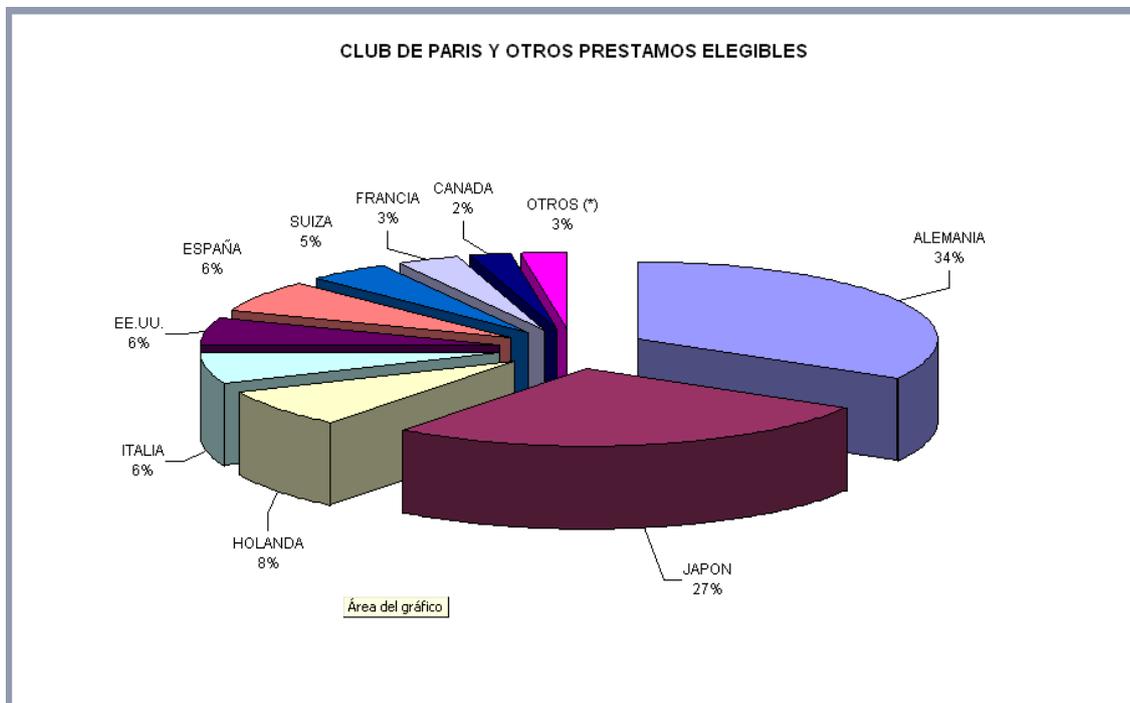
En la actualidad (Julio de 2012) no se han reanudado los pagos con el Club de París (suspendido en el 2001). El Gobierno Nacional anunció en el 2008 que se reiniciarían las negociaciones, lo que no se ha logrado hasta el presente.

En los cuadros siguientes se muestra la deuda enmarcada en el Club de París a Septiembre de 2010, sin intereses compensatorios ni punitivos, que deberán ser discutidos en una negociación directa con los gobiernos acreedores:

## CLUB DE PARIS Y OTROS ELEGIBLES

En U\$S al 30/09/2010

PAIS	Capital vencido	Interés vencido	Total vencido	Participación
SUECIA	11.713.974,14	1.628.778,07	13.342.752,22	0,2%
SUIZA	222.973.128,04	65.012.076,18	287.985.204,22	4,6%
HOLANDA	384.167.157,01	92.889.352,74	477.056.509,75	7,8%
AUSTRIA	42.583.222,20	8.767.582,81	51.350.805,01	0,8%
ISRAEL	2.484.544,52	341.090,88	2.825.635,40	0,0%
BELGICA	9.436.754,77	1.318.269,35	10.755.024,12	0,2%
DINAMARCA	9.586.208,61	1.251.292,66	10.837.501,27	0,2%
FRANCIA	189.481.658,87	33.077.315,30	222.558.974,17	3,8%
FINLANDIA	5.999.883,60	739.177,51	6.739.061,11	0,1%
REINO UNIDO	50.770.264,86	8.044.752,78	58.815.017,64	0,8%
ITALIA	357.569.314,36	41.471.645,73	399.040.960,09	6,0%
ALEMANIA	1.487.393.954,93	468.991.503,30	1.956.385.458,24	33,6%
JAPON	1.564.416.194,25	201.113.090,80	1.765.529.285,05	27,4%
ESPAÑA	344.022.544,45	67.414.362,89	411.436.907,34	6,2%
EE.UU.	285.322.941,68	103.322.147,63	388.645.089,31	6,1%
CANADA	123.889.540,80	20.160.165,98	144.049.706,78	2,2%
TOTAL	5.091.811.287,08	1.115.542.604,62	6.207.353.891,71	100,0%



#### **4.6 - DEUDA CONSOLIDADA**

El proceso de consolidación de deudas encarado por el Estado Nacional consiste en el reconocimiento, conciliación y regularización de deudas atrasadas vencidas e impagas que pesaban sobre el Estado Nacional, como por ejemplo incumplimiento de beneficios previsionales, con proveedores del estado, por juicios pendientes, etc. mediante la utilización de Títulos Públicos como medio de pago

En otros términos, la consolidación implica un proceso de canje de deuda no instrumentada de corto plazo o vencida e impaga, en general no registrada previamente, para lo cual el instrumento elegido han sido títulos de la deuda pública a un plazo mayor que el de la deuda original.

La Ley N° 23.982 establece el régimen de la consolidación de la deuda a cargo del Estado Nacional por obligaciones vencidas o de causa o título anterior al 1° de Abril de 1991, la que tiene lugar cuando medie o hubiere mediado controversia reclamada administrativa o judicialmente, quedando consolidadas las deudas luego del reconocimiento en dichas sedes.

Las deudas consolidadas fueron originadas básicamente por los siguientes conceptos: deudas comerciales (e.g., con proveedores del Estado), deudas previsionales, deudas con exportadores, deudas con provincias, deudas por juicios laborales e indemnizaciones por accidentes de trabajo, etc.

La consolidación dispuesta comprende las obligaciones a cargo del Tesoro Nacional, administración pública centralizada o descentralizada, Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina, Fuerzas Armadas y de Seguridad, Fabricaciones Militares, entidades autárquicas, empresas del Estado, sociedades anónimas con participación estatal mayoritaria, sociedades de economía mixta, servicios de cuentas especiales, del Instituto Nacional de Previsión Social y de las obras sociales. Quedaron exceptuados de este régimen el Banco de la Nación Argentina y el Banco Ciudad de Buenos Aires, la Caja Nacional de Ahorro y Seguro, el Banco Nacional de Desarrollo y el Banco Hipotecario Nacional.

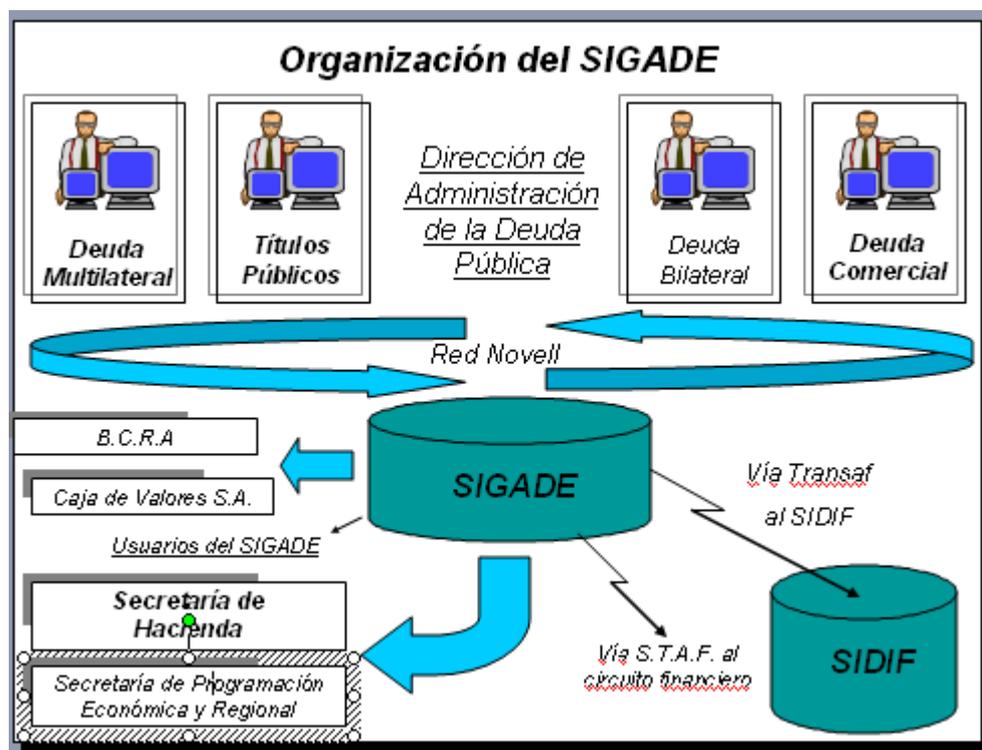
Por otra parte, se utilizaron Bonos de Consolidación en pago de diversas deudas generadas con posterioridad al 01/04/91, o que fueron reconocidas a través de otras leyes, entre ellas: Los pasivos de los Entes en proceso de liquidación ( Art. 45 de la Ley N° 11.672 complementaria permanente de presupuesto), los reconocimientos generados por la suspensión transitoria del Régimen de Promoción Industrial, los pasivos de Instituciones Financieras Estatales en liquidación, el reconocimiento a los ahorristas del Banco del Interior y Buenos Aires, los resarcimientos "por terrorismo del Estado" en el marco de las Leyes N° 24.043 (privación ilegítima de la libertad) y N° 24.411 (familiares de desaparecidos durante el período 1976-1983), los pasivos del Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (PAMI), los pasivos de las Asociaciones Sindicales en el marco de la Ley N° 24.070., pasivo con los Exigentes de YPF, etc.

En ese sentido, queda por cancelar aquellos reclamos que se encuentran en proceso de reconocimiento, ya sea en sede Administrativa como Judicial. Asimismo, se encuentran pendientes de cancelación aquellos trámites que habiendo sido reconocidos, aún no han sido remitidos a la Secretaría de Hacienda para su registro y posterior colocación.

## 5. SISTEMA DE GESTIÓN Y ANÁLISIS DE LA DEUDA (SIGADE)

En el año 1993 con la entrada en vigencia de la Ley 24.156 y la creación de la Oficina Nacional de Crédito Público en la órbita de la Secretaría de Hacienda (en la actualidad dependen de la Secretaría de Finanzas) se firmó un proyecto de asistencia técnica con la UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development, en su sigla en Inglés), se inició el proceso de instalación y puesta en marcha del Sistema de Gestión y Análisis de la Deuda (SIGADE), un sistema computarizado que tiene como función primordial proporcionar información precisa y actualizada sobre la deuda, a fin de lograr la gestión eficaz de la misma.

A través de sucesivas adaptaciones, en la actualidad se usa la Versión 6 (en entorno Web) que permite un manejo eficiente y eficaz de los pasivos del Sector Público Nacional. En el siguiente gráfico se puede ver la organización actual del SIGADE.



La información esencial describiendo las características de cada préstamo se registra por medio de códigos interpretados por el sistema a través de un "Diccionario de Datos". Casi la totalidad de estos códigos pueden ser modificados a medida del usuario. El SIGADE contiene también procedimientos para salvaguardar los archivos de consulta y los archivos creados por el usuario.

Numerosas salidas o informes están a disposición del usuario. Entre las más útiles se destacan:

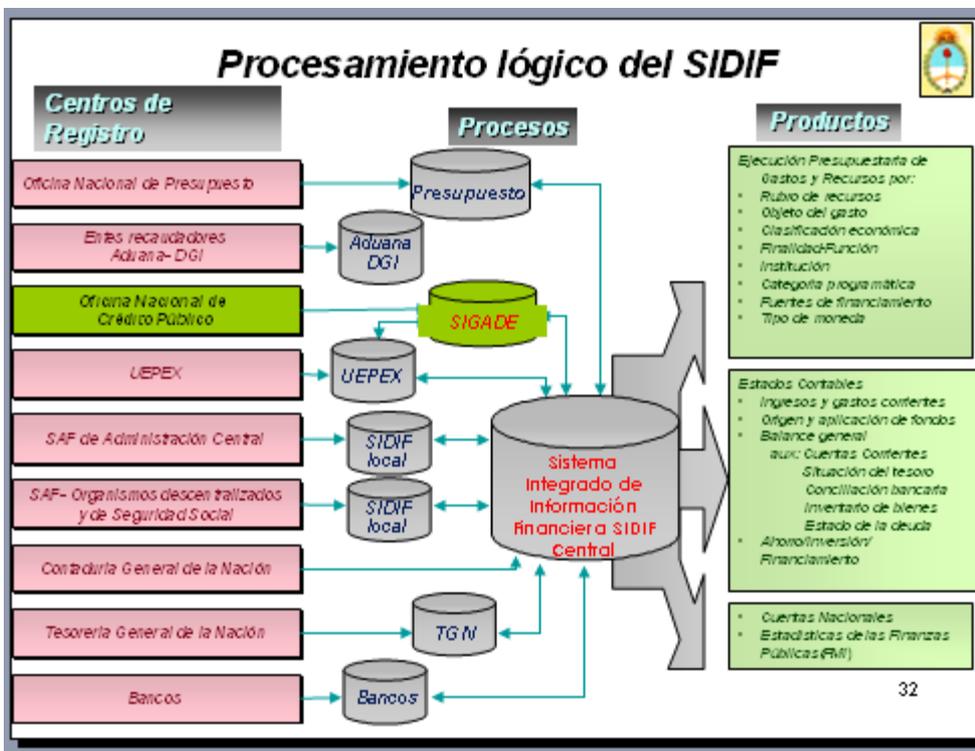
- \* proyecciones para cada contrato, tanto de los desembolsos futuros como así también del servicio de la deuda futuro;
- \* informe sobre el estado de cuenta de la deuda a cualquier momento, por ejemplo, saldo impago, mora, atrasos, desembolsos y servicio de la deuda durante un período particular,
- \* informes al Sistema de Notificación de la Deuda del Banco Mundial.

Estos estados o informes son de una producción muy flexible, ya que el usuario puede escoger los criterios de salida para elaborarlos. Es así como el sistema permite obtener muy rápidamente una situación o una proyección tanto sobre el total de los préstamos, como para un país acreedor en particular, como para un prestatario específico, o para un beneficiario dado.

## 5.1 - VINCULACIÓN DEL SIGADE CON EL SISTEMA INTEGRADO DE INFORMACIÓN FINANCIERA (SIDIF)

El Sistema de Crédito Público, al igual que los otros sistemas de Contabilidad, Presupuesto y Tesorería se integra al SIDIF, operando cada uno de ellos un sub-sistema independiente pero interconectado al sistema central.

Se inserta a continuación, el esquema lógico del proceso de integración o conexión entre todos los sistemas, remarcándose la interconexión entre el SIGADE y el SIDIF.



A efectos de interconectar ambos sistemas, se desarrolló localmente un software denominado SIDIF-LINK, a través del TRANSAP, sistema de correo electrónico de datos para la vinculación del SIDIF con los Servicios Administrativos Financieros (SAF).

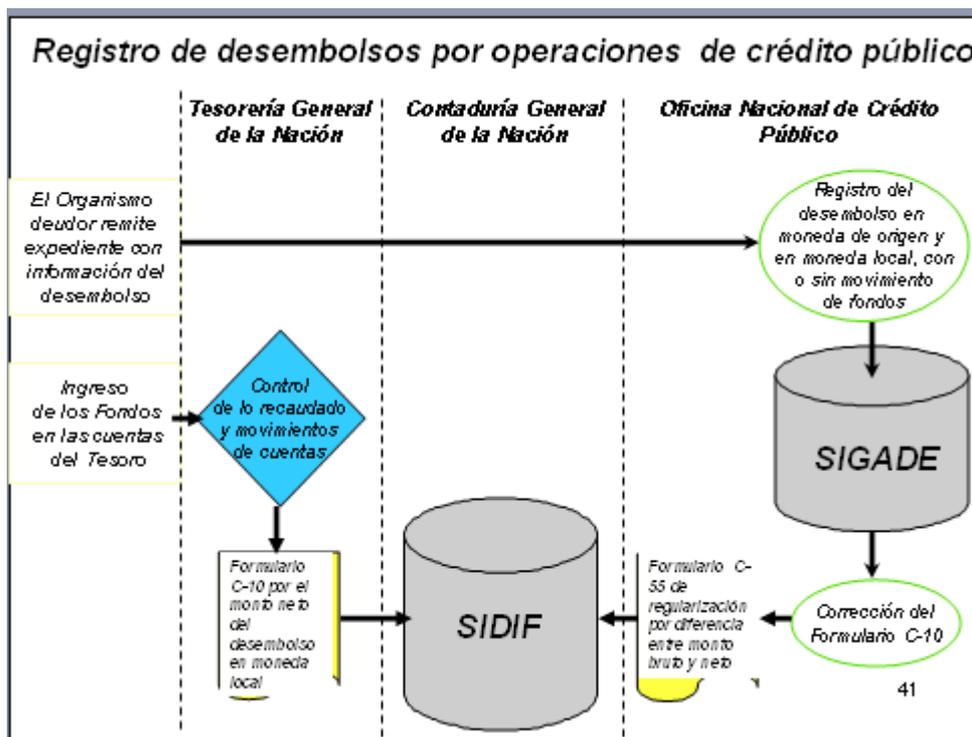
El SIDIF/Link permite relacionar sistemáticamente y en tiempo real las transacciones (desembolsos, pagos de principal, pagos de intereses y comisiones) ingresadas o generadas por el SIGADE, con su contraparte presupuestaria y contable en el SIDIF (Formularios de Gastos o de Ingresos), a cuyos efectos se decidió desarrollar dos módulos operativos: "módulo de gastos" y "módulo de recursos" que reflejan la funcionalidad y los procedimientos definidos en cada caso.

La interconexión informática entre el SIGADE y el SIDIF, configura un paso de fundamental importancia ya que ha hecho posible integrar, aunque parcialmente, el sistema de Crédito Público a la contabilidad central. Su operatoria se puede sintetizar de la siguiente manera:

- Se inicia con la carga en la base de datos del SIGADE de cada uno de los préstamos, títulos, bonos, etc. a los que se les asigna un número, y podrá desagregarse en varios tramos (sub-préstamos): en función del tipo de moneda, tasas de interés, etc.
- A cada uno de los préstamos se le asigna los códigos de las partidas presupuestarias en las que se registrarán tanto los ingresos por desembolsos como las erogaciones por pagos de los servicios (amortizaciones, intereses, comisiones, etc.).
- Se emite un "calendario de vencimientos" de cada préstamo, el que es conciliado con los saldos enviados por los acreedores.
- Diariamente se actualizan los "archivos maestros" con las tasas de interés que gravan los préstamos, tipos de cambio, etc.
- A través de un sub-sistema informático interconectado al SIGADE se registra cada una de las colocaciones de Títulos, Bonos, Letras, etc. en forma analítica, y los conceptos que las generan. Este sub-sistema calcula los servicios (renta y amortización) de cada especie, y se informa a los Organismos intermediarios que intervienen en el proceso de colocación y pago de servicios de los Títulos y Bonos (Caja de Valores S.A., Banco Central de la República Argentina, etc.)
- Con 30 días de anticipación al vencimiento de los servicios, el jefe de cada área (por tipo de acreedor) en las que se ha dividido la DADP, en el puesto de trabajo asignado en la red, determina los montos a abonarse y concilia con los saldos enviados por los acreedores. Si se detectan diferencias, se investigan las causas y se efectúan las correcciones que hubiere lugar.
- Cada Coordinación responsable de los diferentes tipos de acreedores en que se divide el SIGADE, desde su propio puesto de trabajo de la red, con 30 días de anticipación, verifica el importe a pagar y lo transmite automáticamente al SIDIF a través del Sistema de Transmisión de Datos Vía Red Telefónica (TRANSAF) para su "validación" (esto es, si tiene "cuota" autorizada, si se ha efectuado el compromiso, etc.); una vez retomada la "validación", se imprime automáticamente la "Orden de Pago", y retransmite la información al SIDIF para la registración de la etapa del "devengado". Se destaca, que las partidas presupuestarias destinadas a atender los servicios de la Deuda Pública, se "comprometen" al inicio del Ejercicio por la totalidad de las provisiones.
- El formulario de la Orden de Pago, es suscripto por los responsables del Servicio Administrativo a cargo de la DADP, el Secretario de Hacienda (o Subsecretario de Financiamiento), e ingresado a la Contaduría General y Tesorería General de la Nación.
- Simultáneamente con la Orden de Pago, el sistema transmite automáticamente a la Tesorería General de la Nación la "Nota de Pago", la que es impresa en este último Organismo y suscripta por el Tesorero General de la Nación, ordenándole a los Bancos en los que tiene sus cuentas, la transferencia o el depósito en los destinos, cuentas y en las monedas que se detallan.

- Una vez que los Bancos han cumplido con los pagos ordenados, a través de la conciliación bancaria que opera en la Tesorería General de la Nación, aparece en las pantallas del SIDIF el dato sobre el débito en la cuenta corrientes del Tesoro, lo que es registrado en cada uno de los préstamos por los importes efectivamente abonados (en el "Libro Mayor" del SIGADE) lo que se refleja en el SIDIF mediante el registro de la etapa del "pagado" de las órdenes de pago.
- Las diferencias que pudieran surgir por variaciones en el tipo de cambio, u otras, entre los importes que se ordenaron pagar en moneda nacional y su equivalente en divisas efectivamente abonadas, son ajustadas contablemente mediante la emisión del formulario respectivo en el SIDIF-LINK, y su reflejo en el SIDIF siguiendo el procedimiento descrito anteriormente.
- En lo que hace al ingreso de los fondos al Tesoro Central originados por los desembolsos de los diversos tipos de instrumentos de deuda, los mismos son registrados por sus valores netos en el SIDIF por la Tesorería General, y ajustados a su valor nominal a través del SIDIF-LINK mediante la emisión de los respectivos formularios.
- También desde el SIDIF-LINK se emiten y transmiten en forma automática al SIDIF los formularios de "ingresos" correspondientes a la colocación de Bonos de Consolidación.

En los siguientes gráficos se sintetiza la forma en que ambos sistemas se interconectan.



## Procedimiento de pagos por servicios de la deuda pública

