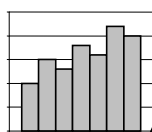




*Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad de Buenos Aires*



**CESPA**

Centro de Estudios de la Situación  
y Perspectivas de la Argentina

ISSN 1853-7073

# **Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?**

**Alberto Müller**  
Colaboración: Agustín Benassi

***DOCUMENTO DE TRABAJO Nro. 32***

***Marzo 2013***

Av. Córdoba 2122  
2do. Piso, Departamentos Pedagógicos  
(C 1120 AAQ) Ciudad de Buenos Aires  
Tel.: 54-11-4370-6183 – E-mail: [dircespa@econ.uba.ar](mailto:dircespa@econ.uba.ar)  
<http://www.econ.uba.ar/cespa>  
[www.blogdelcespa.blogspot.com](http://www.blogdelcespa.blogspot.com)

# Índice<sup>1</sup>

1. Objetivo .....	2
2. Marco conceptual .....	5
2.1. <i>Deuda pública interna y externa: definición</i> .....	5
2.2. <i>Deuda pública en el marco de la teoría de las finanzas: interés y riesgo.</i> .....	5
2.3. <i>Algunas consideraciones de orden conceptual y metodológico</i> .....	8
3. Los ciclos del endeudamiento de la Argentina contemporánea. ....	11
3.1. <i>Reseña</i> .....	11
3.2. <i>1979-2001: ¿uno o dos ciclos de endeudamiento?</i> .....	17
4. El canje de deuda de 2005-2010 .....	19
5. La quita efectiva del canje 2005-2010 .....	22
5.1. <i>Abordaje conceptual</i> .....	22
5.1.1. <i>Primer abordaje propuesto: valor actual de bonos de canje frente a valor técnico de bonos en default</i> .....	22
5.1.2. <i>Segundo abordaje propuesto: valor actual de bonos de canje frente a valor actual de bonos en default</i> .....	25
5.2. <i>Implementación</i> .....	26
5.3. <i>Resultados alcanzados</i> .....	29
5.3.1. <i>Resultados alcanzados: primer abordaje</i> .....	29
5.3.2. <i>Resultados alcanzados: segundo abordaje</i> .....	32
5.4. <i>Quita y tasa de riesgo: una comparación</i> .....	32
6. Conclusiones: el canje realizado y las perspectivas.....	34
Anexo – Detalle de los bonos entregados en los canjes de 2005 y 2010.....	38
Bibliografía.....	46

---

<sup>1</sup>Una versión preliminar de este trabajo fue discutida en un seminario interno del CESP; se recogieron allí observaciones de gran utilidad de las siguientes personas: Santiago Lebedinsky, Eduardo Melinsky, Sergio de Raco y Julio Ruiz. Valen las salvedades habituales.

## 1. Objetivo

Al igual que la mayor parte de los países latinoamericanos, la Argentina enfrentó durante los años 80 una situación crítica en su sector externo; este período quedó para los anales de la historia como la “década perdida”. A principios de la década siguiente, y en el contexto de profundas reformas económicas que se dirigieron principalmente al sector público, se produjo la reestructuración de la deuda externa, a través del denominado Plan Brady. Ello consistió esencialmente un canje de la deuda antigua por nuevos bonos, que implicaban un reescalonamiento de plazos y una quita parcial de lo adeudado, además de compromisos de reformas económicas; estos nuevos bonos contaron con garantía del Tesoro de los Estados Unidos.

Luego de esta operación, el endeudamiento público argentino retomó una senda ascendente, en el marco del Plan de Convertibilidad lanzado en el año 1991. Se fue generando así un cuadro de progresiva insolvencia, hasta arribar en 2001 a una situación de imposibilidad de renovar vencimientos, en el marco de muy elevadas tasas de interés para la deuda del país. Al final de ese año, el Gobierno Argentino, durante la efímera presidencia de Adolfo Rodríguez Saa y en el contexto de la más aguda crisis económica y política en la historia moderna del país, declaró la suspensión de pagos de la deuda externa pública del país. Se produjo así un *default*, el monto de capital impago ascendía entonces a alrededor de 88.000 millones de dólares, sumando el capital de títulos cuyo servicio no fue más atendido, y el endeudamiento con el denominado Club de París, integrado por gobiernos de algunos de los principales países desarrollados. En su momento, se trató del *default* de mayor monto en la historia económica reciente del mundo. Posteriormente las quiebras registradas en la banca de inversión estadounidense establecieron nuevas marcas<sup>2</sup>.

La suspensión de pagos se prolongó por casi cuatro años. En el año 2005, el Gobierno Argentino – presidido entonces por Néstor Kirchner – concretó una primera etapa de canje de la deuda que había sido declarada en *default* en el año 2001; en el año 2010 se reabrió la posibilidad de canje. Entre ambas etapas, algo más del 93% de la deuda fue reestructurada. Estas operaciones implicaron una quita nominal, la ampliación considerable de los plazos de pago y la introducción de un pago adicional en función del desempeño económico de la Argentina, medido por su Producto Interno Bruto. A partir de 2005, el gobierno cumplió puntualmente con los pagos previstos en los bonos canjeados. No se ha reabierto desde 2010 la oportunidad de canje para los tenedores que aún poseen los títulos de deuda en

---

<sup>2</sup> Según Noh (2012), la quiebra de Lehman Brothers de 2008 involucró un pasivo del orden de 300.000 millones de dólares.

*default* (los denominados *holdouts*), ni tampoco se ha renegociado la deuda con el Club de París.

El propósito central de este trabajo es analizar este canje, en términos principalmente de la quita realizada. Adicionalmente, se elaboran algunas consideraciones a futuro, en función del perfil esperable de servicios de la deuda.

Además del interés en sí de evaluar ex – post lo realizado en esta reestructuración, entendemos que este análisis podrá resultar de interés para la discusión del diferendo que mantiene el Gobierno Argentino con los *holdouts*. Como es sabido, se trata hoy día en parte de administradoras de fondos de inversión que no fueron inversores primarios, sino que adquirieron títulos a precio de *default*, y que ahora demandan el pago integral (en la jerga del sector, se suele denominar “fondos buitres”). Estas administradoras han protagonizado episodios resonantes en los últimos meses; en particular, han obtenido un fallo favorable por parte de la justicia estadounidense de primera instancia, y han logrado el embargo de una embarcación militar argentina (embargo que luego fue levantado por el Tribunal Internacional del Mar).

El trabajo se centrará en el tratamiento de la parte de la deuda pública externa que protagonizó el *default* y la posterior reestructuración, aunque las referencias al total de la deuda pública (interna y externa) serán inevitables. No se considerará como tópico central la deuda privada externa.

Se desarrolla en primer lugar un breve marco conceptual acerca de la cuestión del endeudamiento, desde la óptica de las finanzas, proponiendo algunos elementos metodológicos. Luego, se reseñan brevemente los ciclos de endeudamiento de la Argentina a partir de la Segunda Posguerra, con énfasis en lo ocurrido a partir de 1979. Se caracteriza la operación de canje realizada en 2005 y 2010, y se desarrolla seguidamente una evaluación de la quita que ella implicó. Por último, se presentan algunas conclusiones.

La temática de la deuda externa, por su importancia y prolongada presencia a lo largo de la historia argentina, conlleva una pluralidad de facetas y puntos de abordaje. Ello comprende la esfera política, los impactos económicos, aspectos culturales e incluso cuestiones de orden penal (por la evidencia de prácticas fraudulentas). Este trabajo tendrá una perspectiva restringida, centrándose básicamente en algunos aspectos económicos y financieros. Ello no significa que ignoremos la importancia de las otras dimensiones que hacen a la cuestión de la deuda externa<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Tratamientos más amplios pueden ser encontrados en Rapoport (2010) y Galasso (2008).

## 2. Marco conceptual

Desarrollamos en este apartado un breve marco referencial. El mismo brinda inicialmente algunas precisiones acerca de la definición de deuda pública externa. Luego se exponen algunos conceptos básicos extraídos de la teoría convencional de las finanzas, referidos a interés, riesgo y carteras de inversión. Finalmente, se presentan algunas consideraciones conceptuales y metodológicas que resultan de interés para el tema de este trabajo.

### *2.1. Deuda pública interna y externa: definición*

En principio, se denomina “deuda pública externa” al conjunto de pasivos que el Gobierno de un país mantiene con no residentes. La “deuda pública *interna*” será entonces la que corresponde a acreedores residentes en el país.

Esta definición hace hincapié en la naturaleza del agente deudor y en la residencia del acreedor. No hace referencia entonces a la moneda en la que dicha deuda es contraída; esta aclaración tiene importancia, por cuanto en algunas oportunidades se ha identificado a la deuda externa en base a la moneda en la que la misma se encuentra emitida. Esto es, se ha considerado como deuda “externa” a la deuda emitida en divisa (o en general, en moneda extranjera), con independencia de la residencia del acreedor.

No siempre es posible establecer con precisión cuál deuda es externa, por cuanto los títulos son habitualmente transados entre residentes y no residentes, en los mercados secundarios<sup>4</sup>.

Como hemos indicado, este trabajo hará referencia únicamente a la porción de la deuda para la que se produjo la suspensión de pagos y posterior reestructuración, más allá de su carácter de deuda interna o externa. Se trata de una deuda inicialmente emitida para ser tomada por no residentes, pero donde los residentes tienen hoy día una participación relevante.

---

<sup>4</sup> De hecho, este tipo de transacciones es utilizado para la fuga de divisas al exterior, cuando existen restricciones cambiarias.

## *2.2. Deuda pública en el marco de la teoría de las finanzas: interés y riesgo.*

En general, la deuda pública de mediano y largo plazo es contraída mediante la emisión de títulos (bonos), con un dado valor nominal, y determinadas condiciones en cuanto a su reembolso. La colocación en el mercado (local o externo) dará lugar a una cotización inicial determinada, que será el monto que se abonará por cada título en esa oportunidad. Esto significa que el monto efectivamente logrado podrá ser mayor o menor que el valor nominal (colocación sobre o bajo la par). Dado que esta circunstancia no cambia el cronograma de reembolsos, la efectiva tasa de interés del título solo se determinará al momento de la colocación. Si ella es bajo la par, la tasa de interés será mayor que la indicada en el título, y viceversa. Como es obvio, esta particularidad no es exclusiva de los bonos de deuda pública<sup>5</sup>.

La convencional teoría de las finanzas<sup>6</sup> indica que la tasa de interés que efectivamente se establece en el mercado para cada título de deuda se integra por la suma de dos componentes: la preferencia temporal y el nivel de riesgo. Esto es, la tasa de interés paga el diferimiento que implica la cesión del recurso en términos de usos alternativos que éste podría tener, y también compensa al prestamista por el riesgo que asume. Este riesgo se refiere tanto a la fluctuación del valor del título en el mercado como al cumplimiento de los servicios por parte del emisor.

Las fuentes de riesgo que se asocian a los bonos de deuda pública son las siguientes<sup>7</sup>: posibilidad de insolvencia del Estado; volatilidad de la tasa de interés de mercado y por ende de la cotización del bono; volatilidad del tipo de cambio (en caso de que el bono esté denominado en moneda extranjera); riesgo de rescate anticipado al valor nominal remanente (cláusula habitualmente incluida en las condiciones de emisión del bono); y riesgo de liquidez, resultante de la frecuencia con la que el bono es transado en el mercado<sup>8</sup>.

El riesgo asociado a un bono de deuda pública es denominado también “riesgo soberano”. Habitualmente, se considera que los títulos de deuda pública son una forma de colocación relativamente segura, por cuanto los Estados tienen “espalda”

---

<sup>5</sup> Los títulos de deuda emitidos por el sector privado siguen una lógica semejante. En cuanto al endeudamiento público, éste puede también ser tomado bajo la forma de préstamos del sector bancario. Un caso relevante además son las operaciones que el Gobierno realiza con agencias bilaterales o multilaterales (Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional, etc.). En este caso, como es lógico, no existe mecanismo equivalente de colocación de deuda, puesto que tales agencias no operan a través de los mercados financieros privados, sino a la manera de bancos.

<sup>6</sup> Véase por ejemplo Crundwell (2008, cap. 11).

<sup>7</sup> Tomado de De la Fuente (2009, pág. 234-5).

<sup>8</sup> El riesgo de liquidez existe en la medida en que un título tenga un mercado “pequeño”, en el sentido de que existen relativamente pocos interesados en adquirirlo. Esto implica la posibilidad de que la venta se realice a un valor menor al que se espera, en un determinado momento.

financiera suficiente para hacerles frente, al disponer de capacidad tributaria, esto es, de extracción de recursos de la economía sin contrapartida. Asimismo, un *default* o reestructuración forzosa conlleva profundos impactos económicos adversos que los Estados desean evitar. De allí que se suele considerar que el rendimiento de los bonos constituye una suerte de piso, siendo que el de títulos privados del país es siempre superior, en función del riesgo adicional que estos comportan.

A nivel internacional, se considera que los bonos de deuda pública emitidos por los Estados de países con alto nivel de desarrollo representan un riesgo virtualmente nulo de insolvencia (en especial, los de plazos más cortos). En consecuencia, la tasa de interés refleja exclusivamente el costo de diferimiento, siendo despreciable entonces el riesgo soberano.

Dado que los países periféricos – entre ellos, la Argentina – no integran este grupo, la tasa de interés de los bonos de la deuda pública incorpora un riesgo propio del deudor estatal. En este caso, el riesgo soberano no es nulo. Esto da lugar a la noción de “riesgo-país”, entendido como el premio por riesgo que pagan los títulos, por encima de colocaciones internacionales de riesgo soberano nulo<sup>9</sup>. La tasa de interés que abonan los gobiernos de países periféricos también constituye así el piso del costo de endeudamiento para el sector privado del país.

Los inversores en mercados financieros encuentran así un menú de opciones, que comprende bonos de la deuda pública sin riesgo, bonos de la deuda pública con riesgo y títulos de deuda del sector privado. A medida que el riesgo percibido se incrementa (y sin entrar ahora en consideraciones acerca de cómo se construye esta percepción), crecerá el premio que se pagará a los inversores para la compra del papel; esto es, la tasa de interés será mayor.

La tendencia de los inversores a reducir el riesgo de sus carteras los lleva por otro lado a diversificar sus colocaciones; esto se refleja en la tenencia de grandes variedades de bonos (además eventualmente de acciones y otros títulos). La construcción de cada cartera dependerá de la preferencia del inversor con relación al riesgo a asumir (o a su “apetito por el riesgo”, una locución de uso corriente). Inversores “agresivos” tendrán preferencias por posiciones de alto riesgo y alta rentabilidad, mientras que los inversores “conservadores” tenderán a posiciones de menor riesgo y rentabilidad.

La teoría convencional de las finanzas asume que los mercados financieros son eficientes, en cuanto el comportamiento observado refleja una valuación racionalmente fundamentada de los títulos. Ello requiere que los inversores cuenten

---

<sup>9</sup>El cálculo de este indicador es realizado en forma continua por la banca JP Morgan, siendo su nombre Emerging Markets Bonds Index (EMBI). Este premio se mide en centésimas de puntos porcentuales de tasa de interés (por ejemplo, un diferencial de 2 puntos porcentuales en la tasa de interés por riesgo país se expresa como 200 puntos).

con toda la información necesaria<sup>10</sup>, y que por lo tanto solo funden sus decisiones en función de su actitud hacia el riesgo. Esta teoría requiere además dos hipótesis centrales: todos los inversores tienen iguales expectativas, y todos ellos pueden acceder a financiamiento a una misma tasa de interés<sup>11</sup>.

En un plano más práctico, notemos que la noción de conocimiento completo se ve particularmente exigida al introducir la diversificación, toda vez que ésta última implica tener conocimiento suficiente de *todas* las alternativas de inversión. Esta hipótesis es entonces particularmente irrealista<sup>12</sup>.

A este respecto, interesa destacar el papel de las agencias calificadoras de riesgo. La función de las mismas es brindar una calificación acerca de cada título de deuda, construida partir de un conjunto de indicadores de solvencia, liquidez, etc.; ellas brindan así información a la que cada gestor de cartera individual no podría acceder a igual costo. Esto da cierto respaldo a la hipótesis de homogeneidad de expectativas de los inversores, puesto que ellos en principio actúan sobre la base de la calificación de las agencias. Esto no significa, desde ya, que sus calificaciones resulten a la postre acertadas.

Notemos por último que la hipótesis de igual conocimiento por parte de todos los inversores implica que ellos decidirán sin tener en cuenta la decisión de los demás; esto es, supone ausencia de comportamientos imitativos, anticipatorios, de manada, etc. Esto, como es sabido, se contradice fuertemente con la realidad de los mercados financieros, donde los comportamientos tienen muy alta inter-relación<sup>13</sup>.

### 2.3. *Algunas consideraciones de orden conceptual y metodológico*

De la breve reseña realizada, pueden extraerse algunos conceptos que resultan pertinentes, a los fines del presente trabajo.

En primer lugar, señalemos *un doble papel que juega la tasa de interés*, que hace que resulte un precio muy particular, dentro del conjunto de precios de la economía. Una tasa de interés alta refleja una percepción de riesgo por parte del prestamista, a la vez que pone en evidencia que el prestatario atraviesa una situación de baja solvencia, lo que precisamente explica que involucre riesgo. En consecuencia, una

---

<sup>10</sup> Tal información es básicamente la media esperada del valor de cada título y su variabilidad.

<sup>11</sup> Sharpe (1964, pág. 425), citado por Keen (2011, pág. 285). Debe señalarse que Sharpe reconoce que se trata de hipótesis irrealistas; ellas son adoptadas por su simplicidad, y apoyándose en el aserto de Milton Friedman en el sentido de que la validez de una teoría debe controlarse por sus conclusiones, y no por sus supuestos.

<sup>12</sup> No es éste el lugar para desarrollar una crítica comprensiva al abordaje convencional de las finanzas. Se remite al respecto a Keen (op. cit., cap. 11).

<sup>13</sup> Una referencia obligada aquí es el célebre capítulo 12 de la Teoría General de J.M. Keynes (1936). Ver en Hill y Myatt (2010, cap. 2 – addendum) una detallada crítica a la Teoría de los Mercados Eficientes.



tasa de interés elevada contiene necesariamente una expectativa de no pago de las obligaciones. De allí que – más que con cualquier otro precio – el prestatario se encuentra interesado en lograr una tasa de interés tan baja como sea posible. Ello refleja no solo la mera conveniencia de reducir costo de financiamiento: también genera una señal de solvencia.

Pero por otro lado, *un financiamiento a costo elevado es el camino para que la expectativa de no pago se convierta en realidad*. En el caso de prestatarios privados, este camino, si no hay otros aditamentos, desemboca previsiblemente en la quiebra o en la reestructuración. El refinanciamiento a tasas elevadas no tiene otra racionalidad entonces que la de abultar el pasivo a ser ejecutado en esa oportunidad. En consecuencia, *el prestamista puede anticipar que no todo el pasivo será honrado, sino que habrá alguna quita*.

En el caso de que el prestatario sea un Estado, la posibilidad de quiebra no existe. Pero si el Estado ha recibido efectivamente financiamiento a una tasa que refleja expectativa de default, *la eventual quita de deuda es un procedimiento perfectamente atendible*, más allá de que se trate de un deudor soberano.

En otros términos: *no cabe esperar un reintegro completo de una deuda tomada a tasas de interés que incorporan la expectativa de insolvencia, sólo porque el deudor es un Estado*. De no ser así, tendríamos la llave para un negocio sin parangón: prestar a tasas que presuponen insolvencia, y luego recuperar los créditos plenamente, porque los Estados necesariamente honran sus compromisos.

La noción de que una quita en el caso de un *default* soberano es inevitable es sostenida, entre otros, por Michael Mussa, ex – funcionario del Fondo Monetario Internacional. Al tratar el caso de la cesación de pagos de la Argentina, ha sostenido lo siguiente:

“Los acreedores extranjeros privados y otros tenedores privados de títulos de crédito argentinos deberán reconocer que para la solución final de sus problemas tendrán que aceptar compartir en alguna medida las enormes pérdidas que viene sufriendo al economía argentina en la crisis actual. Los inversores extranjeros privados en la Argentina aceptaron riesgos al realizar sus inversiones, y, generalmente, se les prometió tasa de retorno que reflejaban esos riesgos. *Como ocurre con todos los inversores que toman riesgos, sea donde fuere, cuando las cosas salen particularmente mal, éstos (incluyendo los tenedores de bonos y otros garantizados por obligaciones contractuales) asumen sus pérdidas*” (Mussa, 2002, pág. 107, subrayado nuestro). Y más adelante: “De no haber – al menos ocasionalmente – casos como el de la Argentina, los inversores privados podrían concluir que

virtualmente no hay riesgos al invertir en bonos soberanos de los países emergentes” (id., pág. 125).

Frente a una situación de *default* de la deuda pública, *situación a la que contribuyó la elevación de las tasas de interés por mayor riesgo*, la quita de la deuda es a la vez inevitable y justificada.

El monto de tal quita no es definible de antemano, y será el resultado de una negociación (más allá de lo que se disponga en el plano legal), instancia en la cual una diversidad de argumentos y elementos de presión entran en juego. Entre ellos, la efectiva capacidad de pago del Gobierno, algo que por cierto no es susceptible de ser determinado en forma unívoca.

En este contexto, puede aportarse un argumento razonable para dimensionar la quita. El mismo consiste en estimar *cuál sería el valor actualizado de la deuda en caso de haberse cobrado el interés correspondiente a deudores soberanos libres de riesgo*. La diferencia entre ambos montos será la quita; ella permitirá, nótese bien, que los inversores logren un retorno de su inversión correspondiente a una colocación libre de riesgo. Este valor de quita podría constituir una suerte de piso, en la medida en que no significa un perjuicio destacable para los inversores (suponiendo desde ya que éstos no se hayan desprendido de los títulos, o no los hayan adquirido con posterioridad).

A fin de ilustrar el argumento, adoptamos un caso simplificado. Sea un Estado que en el período  $t-1$  asume una deuda por valor de  $X$ , mediante un bono cuyo capital e interés vencen en el período  $t$ . Las condiciones de colocación hacen que la tasa de interés efectiva sea  $i$ . El monto del servicio de deuda  $S$  en el período  $t$  será entonces:

$$S_t = X.(1+i)$$

La tasa de interés  $i$  se compone, como se vio, de dos partes. Por un lado, una tasa intertemporal pura (libre de riesgo) que denominamos  $d$ , y una prima de riesgo, que denominamos  $r$ . Será entonces

$$i = d+r$$

Ahora bien, supongamos que el Estado entra en cesación de pagos en el período  $t$ , y plantea una renegociación. Si se aplica el argumento indicado para establecer una quita  $Q$ , ella será calculada de la forma siguiente:

$$Q = X.r$$

En consecuencia, el monto del servicio de la deuda con quita ( $S'_t$ ) será

$$S'_t = X.(1+i) - X.r$$

Éste es un argumento posible para dimensionar la quita; pero no es por nada el único. Una postura más extrema, por ejemplo, sería el no pago de la totalidad de lo adeudado, precisamente con el argumento de que se trata de deuda tomada en condiciones de riesgo. La postura que en definitiva prevalezca responderá a las posturas de los negociadores, a la efectiva capacidad de pago del Estado y a las condiciones de negociación, incluyendo en ellas las posibles acciones a futuro que produzca cada alternativa posible, como respuesta.

### **3. Los ciclos del endeudamiento de la Argentina contemporánea.**

#### *3.1. Reseña*

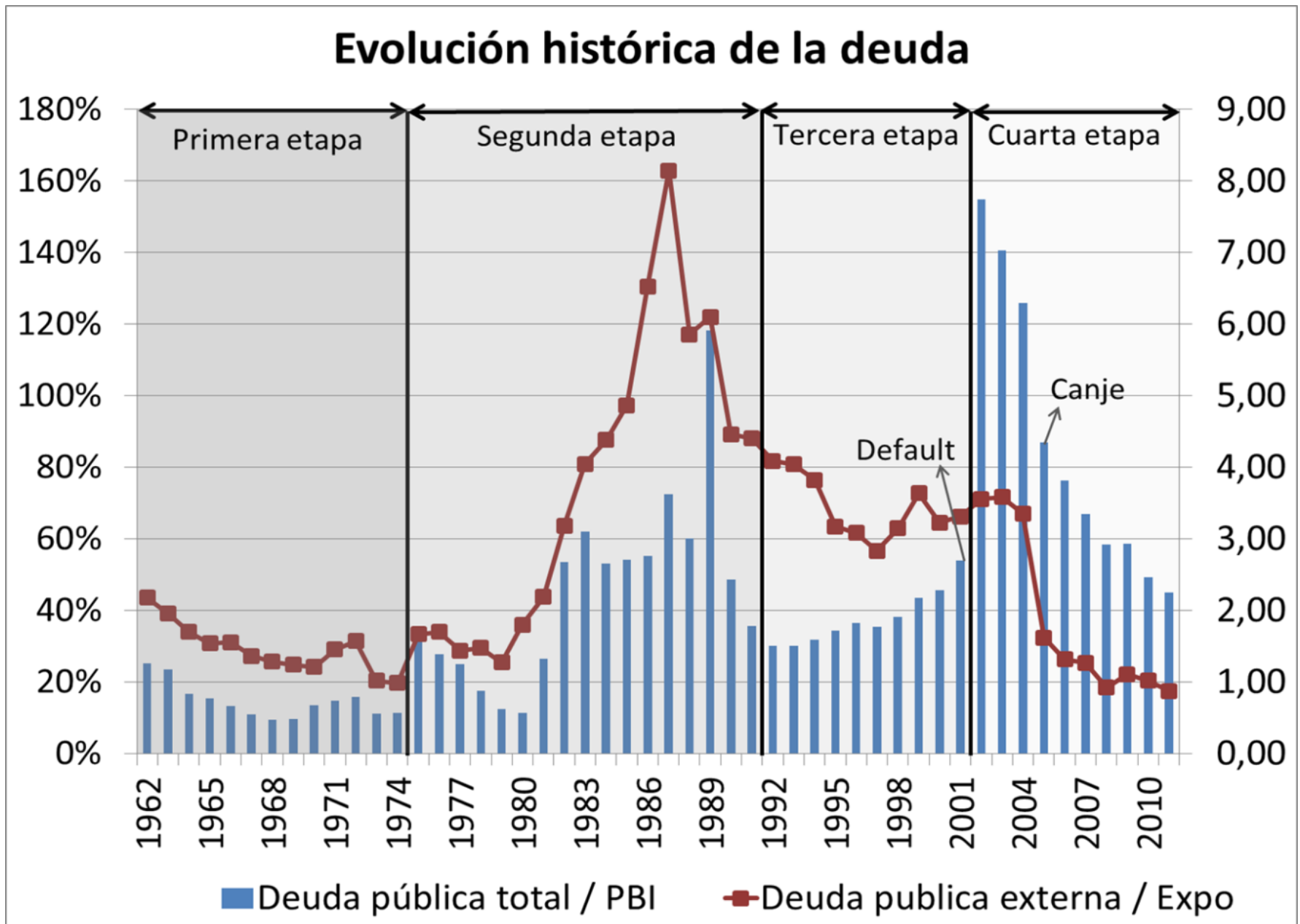
La Argentina tiene una larga historia de endeudamiento externo, cuyo comienzo suele cifrarse en el empréstito que la Banca Baring otorgó al gobierno de la Provincia de Buenos Aires en 1824. De allí en más, el país vivió sucesivos episodios de endeudamiento, no carentes de rupturas. Una suerte de primera etapa de la historia de la deuda pública argentina puede considerarse concluida al final de la Segunda Guerra Mundial, cuando el gobierno del Presidente Perón, iniciado en 1946, procede al rescate de la totalidad de la deuda externa, al amparo de las particulares condiciones económicas y financieras de la posguerra. El gobierno de Perón adopta una postura aislacionista frente a los mercados financieros internacionales, lo que queda patentizado por el no ingreso al Fondo Monetario Internacional y al Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, organismos paradigmáticos del nuevo orden financiero internacional instaurado a partir de los acuerdos de Bretton Woods.

La caída de Perón en 1955 comporta un giro (algo que ya se perfilaba en los últimos años del gobierno peronista<sup>14</sup>), que se profundiza, dentro de marcados vaivenes, en los 20 años siguientes. Además de ingresar a los organismos mencionados, la Argentina adopta una política aperturista hacia el capital extranjero, iniciándose así un primer ciclo de avance del endeudamiento externo de la Argentina contemporánea. Detallamos en el cuadro siguiente algunos guarismos relevantes acerca de la evolución de la deuda externa, a partir de 1962.

---

<sup>14</sup> Así lo indican el dictado de la Ley 14.222 que regula las inversiones extranjeras, la toma de un crédito del Eximbank y el fallido contrato con la Standard Oil de California, para la explotación de petróleo en la actual Provincia de Santa Cruz.

Gráfico 1



## Cuadro 1

### Evolución de la deuda externa argentina – 1962-2011

	Monto de deuda pública externa (miles de dólares)	Deuda pública externa/PIB	Deuda pública externa/Exportaciones	Deuda pública externa/ingresos fiscales corrientes
1962	2.649.300	17,9%	217,9%	119,3%
1963	2.671.600	17,3%	195,6%	116,0%
1964	2.398.000	12,5%	170,0%	86,9%
1965	2.292.100	13,0%	154,0%	88,0%
1966	2.476.200	11,4%	155,4%	70,8%
1967	1.999.000	9,9%	136,5%	52,6%
1968	1.754.400	7,5%	128,3%	40,5%
1969	1.996.300	7,5%	123,8%	41,5%
1970	2.143.400	7,6%	120,9%	41,3%
1971	2.526.800	9,8%	145,2%	60,4%
1972	3.045.900	12,5%	156,9%	92,4%
1973	3.316.400	7,8%	101,5%	55,5%
1974	3.878.500	9,1%	98,7%	58,6%
1975	4.941.000	19,9%	166,8%	165,8%
1976	6.647.500	17,7%	169,7%	124,5%
1977	8.126.700	13,3%	143,8%	71,6%
1978	9.452.800	11,8%	147,7%	57,4%
1979	9.960.300	7,7%	127,5%	38,3%
1980	14.459.000	7,6%	180,3%	35,1%
1981	20.024.000	17,8%	219,0%	91,6%
1982	24.280.000	42,4%	318,5%	264,1%
1983	31.709.000	47,9%	404,7%	316,5%
1984	35.527.000	46,4%	438,2%	290,8%
1985	40.868.000	59,5%	486,7%	275,7%
1986	44.726.000	52,3%	652,7%	249,3%
1987	51.793.000	67,6%	814,4%	353,0%
1988	53.468.000	57,6%	585,4%	352,7%
1989	58.397.000	107,2%	610,0%	598,8%
1990	55.125.000	44,7%	446,2%	259,7%
1991	52.739.000	31,4%	440,3%	160,5%
1992	50.678.000	24,1%	408,7%	109,9%
1993	53.620.000	22,7%	404,1%	94,2%
1994	61.267.500	23,8%	382,4%	99,7%
1995	67.191.500	26,0%	317,5%	115,8%
1996	74.113.000	27,2%	308,3%	125,5%
1997	74.912.000	25,5%	283,4%	113,0%
1998	83.111.000	27,8%	314,4%	121,4%

	<b>Monto de deuda pública externa (miles de dólares)</b>	<b>Deuda pública externa/PIB</b>	<b>Deuda pública externa/Exportaciones</b>	<b>Deuda pública externa/ingresos fiscales corrientes</b>
1999	84.750.246	29,9%	363,6%	127,2%
2000	84.936.076	29,9%	322,4%	121,4%
2001	87.907.000	32,9%	331,2%	141,3%
2002	91.246.925	92,4%	355,7%	392,3%
2003	105.894.796	83,2%	358,2%	313,9%
2004	115.883.622	76,3%	335,4%	268,2%
2005	65.404.884	35,9%	161,9%	125,3%
2006	61.110.392	28,7%	131,3%	96,8%
2007	70.813.624	27,2%	126,5%	84,4%
2008	64.452.237	19,7%	92,0%	58,9%
2009	61.803.000	20,1%	111,0%	57,1%
2010	69.489.000	18,8%	101,9%	66,3%
2011	73.208.000	16,4%	87,2%	56,0%

Fuente: elaboración propia en base a Ferreres (2004) e INDEC.

El final de esta primera etapa puede cifrarse en la década de 1970, y puede ser caracterizada como de crecimiento del endeudamiento, a partir de un piso muy reducido. De acuerdo a Rapoport (2010, págs. 247 y 285), la deuda externa pública y privada per cápita pasó de 57 dólares a 320 de 1955 a 1975. Este crecimiento es considerable, alcanzando una tasa anual de 9% anual, cuando la inflación de Estados Unidos en el período fue del orden de 4%<sup>15</sup>. Sin embargo, el compromiso que implicó este monto de deuda con relación a las exportaciones se mantuvo en valores moderados; en promedio, el monto de deuda representó 1,5 años de exportaciones, con una tendencia de largo plazo relativamente decreciente, como puede verse en el cuadro mencionado. Igualmente, el nivel de impacto sobre los ingresos fiscales era relativamente moderado. Una parte importante del endeudamiento se encontraba pactada con organismos multilaterales de crédito. No se trataba en rigor de un condicionante estructural; su peso mayor residía en lo referido a las condicionalidades de los organismos multilaterales de crédito, algo que operaba principalmente en los episodios vinculados a las crisis coyunturales del sector externo.

A partir del año 1974, se produce un brusco cambio en el sistema financiero internacional. Se produce un incremento inusitado de liquidez, producto del reciclaje de los petrodólares tras el shock petrolero de 1973 y la recesión en los países desarrollados. Esto pone a disposición de los países periféricos una amplia masa de

<sup>15</sup> La tasa anual de crecimiento del deflactor del PIB en Estados Unidos fue de 4% entre 1960 y 1975 (según [www.databank.worlrdbank.org](http://www.databank.worlrdbank.org)).

capitales a tasas de interés muy reducidas (negativas en términos reales, a valor dólar). Así, la tasa de interés para prestatarios de primera línea estadounidense (*prime rate*) alcanza en promedio un valor de 8,2% entre 1974 y 1978<sup>16</sup>, frente a una tasa anual de inflación, medida por el deflactor del PIB, de 9,3% en el mismo período<sup>17</sup>. Como es sabido, éste es el punto de partida de un explosivo ciclo de endeudamiento en buena parte de los países periféricos, donde la influencia de los organismos multilaterales es exigua.

Esta segunda etapa del endeudamiento argentino muestra un vertiginoso crecimiento del pasivo externo, a partir de la escalada de la tasa de interés internacional desde 1979<sup>18</sup> y la caída de términos de intercambio<sup>19</sup>. A esto concurre el endeudamiento que propicia la gestión económica de José A. Martínez de Hoz, también desde 1979, en parte como soporte de una política de contención de la inflación mediante apertura externa y apreciación cambiaria<sup>20</sup>. A partir de 1982 se produce además la estatización de parte de la deuda privada, a través de un mecanismo de seguros de cambio, en un contexto de inflación elevada. Se produce así el tránsito por la “década perdida” de 1980, caracterizada por una doble restricción, fiscal y externa, producida por el accionar simultáneo de la disparada de la tasa de interés internacional y de la estatización de la deuda privada. Esta vez, el principal acreedor será la banca comercial estadounidense.

Es por entonces que la deuda externa se convierte en una suerte de protagonista central del desenvolvimiento económico del país; en promedio, entre 1980 y 1992, el monto adeudado representó alrededor de 4,6 años de exportaciones<sup>21</sup>. Asimismo, crece considerablemente su impacto sobre los recursos fiscales.

En 1992, tras intentos anteriores de reestructuración, se arriba a una renegociación de la deuda con la banca, con aval del Tesoro de Estados Unidos, en lo que dio en denominarse Plan Brady. Éste consiste básicamente en un canje por bonos que suponen una extensión de plazos y una moderada reducción del monto adeudado. El Plan Brady se entronca además con el compromiso de profundas reformas económicas; ellas contemplan, entre otros aspectos, la venta de empresas públicas a cambio del aporte de bonos de deuda, implicando así el rescate de parte de ésta. En función del propósito de controlar el proceso inflacionario<sup>22</sup>, se instaura un

---

<sup>16</sup> Según CEPAL (1986, pág. 397).

<sup>17</sup> Fuente: [www.databank.worldbank.org](http://www.databank.worldbank.org).

<sup>18</sup> La *prime rate* pasa de 9,24% en 1979 a 18,72% en 1981 (CEPAL, loc. cit.).

<sup>19</sup> Entre 1981 y 1984 los términos de intercambio caen alrededor de 15 puntos porcentuales (CEPAL, op. cit, pág. 242).

<sup>20</sup> La política económica de Martínez de Hoz ha sido profusamente analizada. Citamos aquí Rapoport (op. cit.), Basualdo (2010), Peralta Ramos (2007), Müller (2001;2012) y Schvarzer (1987).

<sup>21</sup> Fuente: Ferreres (2004)

<sup>22</sup> A partir de 1975 y hasta 1991, la economía argentina no muestra tasas de inflación inferiores al 100% anual, produciéndose además episodios de hiperinflación en 1989 y 1990.

régimen de caja de conversión, por lo que se limita la emisión de moneda local a la disponibilidad de reservas; esto motiva que los eventuales déficit fiscales deberán ser enjugados con endeudamiento.

Tanto por razones cambiarias como fiscales, este nuevo contexto propicia un tercer ciclo de endeudamiento. Por un lado, el tipo de cambio real que se logra una vez estabilizada la evolución de los precios, unido a la apertura comercial indiscriminada, hace que el sector externo incurra en déficits corrientes. Por otro lado, no se logra un equilibrio fiscal, una vez que se agota la fuente de recursos que significó la venta de empresas públicas; ello se debe en buena parte a la privatización del sistema previsional y al otorgamiento de exenciones de aportes previsionales por razones de competitividad. La regla de la Convertibilidad limita severamente las posibilidades de emisión con propósitos fiscales, por lo que no queda sino recurrir al endeudamiento. Por otro lado, el cumplimiento de la Argentina con el programa de reformas abre el acceso a los mercados<sup>23</sup>.

Es así como el pasivo externo público pasa de 50.700 millones de dólares en 1992 a 87.900 millones en 2001. La relación entre deuda y exportaciones sólo se reduce levemente, con relación al período anterior, situándose en un promedio de 3,4. Y esta vez, los acreedores de la deuda argentina no son ya bancos comerciales; se trata de una deuda titularizada, distribuida entre muy numerosos tenedores de tipología diversa (particulares, fondos, de inversión, etc.).

Ante la imposibilidad de atender a los servicios (pese a operaciones de canje), y frente al corte de nuevo financiamiento, a fines de 2001 se produce la declaración de cese de pagos de los servicios de la deuda con el sector privado y el Club de París (no así con los organismos multilaterales). El monto del *default* asciende a cerca de 88.000 millones de dólares, de los que 81.800 millones corresponden a títulos en manos del sector privado, y el resto a la deuda con el Club de París. Esto ocurre en el contexto de una profunda crisis económica, que da lugar a una recesión inédita (caída acumulada del PIB de 18% entre 1998 y 2002).

Se abre así una tercera etapa. Luego de dos años de suspensión de pagos, se concreta en 2005 un canje de títulos, que implica una quita de los montos adeudados y una extensión considerable de plazos de pago. Este canje es aceptado por el 76% del monto adeudado; la reapertura en 2010 de esta posibilidad permite arribar a un canje algo superior al 92%. La deuda con el Club de París permanece todavía impaga, sin renegociación.

---

<sup>23</sup> Cf. Mussa (2002): "En la comunidad financiera internacional, muchas de las políticas económicas de la Argentina fueron ampliamente aplaudidas y señaladas como un modelo que otros mercados emergentes debían imitar, aprobación internacional que fue magnificada por el presidente Menem en su triunfal discurso en el Encuentro Anual del FMI-Banco Mundial el 4 de octubre de 1998" (pág. 2)..



Estas operaciones permiten una reducción importante de los montos adeudados; en promedio, la deuda representa entre 2005 y 2011 1,16 veces las exportaciones anuales, mostrando asimismo este indicador una tendencia francamente decreciente (en 2011, la deuda pública equivale a menos de un año de exportaciones). Disminuye también el impacto sobre los ingresos fiscales. La contrapartida de esto es un compromiso de pagos que va más allá del año 2030, además de pagos adicionales no titularizados como deuda, según evolución del nivel de actividad.

El escenario de los últimos años muestra que la deuda externa deja de ser la pesada restricción que fuera desde mediados en 1970. Pero un análisis más integral requiere considerar la corriente de compromisos futuros que ella implica. De esta forma, se podrá tanto aquilatar el recorte realizado como evaluar la incidencia de tales compromisos, y los eventuales requerimientos de refinanciación.

### 3.2. 1979-2001: ¿uno o dos ciclos de endeudamiento?

En diversos análisis, se tiende a considerar que la explosión de endeudamiento que se produce a partir de 1979 constituye un único ciclo, que se extiende hasta la actualidad. Hemos preferido distinguir dos lapsos, en este período, por cuanto las circunstancias y determinantes del endeudamiento no coinciden.

Por lo pronto, un aspecto diferenciador es que el lapso que va de 1979 a 1992 muestra que el endeudamiento es un fenómeno generalizado en el mundo periférico; son relativamente pocos los países donde este fenómeno no ocurre. Este ciclo es cerrado por una reestructuración a escala internacional, de la mano del Plan Brady. El *default* argentino de 2001 es en cambio un fenómeno aislado, que no tiene réplicas en otros países (salvo el caso de Uruguay, que reestructura su deuda en 2002 sin declaración de cesación de pagos, en un episodio que no es más que un coletazo de la propia crisis argentina).

Asimismo, en 1992 se produce un claro quiebre, cuando se produce el canje de títulos en el marco del Plan Brady.

Pero hay además tres circunstancias específicas que permiten diferenciar ambos ciclos de endeudamiento, y que hacen en particular a la motivación y responsabilidad de los episodios críticos vinculados a la deuda.

La primera es que *una parte importante de la deuda pública que se reestructura en 1992 es deuda originariamente contraída por el sector privado*, y que es luego estatizada mediante un mecanismo de seguros de cambio (véase al respecto Basualdo, 2010, págs. 174 y ss). Si en 1981, el 44% de la deuda externa era

privada, este porcentaje se reduce a 8,5% cinco años después; en términos absolutos, la deuda privada se contrae en un 68%. Esta reducción es atribuible mayormente al traspaso de la obligación con el exterior al sector público.

## Cuadro 2 – Evolución de la deuda externa privada

Año	Deuda privada (mil. De d)	% sobre deuda externa total
1978	4.139	33,1%
1979	9.074	47,7%
1980	12.703	46,8%
1981	15.647	43,9%
1982	14.627	37,9%
1983	14.268	32,2%
1984	10.764	22,9%
1985	8.444	17,5%
1986	7.503	14,5%
1987	6.531	11,2%
1988	4.985	8,5%

Fuente: CEPAL (1986, pág. 379) y Galasso (2008, pág. 248)

Se ha señalado que se habrían producido en este contexto múltiples operaciones fraudulentas, entre otras mediante un mecanismo denominado de “autopréstamos”. Por este medio, dinero de residentes era enviado al exterior, y luego re-prestado a éstos; esto dio lugar a una deuda externa privada ficticia, que luego la aplicación de los seguros de cambio transfirió al Estado. De allí que se planteara en la década del '80 la distinción entre deuda “legítima” e “ilegítima”, apuntando a reconocer solamente la deuda considerada legítima; pero esto nunca pudo ser operacionalizado<sup>24</sup>.

El incremento de endeudamiento que se observa a partir de 1992 reconoce una génesis totalmente diferente. Se trata de deuda pública desde su origen, sin que haya razones que lleven a suponer mecanismos fraudulentos como los mencionados.

La segunda circunstancia diferenciadora reside en *la motivación del endeudamiento*. Como hemos mencionado, la razón básica de la crisis de la deuda de los países

<sup>24</sup> Véase al respecto Galasso (op. cit., cap. IX). El entonces presidente Raúl Alfonsín, que inicialmente había planteado la necesidad de distinguir entre deuda legítima e ilegítima, posteriormente desistió de esta opción, aduciendo que existían dificultades insalvables de procedimiento. De hecho, las limitaciones informativas en esa época eran muy grandes. Al momento de asumir el gobierno democrático en 1983, los registros contables del balance de pagos y de la deuda mostraban gruesas incongruencias; y no existían registros claros acerca del monto adeudado. Al respecto, compárense las variaciones de pasivos externos según balance de pagos entre 1976 y 1983 (CEPAL, 1986, págs. 371 y 379).

periféricos de la década de 1980 se encuentra en la explosión de tasas de interés, motivada por una política explícita del Gobierno de Estados Unidos de enjugar su déficit fiscal mediante endeudamiento; esto produjo una rápida y severa reducción en los niveles de liquidez del sistema financiero internacional, imperantes a partir del shock petrolero de 1973. La importancia de este tópico reside en que en definitiva la deuda externa respondió a un factor imprevisto, y esto puede razonablemente fundamentar una quita (aun cuando este argumento no fue explicitado en ocasión de la reestructuración de 1992). Este fenómeno no se observa en el endeudamiento posterior de la Argentina; éste no guarda relación alguna con la evolución de las tasas de interés. De hecho, ésta es una explicación de porqué este ciclo afectó solamente a nuestro país, y no a la generalidad de los países emergentes.

Un tercer factor diferenciador reside en *la naturaleza de los gobiernos que contraen la deuda*. Mientras que el endeudamiento iniciado en 1979 es asumido por un gobierno sin legitimidad democrática, esto no ocurre con el ciclo siguiente, protagonizado por un gobierno electo limpiamente en las urnas. No cabe aquí un argumento de quita como respuesta a haber otorgado préstamos a un gobierno no legítimo, algo que sí podría haberse aplicado en el anterior ciclo (pero nuevamente, éste no fue un argumento esgrimido en ocasión del canje de 1992).

#### **4. El canje de deuda de 2005-2010**

La operación de canje de los títulos de la deuda no servidos a partir de la declaración de 2001 consistió en el rescate de una gran cantidad de títulos y su sustitución por otros títulos, sobre los cuales el Gobierno Argentino asumió el compromiso de pago de los servicios correspondientes.

Se trató de una operación de canje voluntario, esto es, no fue realizada en forma compulsiva. Esto queda en evidencia por los niveles de aceptación, que no fueron totales. En 2005, aceptaron realizar el canje tenedores de títulos por el 76% del valor nominal de la deuda en *default*. La posibilidad de canje quedó luego cerrada hasta 2010, oportunidad en la cual se adicionó a lo anterior el rescate de bonos en *default* por un 16%.

En principio, se emitieron bonos denominados en pesos argentinos, en dólares estadounidenses, en euros y en yenes. El 37% del monto de deuda emitido lo fue en moneda local, con cláusula de indexación, a través del denominado Coeficiente de Estabilización de Referencia.

Se emitieron básicamente tres tipos de bonos, en las monedas mencionadas: bonos a la par, bonos cuasi par y bonos *discount*. Los primeros reconocen el valor nominal de los títulos en *default* entregados en canje. Los bonos cuasi par (emitidos

únicamente en moneda local) incorporan una quita nominal de 33%, mientras que los bonos *discount* comportan una quita de 66% sobre el valor nominal. Cada tipo de bono se caracteriza por un cierto cronograma de pagos de intereses y capital. Debe señalarse asimismo que en algunos casos las tasas de interés no son constantes sino crecientes, mientras que en otros se encuentra prevista la capitalización automática de intereses en los períodos iniciales.

Los servicios de los bonos se prolongan hasta los años 2033 a 2038, según el caso. Las amortizaciones de capital se producen hacia el final del plazo del bono, por lo que durante un período relativamente largo se devengan únicamente intereses.

Un aspecto singular del canje es la emisión de los denominados “cupones PBI” (o “unidades vinculadas al PBI). Éstos representan un compromiso de pago de un premio sobre cada tipo de bono, en función del crecimiento del Producto Bruto Interno del país. El pago se realiza en la medida en que se supera una meta de crecimiento preestablecida (que se encuentra en el orden del 3%), y supone la distribución de un monto equivalente al 5% de la diferencia entre crecimiento efectivo del PBI y el crecimiento proyectado. Cuando los pagos alcanzan una determinada meta (el 48% del valor de la quita nominal), dejan de realizarse.

En varios casos, los mismos bonos se emitieron bajo jurisdicción nacional o extranjera.

Por último, debe mencionarse la emisión de una serie especial, llamada Global 2017, que se aplicó únicamente al canje realizado en 2010, en concepto de los intereses acumulados desde el primer canje. Cabe destacar que el canje de 2010 no reconoció en cambio el pago anterior en concepto de Cupón PBI.

El cuadro en anexo detalla cada bono, indicando las condiciones de emisión.

En total, se rescataron bonos en suspensión de pagos por cerca de 75.300 millones de dólares. El monto nominal emitido en canje fue de 40.820 millones de dólares. Esto significa que, en relación al monto rescatado, la emisión de nueva deuda representa una quita en términos nominales de 46%.

El cuadro siguiente resume la composición de la deuda emitida en razón del canje, según tipo de bono.

### Cuadro 3 – Canje de 2005-2010: montos emitidos según tipo de bono

(valores en millones de dólares)

Tipo de bono	Colocación 2005 (millones USD)	Colocación 2010 (millones USD)	Total colocaciones	%
CUASIPAR AR\$	7.993	-	<b>7.993</b>	19,6%
DISCOUNT AR\$	5.367	-	<b>5.367</b>	13,1%
DISCOUNT EUR	2.746	2.577	<b>5.323</b>	13,0%
DISCOUNT JPY	53	30	<b>82</b>	0,2%
DISCOUNT USD	3.623	677	<b>4.301</b>	10,5%
GLOBAL 2017	N/A	966	<b>966</b>	2,4%
PAR AR\$	1.859	17	<b>1.875</b>	4,6%
PAR EUR	6.096	1.913	<b>8.009</b>	19,6%
PAR JPY	185	8	<b>193</b>	0,5%
PAR USD	6.559	150	<b>6.710</b>	16,4%
<b>TOTAL</b>	<b>34.482</b>	<b>6.338</b>	<b>40.820</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: elaboración propia, en base a información de la Secretaría de Finanzas

Como puede verse, la moneda de emisión de mayor importancia es el Peso Argentino, con el 37% del total. Los títulos en Euros se encuentran en segundo lugar, con 33%, seguidos por los emitidos en Dólares, con 29%. Esta preeminencia del Euro es atribuible al segundo canje, donde prevaleció decididamente esta moneda sobre el Dólar.

A esto deben agregarse las Unidades vinculadas al PBI, que no tienen propiamente un valor de emisión, al tratarse de un título que da lugar a un ingreso contingente.

Debe señalarse que fuera de las operaciones de canje mencionadas, hubo rescates de bonos emitidos como así también emisiones adicionales, no vinculadas al canje de la deuda (aprovechando sin duda que se trataba de bonos ya conocidos en el mercado financiero). Esto ocurrió con todos los bonos emitidos (excepto el bono Global 2017). En cuanto a las emisiones adicionales, es claro que ellas no interesan para este análisis. Los rescates plantean un problema de solución compleja, toda vez que no resulta posible identificar si ellos atañen efectivamente a los bonos emitidos por el canje.

## 5. La quita efectiva del canje 2005-2010

### 5.1. Abordaje conceptual

Como se indicó en el tercer capítulo de este trabajo, el ciclo que se inicia en 2005 muestra una sustancial caída de la deuda, en términos tanto absolutos como con relación a las solvencia tanto externa y como fiscal. Lo canjeado en ese año y luego en 2010 ha representado una quita nominal de 46% sobre el valor de los títulos rescatados, como ya se indicó.

Estas evidencias no son sin embargo suficientes como para aquilatar el efecto de las operaciones de canje, por cuanto no consideran la carga efectiva de servicios emergentes. Por ejemplo, una quita nominal elevada puede verse compensada con un compromiso de servicios muy oneroso, en términos de los intereses cobrados.

La valuación de la quita se realiza mediante dos abordajes diferentes.

El primero consiste en comparar el valor técnico de los bonos que entraron en *default* con el flujo futuro actualizado correspondiente a la totalidad de los bonos emitidos en canje.

El segundo abordaje también adopta el flujo futuro actualizado de los bonos emitidos en canje, pero los compara con el flujo futuro de pagos de los bonos en *default*. La actualización en todos los casos se hace mediante iguales tasas de descuento.

A continuación, se presenta cada ejercicio por separado.

#### 5.1.1. Primer abordaje propuesto: valor actual de bonos de canje frente a valor técnico de bonos en default

El cálculo de la quita efectiva en definitiva consiste en comparar el monto rescatado con el valor actual de los flujos futuros de los nuevos títulos emitidos. En términos formales, será (valores en dólares):

$$Q_1 = VT^{da} - \sum_{t=1}^T \frac{S_t^{dn}}{(1+d)^t}$$

donde

$Q_1$ : quita correspondiente al primer abordaje propuesto

$VT^{da}$ : valor técnico del total de los títulos canjeados<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> Este valor es el resultado de sumar el valor técnico de todos los títulos de la deuda antigua, convertidos a dólares a la tasa de cambio del canje. No se explicita este cálculo para simplificar la presentación.

$S_t^{da}$ : servicio de la deuda nueva para el período  $t$  ( $t=1, \dots, T$ )

$d$ : tasa de interés o descuento

El servicio de la deuda nueva resulta de la suma de los tres rubros siguientes (para cada período  $t$ ):

- Intereses devengados
- Amortización del capital
- Pago del Cupón PIB, si corresponde

El monto del servicio de un período  $t$  puede entonces expresarse de la forma siguiente:

$$S_t^{dn} = \sum_j [i_t^j \cdot B_t^j \cdot c_t \cdot tc_t + AB_t^j \cdot c_t \cdot tc_t + 0.05 \cdot (PBI^t - PBIproy^t) \cdot IPI_{1993}^t]$$

siendo

$j$ : subíndice que identifica cada tipo de bono

$i_t$ : tasa de interés del bono para el período  $t$ , según prospecto.

$B_t$ : valor técnico del bono al período  $t$

$C_t$ : corrección monetaria (sólo en caso de bonos expresados en moneda argentina)

$Tc_t$ : tipo de cambio para convertir el valor del servicio a dólares.

$AB_t^j$ : amortización del bono  $j$  en el período  $t$ , según prospecto.

$PBI_t$ : Producto Bruto Interno observado en el período  $t$ , a precios de 1993

$PBIproy_t$ : Producto Bruto Interno proyectado en el período  $t$ , a precios de 1993, según prospecto de las Unidades Vinculadas al PBI

$IPI_{1993}^t$ : variación del Índice de Precios Implícitos en el PBI desde 1993

El cálculo procede entonces de la siguiente manera:

1. Se obtienen los servicios de cada tipo de título, de acuerdo al prospecto.
2. Se aplica la corrección monetaria, en el caso de los bonos en moneda argentina.
3. Se calcula la remuneración de las unidades vinculadas al PBI, en función de la evolución real (o esperada, según corresponda) de esta variable y la evolución real (o esperada, según corresponda) del índice de precios implícitos.
4. Se convierten a una moneda única (dólar) los servicios así obtenidos, aplicando los tipos de cambio esperados.
5. Se actualiza el total de servicios mediante la tasa de descuento y se obtiene la suma actualizada.
6. Se compara esta suma con el monto correspondiente al valor técnico de los títulos rescatados en la operación de canje.

Nótese que es inevitable trabajar con el conjunto de la deuda, dado que no pueden asociarse partes de la deuda antigua con sendas partes de la deuda nueva; de hecho, el canje habilita a que cada inversor realice una combinación de diversos tipos de título. Esto significa que este cálculo no tiene sentido a nivel individual (salvo aquél inversor cuya cartera muestre proporciones de títulos, tanto antiguos como nuevos, iguales a las del conjunto de ambas deudas).

Cabe por último una observación. Este concepto de quita se ajusta más al que surge de un planteo legal, que compara el valor nominal corregido del título con el flujo futuro de ingresos que éste genera. Desde un punto de vista económico-financiero, *la inversión que efectivamente realiza el tomador de un bono depende de su valor de colocación*. Si éste fuera bajo la par, la inversión sería menor al valor nominal, y por ende el valor técnico estaría sobrevaluando los recursos efectivamente inmovilizados al momento del *default*; si en cambio el precio se encontrara sobre la par, estaríamos en la situación contraria. En consecuencia, este aspecto debería ser considerado, si se pretende alcanzar una valuación correcta de la quita desde la perspectiva económico-financiera.



5.1.2. Segundo abordaje propuesto: valor actual de bonos de canje frente a valor actual de bonos en default

El cálculo de la quita efectiva en definitiva consiste en comparar el valor actual de los flujos futuros correspondientes a los bonos en *default* con el valor actual de los flujos futuros de los nuevos títulos emitidos. En términos formales, será (valores en dólares):

$$Q_2 = \sum_{t=1}^T \frac{S_t^{dd}}{(1+d)^t} - \sum_{t=1}^T \frac{S_t^{dn}}{(1+d)^t}$$

donde

$Q_2$ : quita correspondiente al segundo abordaje propuesto

$VT^{da}$ : valor técnico del total de los títulos canjeados<sup>26</sup>

$S_t^{dd}$ : servicio de los títulos de la deuda en *default* para el período  $t$  ( $t=1, \dots, T$ )

$S_t^{da}$ : servicio de la deuda nueva para el período  $t$  ( $t=1, \dots, T$ )

$d$ : tasa de interés o descuento

El servicio de la deuda nueva se calcula de igual manera que la indicada en el primer abordaje.

El servicio de la deuda en *default* resulta de la suma de los dos rubros siguientes (para cada período  $t$ ):

- Intereses devengados
- Amortización del capital

El monto del servicio de deuda de un título en default para un período  $t$  puede entonces expresarse de la forma siguiente:

---

<sup>26</sup> Este valor es el resultado de sumar el valor técnico de todos los títulos de la deuda antigua, convertidos a dólares a la tasa de cambio del canje. No se explicita este cálculo para simplificar la presentación.

$$S_t^{dd} = \sum_j [i_t^j \cdot BD_t^j \cdot c_t \cdot tc_t + ABD_t^j \cdot c_t \cdot tc_t +]$$

siendo

$j$ : subíndice que identifica cada tipo de bono en *default*

$i_t$ : tasa de interés del bono en *default* para el período  $t$ , según prospecto.

$BD_t$ : valor técnico del bono en *default* al período  $t$

$C_t$ : corrección monetaria (sólo en caso de bonos expresados en moneda argentina)

$Tc_t$ : tipo de cambio para convertir el valor del servicio a dólares.

$ABD_t^j$ : amortización del bono en *default*  $j$  en el período  $t$ , según prospecto.

El cálculo procede entonces de la siguiente manera:

Se obtienen los servicios de cada tipo de título, de acuerdo al prospecto.

1. Se convierten a una moneda única (dólar) los servicios obtenidos, aplicando los tipos de cambio esperados.
2. Se actualiza el total de servicios mediante la tasa de descuento y se obtiene la suma actualizada.
3. Se compara esta suma con el monto correspondiente al valor actual de los flujos correspondientes a los bonos emitidos en canje.

También en este caso sólo puede operarse con el conjunto de la deuda, dado que no pueden asociarse partes de la deuda antigua con sendas partes de la deuda nueva

## 5.2. Implementación

Los servicios de la deuda contraída mediante los bonos entregados en canje pueden referirse a períodos pasados, si el análisis se realiza con posterioridad a la operación de canje, como así también a períodos futuros; salvo que nos situemos al final de la vida de los bonos, se requiere conocer entonces los servicios futuros de la deuda nueva contraída. Esto surgiría del prospecto de cada bono, si las condiciones de repago se encontraran definidas en formas completa.

Esto no es el caso del canje que estamos examinando, por las razones siguientes:

- a) La quita debe medirse en una única moneda, pero los bonos emitidos lo están en varias monedas, como hemos visto. Esto implica que debe realizarse un

ejercicio de anticipación con relación al tipo de cambio. Los bonos emitidos en moneda local, en nuestro caso, se encuentran además sujetos a una cláusula de corrección monetaria (a través del Coeficiente de Estabilización de Referencia - CER), elemento que debe adicionarse para el cálculo del servicio en moneda constante.

- b) Las unidades vinculadas al PIB son un pago contingente al desempeño económico general, medido en términos de la variación del Producto Interno Bruto. Claramente, esta variable no puede ser establecida con precisión contable; se requiere formular alguna hipótesis.

Será en consecuencia necesario elaborar pronósticos para las variables que inciden en el valor de los servicios futuros (desde Septiembre de 2012 en adelante).

Por otra parte, se plantea la necesidad de definir una tasa de descuento. Éste es un punto crucial del análisis, que demanda además una definición conceptual. En función de lo discutido en el apartado 2.3, entendemos que un criterio aplicable aquí es el de considerar una tasa libre de riesgo. Ello permitirá comparar la quita obtenida con la que surgiría de haberse aplicado una tasa libre de riesgo a la deuda antigua. Como veremos más adelante, se dispone de un cálculo realizado a 2004, que indica el valor de la quita que se obtendría bajo estas condiciones. Por otro lado, al adoptar una tasa de descuento de este monto, estamos incorporando una expectativa nula de *default*, un escenario diferente – esto es, una tasa mayor – obligaría a considerar esta posibilidad. Esto implicaría incorporar un valor de probabilidad inferior a 1 para los flujos futuros.

En definitiva, se requiere definir valores esperados para las variables siguientes:

- a) Tasas de cambio, incluyendo la corrección monetaria para la moneda argentina
- b) Crecimiento esperado del Producto Bruto Interno; esto incorpora una expectativa de evolución de precios implícitos, para el cálculo a valores corrientes de cada período.
- c) Tasa de descuento

En cuanto a los montos correspondientes a períodos pasados, hemos optado por un cálculo basado en el prospecto, por cuanto los montos efectivamente devengados incorporan los efectos de nuevas emisiones y recompras. Dado que el propósito del cálculo es obtener el monto de quita estrictamente atribuible al canje, preferimos la opción de este cálculo hipotético, antes que recurrir a los registros históricos. Este criterio se mantiene también en el caso de las Unidades Vinculadas al PBI; si bien ellas han sido emitidas solamente en oportunidad de los canjes, ha habido recompras de las mismas. Hemos optado aquí por suponer que el valor recibido por el tenedor es igual al valor actual de los beneficios futuros que ellos devengarán.

El segundo abordaje requiere por su parte determinar la marcha de los bonos defaulteados, a partir del año 2001. Se presentaron en este punto dificultades considerables, por la carencia de información suficiente (además de algunas aparentes contradicciones) acerca de los prospectos de los bonos que ingresaron al *default*. Se trata de una lista muy extensa de bonos (más de 250), con condiciones muy variadas de emisión. Sólo fue posible reconstruir con alguna seguridad la marcha de alrededor de 190 bonos, correspondientes a aproximadamente el 75% del valor residual total; los resultados obtenidos fueron extrapolados al total del universo de bonos. En consecuencia, los resultados alcanzados mediante el segundo abordaje deben ser tomados con cautela

Un conjunto de variables requieren pronósticos. A este propósito, se adoptan los criterios siguientes:

- a) Tipo de cambio: se asume que el tipo de cambio real observado en 2012 se mantiene a futuro. Esto vale también para la moneda argentina, lo que implica asumir que la variación del tipo de cambio será nula en términos reales, con relación al criterio de corrección monetaria. Las tasas de variación asumidas del tipo de cambio de AR\$ a Dólares y del índice de corrección monetaria en AR\$ serán de 18%.
- b) Crecimiento del PIB: se adopta una tasa única de crecimiento de 4% anual. La variación del Índice de Precios Implícitos será igual a la de la corrección monetaria (o sea, nula en términos reales), esto es, 18%.

En lo que atañe a la Tasa de descuento, se adoptan cuatro posibles tasas, a saber:

- i. LIBO<sup>27</sup> a 6 meses
- ii. LIBO a 12 meses
- iii. Rendimiento del Bono del Tesoro de Estados Unidos a 30 años.
- iv. Máximo rendimiento del Bono del Tesoro de Estados Unidos a 30 años observado en los últimos 20 años

Para las tasas LIBO, se adoptan los valores observados hasta Septiembre de 2012. Para la proyección de allí en más, y dado que se trata de valores anormalmente bajos, se opta por criterio prudencial por el promedio de los 20 años anteriores. Para el caso del rendimiento del Bono del Tesoro de Estados Unidos, también se adoptan los valores históricos hasta la fecha indicada. Dado que se trata de una tasa en esa fecha sustancialmente más alta que las LIBO (y al parecer más realista) se opta a por tasas que convergen en el año 2022 al promedio histórico del período 1992-2012; esto implica un crecimiento, con relación a las tasas observadas en 2012.

---

<sup>27</sup> LIBO: London Inter Bank Offered Rate. Se trata de una tasa de referencia muy utilizada, que se aplica a operaciones de préstamo entre bancos, en la plaza financiera de Londres.

El cuadro siguiente indica los valores adoptados para algunos años representativos, para cada una de las tasas indicadas:

**Cuadro 4 – Tasas futuras de descuento asumidas**

<b>Año</b>	<b>LIBO 6 meses</b>	<b>LIBO 12 meses</b>	<b>Bono del Tesoro EEUU</b>	<b>Máximo Bono del Tesoro EEUU</b>
2012	0.72%	1.04%	2.9%	5.5%
2015	2.3%	2.53%	3.6%	5.5%
2020	2.3%	2.53%	4.7%	5.5%
2025 - ss	2.3%	2.53%	5.2%	5.5%

### *5.3. Resultados alcanzados*

Los resultados obtenidos por este ejercicio dependerán crucialmente de las tasas de descuento adoptadas, dado que existe una sensible variabilidad entre ellas.

Presentamos por separado los resultados obtenidos por ambos abordajes.

#### *5.3.1. Resultados alcanzados: primer abordaje*

El cuadro siguiente indica el valor actualizado al año 2001 de los flujos futuros de los bonos canjeados, y los compara con el valor nominal de los títulos entregados en canje.

**Cuadro 5 – Valor actual de flujos de servicios de los títulos de la deuda, según tasa de descuento, y porcentaje de quita – Primer abordaje: comparación con valor técnico de títulos en *default***

*Valores en miles de Dólares*

<b>Valor técnico de títulos en <i>default</i></b>			
76.361.000			
<b>Monto actualizado de pagos y % de quita</b>			
<i>Tasa de descuento</i>			
<i>Libor 6 meses</i>	<i>Libor 12 meses</i>	<i>Bono del Tesoro EEUU 10-30 años</i>	<i>Máximo Bono del Tesoro EEUU 30 años</i>
<b>75.853.833</b>	<b>72.727.841</b>	<b>60.480.421</b>	<b>48.965.557</b>
<b>0,66%</b>	<b>4,76%</b>	<b>20,80%</b>	<b>35,88%</b>

Los valores efectivos de quita obtenidos oscilan entre casi 0% y 36%, dependiendo de cuál sea la tasa de descuento adoptada. Al respecto, consideramos más adecuada la adopción de tasas de interés de largo plazo, habida cuenta de la extensión de los plazos de los títulos emitidos (de 28 a 45 años).

En consecuencia, podemos descartar las dos tasas de descuento asociadas a la tasa LIBO. En tal caso, la quita se encontraría entre un 21% y 36%, con relación siempre al valor técnico de los títulos entregados en ambos canjes. No cabe una afirmación más precisa que ésta, habida cuenta de que se trata de un cálculo con fuerte carga hipotética; pero puede afirmarse con razonabilidad que la quita es inferior a lo que sugieren la mera comparación entre los valores nominales de los títulos intercambiados en el canje.

Cabe destacar la importancia que adquieren en este cálculo las Unidades Vinculadas al PBI. A tal efecto, presentamos en el cuadro siguiente los valores de quita que surgirían de no haberse incluido tales unidades. A título ilustrativo, incluimos las quitas resultantes para escenarios futuros de crecimiento del PBI diferentes al adoptado hasta aquí; el primero asume una tasa inferior al valor que gatilla los pagos del Cupón, lo que implica anular estos desembolsos desde 2013; el segundo asume en cambio una tasa de crecimiento de 5%. Adoptamos únicamente las tasas de descuento referidas a los Bonos del Tesoro de EEUU.

**Cuadro 6 – Porcentaje de quita bajo diferentes escenarios referidos a Unidades Vinculadas al PBI**

<b>Escenario</b>	<b>Bono del Tesoro EEUU 10-30 años</b>	<b>Máximo Bono del Tesoro EEUU 30 años</b>
<i>Base</i>	20,80%	35,88%
Exclusión de Unidades Vinculadas al PBI	43,83%	55,49%
Tasa de crecimiento futura: inferior a 3%	32,77%	45,51%
Tasa de crecimiento futura: 5%	20,73%	35,81%

Este cuadro nos permite constatar lo siguiente:

- Si el canje hubiera excluido las Unidades Vinculadas al PBI, la quita habría sido considerablemente mayor. De hecho, sería igual o superior – según la tasa de descuento utilizada – a la quita nominal. Lo mismo podría decirse en el escenario en que el crecimiento económico hubiera estado por debajo del nivel que dispara estos pagos (umbral en el orden de 3% anual).
- En caso de no generarse nuevos servicios por este concepto a partir de 2013 (tasa de crecimiento inferior al 3%), la quita se incrementa en alrededor de 10 puntos porcentuales.
- El efecto de una tasa de crecimiento más elevada es virtualmente nulo, en términos de quita. Este resultado es esperable, toda vez que el pago de servicios a las Unidades Vinculadas al PBI reconoce un techo, por lo que el impacto de una mayor tasa de crecimiento es el de acercar en el tiempo un monto total fijo; el único efecto que se produce es por la aplicación de un menor factor de descuento.

En conclusión, la inclusión de las Unidades Vinculadas al PBI se ha mostrado un elemento determinante en la valuación del canje. Debe notarse al respecto un efecto virtuoso, en el sentido de que se asocia al acreedor al desempeño económico del país.

Por último, cabría considerar, en función de lo ya indicado en el apartado metodológico, cuál ha sido el precio de colocación de los bonos, a fin de establecer una valuación de la quita desde un punto de vista económico-financiero. De acuerdo a Melinsky (2004, diapositiva 26), desde el año 1993 en adelante, en promedio las colocaciones fueron siempre por debajo de la par. No resulta posible aquí establecer con precisión el valor que resultaría de considerar esta circunstancia; pero parece correcto asumir que *la quita así medida será menor a la que se ha indicado en este apartado*. En otros términos, el valor de quita obtenido puede razonablemente considerarse, para cada tasa de interés, como de máxima.

### 5.3.2. Resultados alcanzados: segundo abordaje

Como se ha mencionado con anterioridad, el segundo abordaje propuesto ha sido implementado con importantes restricciones informativas. En consecuencia, los resultados alcanzados muestran una relativa fiabilidad.

El cuadro siguiente presenta los resultados obtenidos.

**Cuadro 7 – Valor actual de flujos de servicios de los títulos de la deuda, según tasa de descuento, y porcentaje de quita – Segundo abordaje: comparación con flujos futuros de bonos en *default***

		Tasa de descuento			
		Libor 6 meses	Libor 12 meses	Bono del Tesoro EEUU 10-30 años	Máximo Bono del Tesoro EEUU 30 años
Valor actual	Pagos de bonos entregados en canje	75.853.833	72.727.841	60.480.421	48.965.557
	Pagos de bonos en default	80.353.744	79.312.230	72.788.953	68.102.141
	% Quita	<b>5,60%</b>	<b>8,30%</b>	<b>16,91%</b>	<b>28,10%</b>

Los valores de quita son en este caso algo menores, pero se encuentran en un orden semejante, con relación al resultado obtenido por el primer abordaje. Se reitera la advertencia de que se trata de un cálculo con alguna precariedad, y que podría verse modificado en el futuro en caso de avanzarse hacia una mayor precisión. Entendemos sin embargo que el resultado obtenido marca una tendencia en cuanto al verdadero valor de la quita.

### 5.4. Quita y tasa de riesgo: una comparación

Tal como se indicó en el apartado metodológico, un posible fundamento para la quita de deuda en una situación de insolvencia se sitúa en las sobretasas de interés que abona el prestatario, con relación a lo que el sistema financiero cobra a deudores solventes.

Una postura extrema al respecto es que cualquier quita se encuentra justificada, toda vez que el acreedor era consciente del riesgo que corría al prestar; de allí las tasas elevadas, que en definitiva no son sino la antesala del *default* del deudor por



insolvencia. Se ha planteado sin embargo, como una suerte de opción intermedia, que una quita razonable podría ser equivalente al sobrecosto por interés, en concepto de riesgo. Bajo este escenario, el acreedor – suponiendo desde ya que no haya transferido los títulos de la deuda – recibirá a la postre una remuneración a su inversión equivalente a una colocación libre de riesgo.

En el año 2004. Melinsky (2004) realizó un análisis de este tipo, a solicitud del Plan Fénix, de la Facultad de Ciencias Económicas. Para un conjunto representativo de bonos en default, se reconstruyó la marcha de los servicios correspondientes, y se recalculó el monto adeudado bajo la hipótesis de que el endeudamiento se hubiera tomado a una tasa libre de riesgo (se adoptó al efecto la tasa LIBO a 6 meses); los excedentes de interés fueron imputados al pago de capital. La diferencia resultante en términos de capital adeudado puede entonces asumirse como un monto posible de quita.

A título ilustrativo, se consignan los valores medios de tasa de interés correspondientes a la tasa LIBO a 18 días y la tasa efectiva de colocación de deuda argentina, en el período 1993-2001:

- Tasa media LIBO – 180 días (1993-2001): 5,1%<sup>28</sup>
- Tasa de colocación de títulos de deuda argentina (1993-2001): 10,05%<sup>29</sup>

Esto significa que la deuda argentina pagó en media un premio de casi 5 puntos porcentuales, con relación a la tasa libre de riesgo.

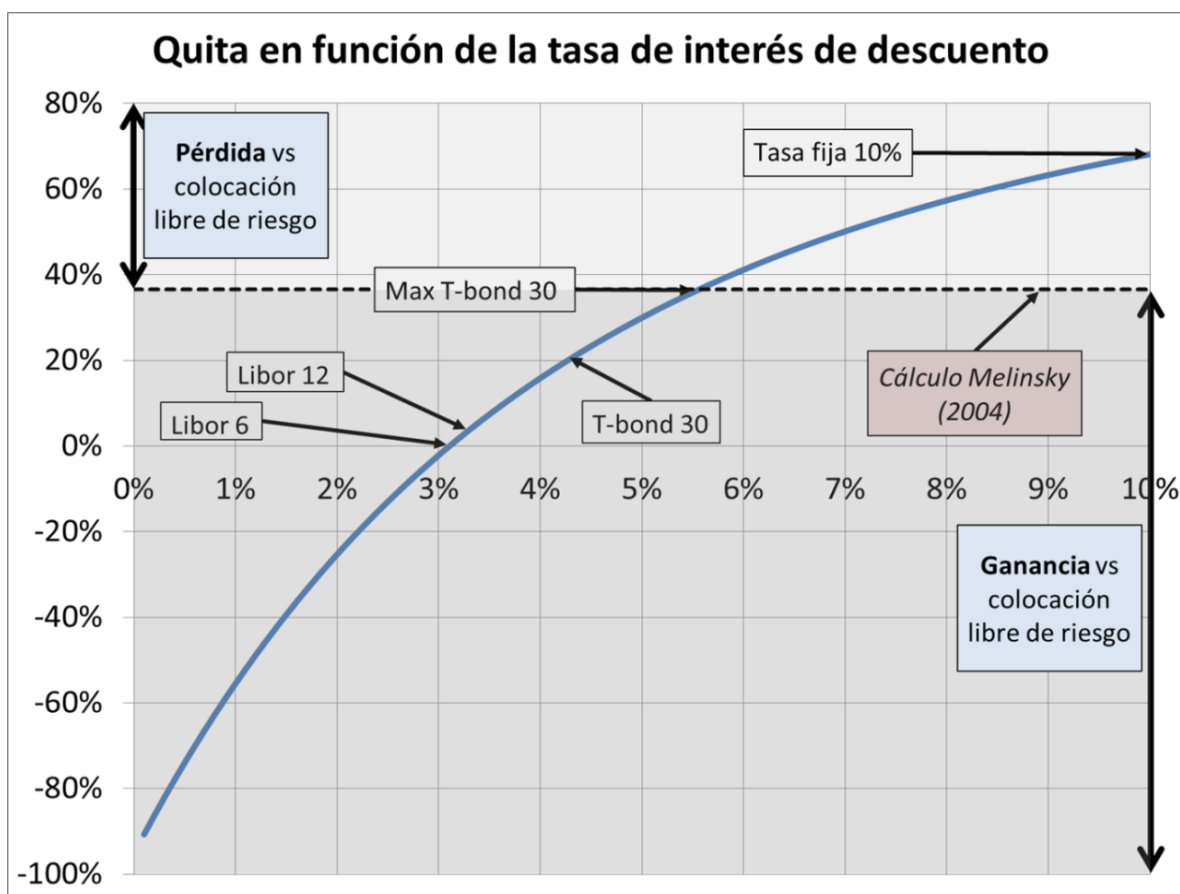
El resultado obtenido por el ejercicio de Melinsky fue un “exceso” de deuda equivalente al 36,56% de lo emitido. Este valor coincide con el correspondiente al escenario de mayor tasa de interés (máxima tasa de Bonos del Tesoro de EEUU); es además claramente superior a la quita calculada empleando la tasa del Bono del Tesoro de EEUU o las tasas LIBO, según hemos visto (ver gráfico 1).

---

<sup>28</sup> Fuente: Melinsky (2004)

<sup>29</sup> Fuente: Melinsky (2004)

**Gráfico 2**



Bajo esta óptica, entonces, puede afirmarse que – en los términos del cálculo realizado para este trabajo – *la quitas efectiva se encontrará seguramente por debajo de lo que respondería a un criterio basado en el cobro de tasas de interés con riesgo.*

## **6. Conclusiones: el canje realizado y las perspectivas.**

El análisis conducido en este trabajo permite concluir que la quitas obtenida mediante el canje de la deuda externa declarada en moratoria en 2001 ha sido moderada, y que se encuentra incluso por debajo de lo que habría correspondido de aplicarse el criterio de definir la quitas en función de la supresión del efecto de la sobretasa de interés por riesgo. Como hemos visto, la emisión de las Unidades Vinculadas al PBI tiene en este punto una importancia central; sin ellas, la quitas habría sido sustancialmente mayor. Concorre aquí claramente el buen desempeño económico que observó la Argentina en términos de crecimiento, desde 2003.

Como es lógico, esta conclusión vale para el agregado de los bonos, y no toma en

cuenta las eventuales compras y ventas que puede haber realizado algún inversor individual en el mercado secundario.

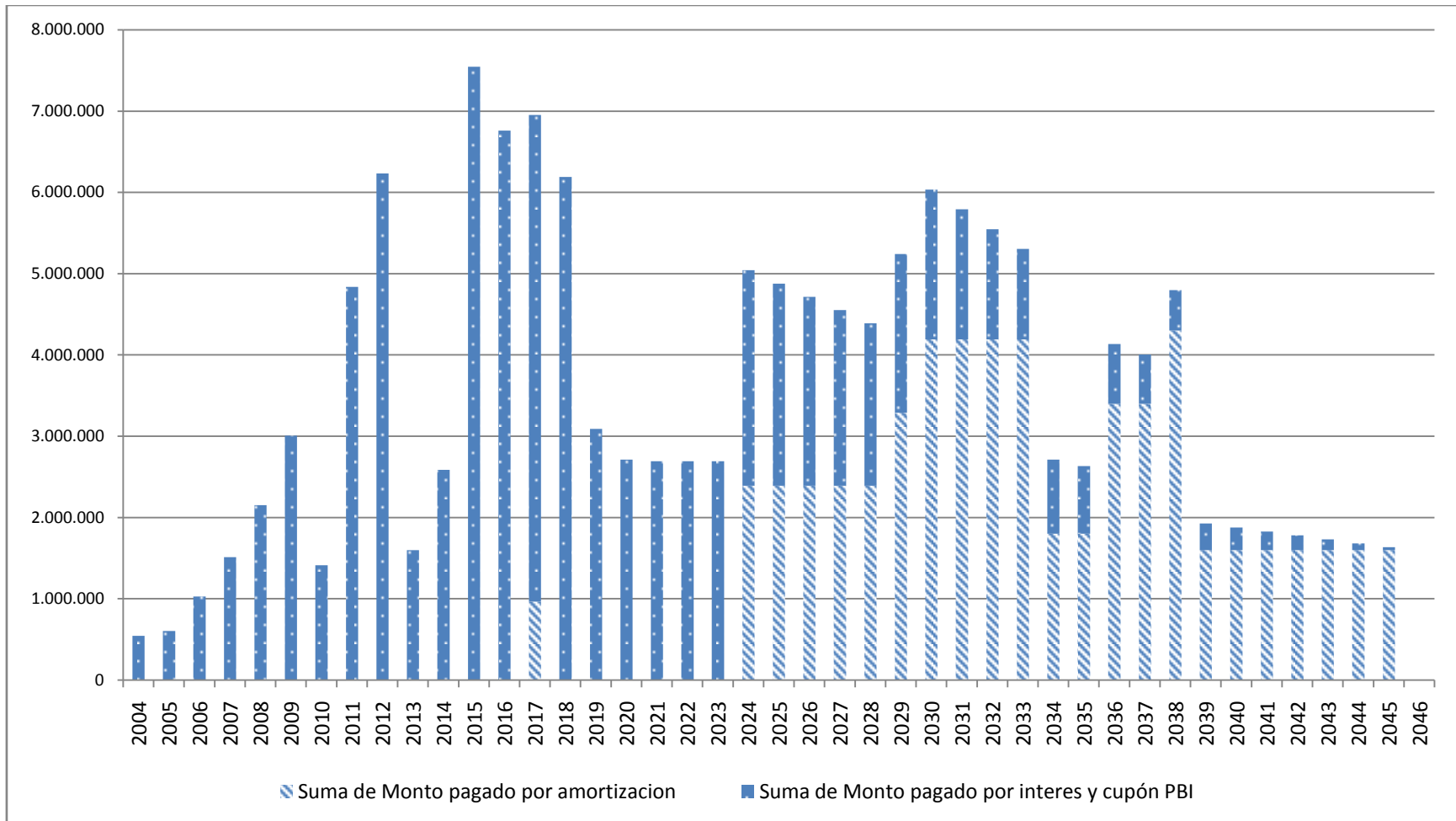
Cabe además señalar lo siguiente: la corrección monetaria realizada mediante el CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia) ha sido cuestionada desde diversos análisis, por basarse en un cálculo de inflación que subestima fuertemente la real variación de los precios, a partir de 2007. Éste es un factor de importancia, toda vez que el 37% del monto nominal de títulos emitidos en el canje se encuentra denominado en Pesos Argentinos. Un cómputo más elevado del CER habría representado entonces una quita menor aún<sup>30</sup>.

El canje ha permitido entonces en gran medida una considerable prórroga de plazos. Esto surge claramente de las condiciones que establecen los bonos: tasas de interés crecientes, postergación del pago del principal y capitalización automática de parte de los intereses. A efectos de visualizar este aspecto, se presenta en el gráfico a continuación el perfil de los pagos acumulados que surge de las condiciones originales de emisión en 2005 y 2010 (esto es, sin computar recompras y nuevas emisiones).

---

<sup>30</sup> Un cálculo que igualara hipotéticamente el CER a la evolución del Índice de Precios al Consumidor de 7 Provincias arroja que la quita se reduce 20 puntos porcentuales, para la tasa de descuento igual al retorno histórico y esperado del Bono del Tesoro de EEUU, empleando el primer abordaje.

**Gráfico 3 – Canjes de 2005 y 2010: Perfil de vencimientos (excluye recompras y colocaciones)**



Puede notarse una fuerte concentración de vencimientos entre 2015 y 2019, fruto de los pagos finales en concepto de Unidades Vinculadas al PBI. A partir de 2024, se acumulan nuevamente vencimientos importantes, pero esta vez por incidencia de las amortizaciones de los principales de los bonos. Quede en claro que este gráfico no representa la efectiva cadencia de vencimientos, por cuanto no computa recompras y nuevas colocaciones de bonos. Asimismo, no considera la totalidad de la deuda pública, como así tampoco qué parte de ella no está en manos de organismos del Estado.

No es propósito evaluar la calidad del canje diseñado en el año 2005; se trata de una negociación cuyos detalles no nos son conocidos, por lo que no podemos abrir juicio al respecto. Se puede afirmar sin embargo que la incorporación de las Unidades Vinculadas al PBI ha permitido “asociar” la suerte de los acreedores a la del país. Es posible que este elemento, dado que genera un posicionamiento de los acreedores no orientado al “estrangulamiento” del deudor, tenga algún peso en instancias de negociación. Este incentivo sin embargo concluye relativamente temprano, con relación a la marcha completa de los bonos emitidos en canje.

Por último, corresponde una mención acerca del desempeño de los títulos de la deuda argentina en los mercados secundarios; ello se encuentra fuertemente vinculado a las calificaciones que otorgan las agencias calificadoras.

La Argentina ha cumplido puntualmente con los pagos previstos. A la vez, ha rechazado ofertas de financiamiento fresco, por considerar que las tasas de interés asociadas a aquéllas resultan demasiado elevadas. Esta decisión es correcta, por cuanto reconocer tasas muy elevadas, como hemos mencionado anteriormente en este trabajo, comporta generar una señal de insolvencia, lo que por otra parte dista de ser el caso.

Sin embargo, la eventual acumulación de vencimientos que sugiere el perfil de pagos plantea la opción del refinanciamiento, en particular en oportunidad de los vencimientos de capital, que comenzarán a producirse en 2024. Si el crecimiento del país – y de su capacidad de pagos externos – permiten diluir el peso de tales vencimientos, la política de desendeudamiento será sostenible; claramente, la opción de tomar deuda de alto costo no es preferible. En el caso más sombrío de que el crecimiento fuera menor, y también lo fuera la solvencia externa y fiscal, se impondría una renovación de las colocaciones; pero ante la posibilidad de que ella implique muy elevadas tasas de interés, una reestructuración será nuevamente la opción preferible. De ser así, la cuestión de la deuda argentina volvería a estar en el tapete. La paradoja será que el alto costo que impone el sistema financiero internacional tendrá poca correlación con lo moderado de la quita de la deuda y el cumplimiento de sus servicios por parte de la Argentina.

### Anexo – Detalle de los bonos entregados en los canjes de 2005 y 2010.

Canje	Tipo de bono	Ley aplicable	Amortización	Pago de intereses	Tasa de interés	Vencimiento
2005	PAR USD (PARY) Bonos Internacionales de la República Argentina a la Par en Dólares Estadounidenses Step up 2038	N.York	20 cuotas iguales. Las primeras 19 pagaderas el 31-mar y 30-sep; última 31-dic-38. Primer pago: 30-sep-29	Semestral, pagaderos el 31-mar y 30-sep; último pago: 31-dic-38	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-mar-09 (exclusive) 1,33% (2) Del 31-mar-09 (inclusive) al 31-mar-19 (exclusive) 2,50% (3) Del 31-mar-19 (inclusive) al 31-mar-29 (exclusive) 3,75% (4) Del 31-mar-29 (inclusive) al 31-dic-38 (exclusive) 5,25%	31/12/2038
2005	PAR USD (PARA) Bonos de la República Argentina a la Par en Dólares Estadounidenses Step up 2038	Argentina	20 cuotas iguales. Las primeras 19 pagaderas el 31-mar y 30-sep; última 31-dic-38. Primer pago: 30-sep-29	Semestral, pagaderos el 31-mar y 30-sep; último pago: 31-dic-38	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-mar-09 (exclusive) 1,33% (2) Del 31-mar-09 (inclusive) al 31-mar-19 (exclusive) 2,50% (3) Del 31-mar-19 (inclusive) al 31-mar-29 (exclusive) 3,75% (4) Del 31-mar-29 (inclusive) al 31-dic-38 (exclusive) 5,25%	31/12/2038
2005	PAR PESOS (PARP) Bonos de la República Argentina a la Par en Pesos Step up 2038	Argentina	Ajuste del capital por el CER correspondiente a 10 días hábiles antes de la fecha de voto. 20 cuotas iguales. Las primeras 19 pagaderas el 31-mar y 30-sep; última 31-dic-38. Primer pago: 30-sep-29	Semestral, pagaderos el 31-mar y 30-sep; último pago: 31-dic-38	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-mar-09 (exclusive) 0,63% (2) Del 31-mar-09 (inclusive) al 31-mar-19 (exclusive) 1,18% (3) Del 31-mar-19 (inclusive) al 31-mar-29 (exclusive) 1,77% (4) Del 31-mar-29 (inclusive) al 31-dic-38 (exclusive) 2,48%	31/12/2038

2005	PAR EUROS (PARE) Bonos Internacionales de la República Argentina a la Par en Euros Step up 2038	Londres	20 cuotas iguales. Las primeras 19 pagaderas el 31-mar y 30-sep; última 31-dic-38. Primer pago: 30-sep-29	Semestral, pagaderos el 31-mar y 30-sep; último pago: 31-dic-38	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-mar-09 (exclusive) 1,20% (2) Del 31-mar-09 (inclusive) al 31-mar-19 (exclusive) 2,26% (3) Del 31-mar-19 (inclusive) al 31-mar-29 (exclusive) 3,38% (4) Del 31-mar-29 (inclusive) al 31-dic-38 (exclusive) 4,74%	31/12/2038
2005	PAR YENES Bonos Internacionales de la República Argentina a la Par en Yenes Japoneses Step up 2038	Tokio	20 cuotas iguales. Las primeras 19 pagaderas el 31-mar y 30-sep; última 31-dic-38. Primer pago: 30-sep-29	Semestral, pagaderos el 31-mar y 30-sep; último pago: 31-dic-38	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-mar-09 (exclusive) 0,24% (2) Del 31-mar-09 (inclusive) al 31-mar-19 (exclusive) 0,45% (3) Del 31-mar-19 (inclusive) al 31-mar-29 (exclusive) 0,67% (4) Del 31-mar-29 (inclusive) al 31-dic-38 (exclusive) 0,94%	31/12/2038
2005	DISC USD (DICY) Bonos Internacionales de la República Argentina con Descuento en Dólares Estadounidenses 8,28% 2033	N.York	20 cuotas iguales y semestrales, pagaderas el 30-jun y 31-dic; última: 31-dic-33. Primer pago: 30-jun-24	Semestral. Tasa anual 8,28% con capitalización parcial (ver detalle "tasa de interés")	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-dic-08 (exclusive): 3,97% pago en efvo., 4,31% capitaliza (2) Del 31-dic-08 (inclusive) al 31-dic-13 (exclusive): 5,77% pago en efvo., 2,51% capitaliza (3) Del 31-dic-13 (inclusive) al 31-dic-33 (exclusive): 8,28% pago en efvo.	31/12/2033
2005	DISC USD (DICA) Bonos de la República Argentina con Descuento en Dólares Estadounidenses 8,28% 2033	Argentina	20 cuotas iguales y semestrales, pagaderas el 30-jun y 31-dic; última: 31-dic-33. Primer pago: 30-jun-24	Semestral. Tasa anual 8,28% con capitalización parcial (ver detalle "tasa de interés")	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-dic-08 (exclusive): 3,97% pago en efvo., 4,31% capitaliza (2) Del 31-dic-08 (inclusive) al 31-dic-13 (exclusive): 5,77% pago en efvo., 2,51% capitaliza (3) Del 31-dic-13 (inclusive) al 31-dic-33 (exclusive): 8,28% pago en efvo.	31/12/2033
2005	DISC PESOS (DICP) Bonos de la República Argentina con Descuento en Pesos 5,83% 2033	Argentina	Ajuste del capital por el CER correspondiente a 10 días hábiles antes de la fecha de vto. 20 cuotas iguales y semestrales, pagaderas el	Semestral. Tasa anual 5,83% con capitalización parcial (ver detalle "tasa de interés")	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-dic-08 (exclusive): 2,79% pago en efvo., 3,04% capitaliza (2) Del 31-dic-08 (inclusive) al 31-dic-13 (exclusive): 4,06% pago en efvo., 1,77% capitaliza (3) Del 31-dic-13 (inclusive) al 31-dic-33 (exclusive): 5,83% pago en efvo.	31/12/2033

			30-jun y 31-dic; última: 31-dic-33. Primer pago: 30-jun-24			
2005	DISC EUROS (DICE) Bonos Internacionales de la República Argentina con Descuento en Euros 7,82% 2033	Londres	20 cuotas iguales y semestrales, pagaderas el 30-jun y 31-dic; última: 31-dic-33. Primer pago: 30-jun-24	Semestral. Tasa anual 7,82% con capitalización parcial (ver detalle "tasa de interés")	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-dic-08 (exclusive): 3,75% pago en efvo., 4,07% capitaliza (2) Del 31-dic-08 (inclusive) al 31-dic-13 (exclusive): 5,45% pago en efvo., 2,37% capitaliza (3) Del 31-dic-13 (inclusive) al 31-dic-33 (exclusive): 7,82% pago en efvo.	31/12/2033
2005	DISC YENES Bonos Internacionales de la República Argentina con Descuento en Yenes Japoneses 4,33% 2033	Tokio	20 cuotas iguales y semestrales, pagaderas el 30-jun y 31-dic; última: 31-dic-33. Primer pago: 30-jun-24	Semestral. Tasa anual 4,33% con capitalización parcial (ver detalle "tasa de interés")	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-dic-08 (exclusive): 2,07% pago en efvo., 2,26% capitaliza (2) Del 31-dic-08 (inclusive) al 31-dic-13 (exclusive): 3,02% pago en efvo., 1,32% capitaliza (3) Del 31-dic-13 (inclusive) al 31-dic-33 (exclusive): 4,33% pago en efvo.	31/12/2033
2005	CUASI-PAR PESOS (CUAP)	Argentina	Ajuste del capital por el CER correspondiente a 10 días hábiles antes de la fecha de voto. 20 cuotas iguales y semestrales, pagaderas el 30-jun y 31-dic; última: 31-dic-45. Primer pago: 30-jun-36	Capitalización de intereses hasta el 31-dic-13. A partir del 30-jun-14 (inclusive) pago en efectivo		31/12/2045



2005	UNIDADES VINCULADAS AL PBI (bonos subyacentes: Par/Descuento en USD bajo legislación N. York)	N.York	(1) Se emite adjunto y se negocia con el título subyacente (Par/Descuento en dólares bajo legislación N. York) durante 180 días a partir de la fecha de liquidación (2-jun-05). (2) Después del 29-nov-05 se separa automáticamente negociándose de manera independiente del bono subyacente. (3) No se realizan pagos de capital. Los pagos dependen de la evolución del PBI de la Argentina y se basan en el valor nocional. (4) Los pagos se efectúan en dólares. (5) Fecha de pago: 15-dic de cada año siguiente al año de referencia. (6) Primer pago (si lo hubiera): 15-dic-06.	15/12/2035
2005	UNIDADES VINCULADAS AL PBI (bonos subyacentes: Par/Descuento en USD bajo legislación Argentina)	Argentina	(1) Se emite adjunto y se negocia con el título subyacente (Par/Descuento en dólares bajo legislación Argentina) durante 180 días a partir de la fecha de liquidación (2-jun-05). (2) Después del 29-nov-05 se separa automáticamente negociándose de manera independiente del bono subyacente. (3) No se realizan pagos de capital. Los pagos dependen de la evolución del PBI de la Argentina y se basan en el valor nocional. (4) Los pagos se efectúan en dólares. (5) Fecha de pago: 15-dic de cada año siguiente al año de referencia. (6) Primer pago (si lo hubiera): 15-dic-06.	15/12/2035
2005	UNIDADES VINCULADAS AL PBI (bonos subyacentes: Par/Descuento/Cuasipar en pesos bajo legislación Argentina)	Argentina	(1) Se emite adjunto y se negocia con el título subyacente (Par/Descuento/Cuasipar en pesos bajo legislación Argentina) durante 180 días a partir de la fecha de liquidación (2-jun-05). (2) Después del 29-nov-05 se separa automáticamente negociándose de manera independiente del bono subyacente. (3) No se realizan pagos de capital. Los pagos dependen de la evolución del PBI de la Argentina y se basan en el valor nocional. (4) Los pagos se efectúan en pesos. (5) Fecha de pago: 15-dic de cada año siguiente al año de referencia. (6) Primer pago (si lo hubiera): 15-dic-06 .	15/12/2035
2005	UNIDADES VINCULADAS AL PBI (bonos subyacentes: Par/Descuento en euros bajo legislación de Londres)	Londres	(1) Se emite adjunto y se negocia con el título subyacente (Par/Descuento en euros bajo legislación de Londres) durante 180 días a partir de la fecha de liquidación (2-jun-05). (2) Después del 29-nov-05 se separa automáticamente negociándose de manera independiente del bono subyacente. (3) No se realizan pagos de capital. Los pagos dependen de la evolución del PBI de la Argentina y se basan en el valor nocional. (4) Los pagos se efectúan en euros. (5) Fecha de pago: 15-dic de cada año siguiente al año de referencia. (6) Primer pago (si lo hubiera): 15-dic-06.	15/12/2035
2005	UNIDADES VINCULADAS AL PBI (bonos subyacentes: Par/Descuento en yenes bajo legislación de Tokio)	Tokio	(1) Se emite adjunto y se negocia con el título subyacente (Par/Descuento en yenes bajo legislación de Tokio) durante 180 días a partir de la fecha de liquidación (2-jun-05). (2) Después del 29-nov-05 se separa automáticamente negociándose de manera independiente del bono subyacente. (3) No se realizan pagos de capital. Los pagos dependen de la evolución del PBI de la Argentina y se basan en el valor nocional. (4) Los pagos se efectúan en yenes. (5) Fecha de pago: 15-dic de cada año siguiente al año de referencia. (6) Primer pago (si lo hubiera): 15-dic-06.	15/12/2035

2010	PAR USD (PAY0 y PAY5) Bonos Int.de la Rep.Arg. a la Par en Dólares Estadounidenses Step up 2038	N.York	20 cuotas iguales. Las primeras 19 pagaderas el 31-mar y 30-sep; última 31-dic-38. Primer pago: 30-sep-29	Semestral, pagaderos el 31-mar y 30-sep; último pago: 31-dic-38	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-mar-09 (exclusive) 1,33% (2) Del 31-mar-09 (inclusive) al 31-mar-19 (exclusive) 2,50% (3) Del 31-mar-19 (inclusive) al 31-mar-29 (exclusive) 3,75% (4) Del 31-mar-29 (inclusive) al 31-dic-38 (exclusive) 5,25%	31/12/2038
2010	PAR USD (PAA0) Bonos de la República Argentina a la Par en Dólares Estadounidenses Step up 2038	Argentina	20 cuotas iguales. Las primeras 19 pagaderas el 31-mar y 30-sep; última 31-dic-38. Primer pago: 30-sep-29	Semestral, pagaderos el 31-mar y 30-sep; último pago: 31-dic-38	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-mar-09 (exclusive) 1,33% (2) Del 31-mar-09 (inclusive) al 31-mar-19 (exclusive) 2,50% (3) Del 31-mar-19 (inclusive) al 31-mar-29 (exclusive) 3,75% (4) Del 31-mar-29 (inclusive) al 31-dic-38 (exclusive) 5,25%	31/12/2038
2010	PAR PESOS (PAP0) Bonos de la República Argentina a la Par en Pesos Step up 2038	Argentina	Ajuste del capital por el CER correspondiente a 10 días hábiles antes de la fecha de voto. 20 cuotas iguales. Las primeras 19 pagaderas el 31-mar y 30-sep; última 31-dic-38. Primer pago: 30-sep-29	Semestral, pagaderos el 31-mar y 30-sep; último pago: 31-dic-38	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-mar-09 (exclusive) 0,63% (2) Del 31-mar-09 (inclusive) al 31-mar-19 (exclusive) 1,18% (3) Del 31-mar-19 (inclusive) al 31-mar-29 (exclusive) 1,77% (4) Del 31-mar-29 (inclusive) al 31-dic-38 (exclusive) 2,48%	31/12/2038
2010	PAR EUROS (PAE0 y PAE5) Bonos Internacionales de la República Argentina a la Par en Euros Step up 2038	Londres	20 cuotas iguales. Las primeras 19 pagaderas el 31-mar y 30-sep; última 31-dic-38. Primer pago: 30-sep-29	Semestral, pagaderos el 31-mar y 30-sep; último pago: 31-dic-38	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-mar-09 (exclusive) 1,20% (2) Del 31-mar-09 (inclusive) al 31-mar-19 (exclusive) 2,26% (3) Del 31-mar-19 (inclusive) al 31-mar-29 (exclusive) 3,38% (4) Del 31-mar-29 (inclusive) al 31-dic-38 (exclusive) 4,74%	31/12/2038

2010	PAR YENES Bonos Internacionales de la República Argentina a la Par en Yenes Japoneses Step up 2038	Tokio	20 cuotas iguales. Las primeras 19 pagaderas el 31-mar y 30-sep; última 31-dic-38. Primer pago: 30-sep-29	Semestral, pagaderos el 31-mar y 30-sep; último pago: 31-dic-38	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-mar-09 (exclusive) 0,24% (2) Del 31-mar-09 (inclusive) al 31-mar-19 (exclusive) 0,45% (3) Del 31-mar-19 (inclusive) al 31-mar-29 (exclusive) 0,67% (4) Del 31-mar-29 (inclusive) al 31-dic-38 (exclusive) 0,94%	31/12/2038
2010	DISC USD (DIY0 y DIY5) Bonos Int.de la Rep.Arg.con Descuento en Dólares Estadounidenses 8,28% 2033	N.York	20 cuotas iguales y semestrales, pagaderas el 30-jun y 31-dic; última: 31-dic-33. Primer pago: 30-jun-24	Semestral. Tasa anual 8,28% con capitalización parcial (ver detalle "tasa de interés")	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-dic-08 (exclusive): 3,97% pago en efvo., 4,31% capitaliza (2) Del 31-dic-08 (inclusive) al 31-dic-13 (exclusive): 5,77% pago en efvo., 2,51% capitaliza (3) Del 31-dic-13 (inclusive) al 31-dic-33 (exclusive): 8,28% pago en efvo.	31/12/2033
2010	DISC USD (DIA0) Bonos de la República Argentina con Descuento en Dólares Estadounidenses 8,28% 2033	Argentina	20 cuotas iguales y semestrales, pagaderas el 30-jun y 31-dic; última: 31-dic-33. Primer pago: 30-jun-24	Semestral. Tasa anual 8,28% con capitalización parcial (ver detalle "tasa de interés")	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-dic-08 (exclusive): 3,97% pago en efvo., 4,31% capitaliza (2) Del 31-dic-08 (inclusive) al 31-dic-13 (exclusive): 5,77% pago en efvo., 2,51% capitaliza (3) Del 31-dic-13 (inclusive) al 31-dic-33 (exclusive): 8,28% pago en efvo.	31/12/2033
2010	DISC PESOS (DIP0) Bonos de la República Argentina con Descuento en Pesos 5,83% 2033	Argentina	Ajuste del capital por el CER correspondiente a 10 días hábiles antes de la fecha de vto. 20 cuotas iguales y semestrales, pagaderas el 30-jun y 31-dic; última: 31-dic-33. Primer pago: 30-jun-24	Semestral. Tasa anual 5,83% con capitalización parcial (ver detalle "tasa de interés")	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-dic-08 (exclusive): 2,79% pago en efvo., 3,04% capitaliza (2) Del 31-dic-08 (inclusive) al 31-dic-13 (exclusive): 4,06% pago en efvo., 1,77% capitaliza (3) Del 31-dic-13 (inclusive) al 31-dic-33 (exclusive): 5,83% pago en efvo.	31/12/2033
2010	DISC EUROS (DIE0 y DIE5) Bonos Int.de la Rep.Arg.con Descuento en Euros 7,82% 2033	Londres	20 cuotas iguales y semestrales, pagaderas el 30-jun y 31-dic;	Semestral. Tasa anual 7,82% con capitalización parcial (ver	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-dic-08 (exclusive): 3,75% pago en efvo., 4,07% capitaliza (2) Del 31-dic-08 (inclusive) al 31-dic-13 (exclusive): 5,45% pago en efvo., 2,37% capitaliza (3) Del 31-dic-13 (inclusive) al 31-dic-33 (exclusive): 7,82% pago en efvo.	31/12/2033

			última: 31-dic-33. Primer pago: 30-jun-24	detalle "tasa de interés")		
2010	DISC YENES Bonos Int.de la Rep.Arg.con Descuento en Yenes Japoneses 4,33% 2033	Tokio	20 cuotas iguales y semestrales, pagaderas el 30-jun y 31-dic; última: 31-dic-33. Primer pago: 30-jun-24	Semestral. Tasa anual 4,33% con capitalización parcial (ver detalle "tasa de interés")	(1) Del 31-dic-03 (inclusive) al 31-dic-08 (exclusive): 2,07% pago en efvo., 2,26% capitaliza (2) Del 31-dic-08 (inclusive) al 31-dic-13 (exclusive): 3,02% pago en efvo., 1,32% capitaliza (3) Del 31-dic-13 (inclusive) al 31-dic-33 (exclusive): 4,33% pago en efvo.	31/12/2033
2010	UNIDADES VINCULADAS AL PBI (TVPY)(bonos subyacentes: Par/Descuento en USD bajo legislación N. York)	N.York	(1) Se emitió adjunto y se negoció con el título subyacente (Par/Descuento en dólares bajo legislación N. York) durante 180 días a partir de la fecha de liquidación (2-jun-05). (2) Después del 29-nov-05 se separó automáticamente negociándose de manera independiente del bono subyacente. (3) No se realizan pagos de capital. Los pagos dependen de la evolución del PBI de la Argentina y se basan en el valor nocional. (4) Los pagos se efectúan en dólares. (5) Fecha de pago: 15-dic de cada año siguiente al año de referencia. (6) Pago realizados: 15-dic-06/07/08/09. El "Límite máximo de pago restante" disponible al 31-dic-10 es 0,4060871. Si se alcanza dicho "límite" en un año de pago anterior al vencimiento programado de las Unidades Vinculadas al PBI, se considerará que las mismas han vencido ese año.			5/12/2035
2010	UNIDADES VINCULADAS AL PBI (TVPA)(bonos subyacentes: Par/Descuento en USD bajo legislación Argentina)	Argentina	(1) Se emitió adjunto y se negoció con el título subyacente (Par/Descuento en dólares bajo legislación Argentina) durante 180 días a partir de la fecha de liquidación (2-jun-05). (2) Después del 29-nov-05 se separó automáticamente negociándose de manera independiente del bono subyacente. (3) No se realizan pagos de capital. Los pagos dependen de la evolución del PBI de la Argentina y se basan en el valor nocional. (4) Los pagos se efectúan en dólares. (5) Fecha de pago: 15-dic de cada año siguiente al año de referencia. (6) Pago realizados: 15-dic-06/07/08/09. El "Límite máximo de pago restante" disponible al 31-dic-10 es 0,4060871. Si se alcanza dicho "límite" en un año de pago anterior al vencimiento programado de las Unidades Vinculadas al PBI, se considerará que las mismas han vencido ese año.			5/12/2035
2010	UNIDADES VINCULADAS AL PBI (TVPP)(bonos subyacentes: Par/Descuento/Cuasipar en pesos bajo legislación Argentina)	Argentina	(1) Se emitió adjunto y se negoció con el título subyacente (Par/Descuento/Cuasipar en pesos bajo legislación Argentina) durante 180 días a partir de la fecha de liquidación (2-jun-05). (2) Después del 29-nov-05 se separó automáticamente negociándose de manera independiente del bono subyacente. (3) No se realizan pagos de capital. Los pagos dependen de la evolución del PBI de la Argentina y se basan en el valor nocional. (4) Los pagos se efectúan en pesos. (5) Fecha de pago: 15-dic de cada año siguiente al año de referencia. (6) Pago realizados: 15-dic-06/07/08/09. El "Límite máximo de pago restante" disponible al 31-dic-10 es 0,3979293. Si se alcanza dicho "límite" en un año de pago anterior al vencimiento programado de las Unidades Vinculadas al PBI, se considerará que las mismas han vencido ese año.			15/12/2035

2010	UNIDADES VINCULADAS AL PBI (TVPE)(bonos subyacentes: Par/Descuento en euros bajo legislación de Londres)	Londres	(1) Se emitió adjunto y se negoció con el título subyacente (Par/Descuento en euros bajo legislación de Londres) durante 180 días a partir de la fecha de liquidación (2-jun-05). (2) Después del 29-nov-05 se separó automáticamente negociándose de manera independiente del bono subyacente. (3) No se realizan pagos de capital. Los pagos dependen de la evolución del PBI de la Argentina y se basan en el valor nominal. (4) Los pagos se efectúan en euros. (5) Fecha de pago: 15-dic de cada año siguiente al año de referencia. (6) Pago realizados: 15-dic-06/07/08/09. El "Límite máximo de pago restante" disponible al 31-dic-10 es 0,4125113. Si se alcanza dicho "límite" en un año de pago anterior al vencimiento programado de las Unidades Vinculadas al PBI, se considerará que las mismas han vencido ese año.			15/12/2035
2010	UNIDADES VINCULADAS AL PBI (bonos subyacentes: Par/Descuento en yenes bajo legislación de Tokio)	Tokio	(1) Se emite adjunto y se negocia con el título subyacente (Par/Descuento en yenes bajo legislación de Tokio) durante 180 días a partir de la fecha de liquidación (2-jun-05). (2) Después del 29-nov-05 se separó automáticamente negociándose de manera independiente del bono subyacente. (3) No se realizan pagos de capital. Los pagos dependen de la evolución del PBI de la Argentina y se basan en el valor nominal. (4) Los pagos se efectúan en yenes. (5) Fecha de pago: 15-dic de cada año siguiente al año de referencia. (6) Pago realizados: 15-dic-06/07/08/09. El "Límite máximo de pago restante" disponible al 31-dic-10 es 0,4079148. Si se alcanza dicho "límite" en un año de pago anterior al vencimiento programado de las Unidades Vinculadas al PBI, se considerará que las mismas han vencido ese año.			15/12/2035
2010	Bonos Internacionales Globales de la República Argentina en Dólares Estadounidenses 8,75% 2017	N.York	Integra al vencimiento	Semestral, pagaderos el 02-Dic y 02-Jun. Primer pago: 02-Dic-10.	0,0875	02/06/2017

## Bibliografía

- Basualdo, E. – “Estudios de Historia económica argentina – Desde mediados del siglo XX a la actualidad” – Editorial Siglo XXI – 2010
- CEPAL - Oficina Buenos Aires - Estadísticas económicas de corto plazo de la Argentina - Sector externo y condiciones económicas internacionales - Documento de Trabajo 20 – 1986
- Crundwell, F. K. - Finance for engineers - Springer – 2008
- De la Fuente, G. - Compendio de Finanzas Aplicadas - Ed. Errepar - 2009
- Ferreres; O. - Dos siglos de economía argentina - Fundación Norte y Sur - 1810/2004
- Galasso, N. - De la Banca Baring al FMI - Colihue – 2008
- Hill, R. y Myatt, T. - The Economics Anti-Textbook: A Critical Thinker's Guide to Microeconomics - Zed Books, London & New York; Fernwood Books, Halifax & Winnipeg,- 2010
- Keen, S. - Debunking Economics - 2da. Edición - Zed Books - 2011
- Keynes, J. M. – Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero – Fondo de Cultura Económica – 1973 – Originalmente publicado en 1936
- Melinsky, E. (con la colaboración de E. Bellard) - Deuda Externa Argentina – Evaluación Retrospectiva – Inédito – 2004
- Müller, A. – Un quiebre olvidado: la política económica de Martínez de Hoz – Revista “Ciclos” Año X, vol. X, N° 21, primer semestre de 2001
- Müller, A. - “Implantación del Modelo Neoliberal en Argentina: ¿Todo comenzó con Martínez de Hoz? – Revista Realidad Económica - N° 269 – 2012
- Mussa, M. - Argentina y el FMI - Del triunfo a la tragedia - WP Publications/Planeta – 2002
- Noh, S.–“Lesson from Lehman Brothers for Hedge Fund Managers: The Effect of a Bankruptcy Filing on the Value of the Debtor’s Derivative Book” - The Hedge Fund Law Report - Vol. 5 - Nro. 272012
- Peralta Ramos, M - “La economía política argentina: poder y clases sociales

(1930-2006)” – Fondo de Cultura Económica - 2007

Rapoport, M. – Las políticas económicas de la Argentina: Una breve historia –  
Booket – 2010

Sharpe, W. - "Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions  
of risk" - Journal of Finance - 19 (3) - 1964

Schvarzer, J. – La política económica de Martínez de Hoz – Hyspanoamérica –  
1987