

## El Sistema de Crédito Público en el marco del Programa de Reforma de la Administración Financiera Gubernamental

### El Proceso Presupuestario en la Administración Pública Nacional

#### **Presentación**

Durante la década de los 90 la Argentina produjo un profundo proceso de transformación. A título enunciativo, y sólo por mencionar lo más significativo, dicho proceso incluyó la sanción de la Ley de Convertibilidad, la Modificación de la Carta Orgánica del BCRA, la apertura y desregulación de la economía argentina, las privatizaciones de las empresas públicas, la reestructuración de la deuda pública y la descentralización de ciertos servicios públicos esenciales.

Dentro del contexto expuesto precedentemente también se inscribe la profunda reforma de la administración financiera del Estado Nacional, siendo el sistema de presupuesto público uno de los pilares del proceso de transformación de las finanzas públicas.

En este sentido, a partir de la sanción de la Ley N° 24.156, ha sido necesario documentar los desarrollos conceptuales y metodológicos relacionados con la formulación, ejecución y evaluación del presupuesto público así como también de los aspectos operativos del proceso presupuestario. Es por ello que la reedición de este texto es una importante contribución para la capacitación y transmisión de conocimientos y, a su vez representa un actualización de carácter permanente que posibilita a los profesionales en la materia estar al corriente de los últimos desarrollos en las cuestiones presupuestarias.

La sistematización del esfuerzo por compilar y difundir este material permitirá fortalecer el proceso de capacitación de los recursos humanos, desarrollar los sistemas de información - tanto para operar como para tomar decisiones -, incorporar los sucesivos avances que se van alcanzando y, finalmente, intercambiar opiniones con especialistas de forma tal que se puedan evaluar posibles sugerencias o comentarios.

Cabe señalar que el resultado esperado es, sin lugar a dudas, un presupuesto público idóneo como instrumento de gestión y de información de las políticas públicas previstas para el corto y mediano plazo y el grado de efectividad y eficiencia en su cumplimiento. Asimismo, lograr los resultados esperados significará un aporte relevante a la transparencia fiscal y de los actos del buen gobierno.

Guillermo Lesniewier  
Subsecretario de Presupuesto de la Nación

## **1. Crédito Público. Concepto y Marco Legal#**

### **1.1 Definición y Propósitos Fundamentales del Sistema de Crédito Público**

Se entiende por Crédito Público a la capacidad que tiene el Estado para endeudarse con el objeto de captar medios de financiamiento

“Crédito” proviene del Latín “credere”, (creer- tener fe), de lo que se desprende que “crédito público” es una medida de la “credibilidad” del Estado, mientras que el sistema de crédito público lo componen el conjunto de principios, normas, organismos, recursos, y procedimientos que intervienen en las operaciones que realiza el Estado, con el objeto de captar medios de financiamiento que implican endeudamiento o modificación de la estructura de sus pasivos.

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

Los propósitos fundamentales de cada uno de los sistemas de la Administración Financiera se enmarcan en el denominado “Programa de Reforma de la Administración Financiera Gubernamental”, dentro del cual la Ley N° 24.156 define el alcance y profundidad del sistema de Crédito Público y consecuentemente la configuración de la que se denomina Deuda Pública y públicamente garantizada.

En ese sentido, los propósitos básicos del sistema de crédito público pueden definirse como:

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

El cumplimiento de estos propósitos implica fundamentalmente la preservación del crédito público con la consecuente mejora en las condiciones y el perfil del endeudamiento público, como así también la mejora de la capacidad y poder negociador de la Nación en su conjunto frente a sus acreedores, y frente a las distintas ofertas de financiamiento disponibles.

---

# Capítulo Elaborado por el Ing. Emilio Nasti Coordinador del módulo de Crédito Público dentro de las actividades del Centro de Capacitación y Estudios de la Secretaría de Hacienda de la Nación

---

# Capítulo Elaborado por el Ing. Emilio Nastri Coordinador del módulo de Crédito Público dentro de las actividades del Centro de Capacitación y Estudios de la Secretaría de Hacienda de la Nación

1 El armado del programa consistió en un procedimiento similar al registro ante la SEC. Para facilitar el procedimiento, varios mercados europeos aceptan que se haga un registro único en alguna Bolsa de Valores (en el caso argentino, la Bolsa de Luxemburgo) y se emitan en los demás países bajo las Leyes del Reino Unido. Una excepción es Alemania - las emisiones en marcos no se hacen bajo el Programa Europeo.

2 Es una registración frente a la Securities Exchange Commission de Estados Unidos, que autoriza a hacer ofertas públicas de bonos o acciones. El objetivo de la Comisión es proteger a los pequeños y medianos inversores, y para eso los potenciales emisores deben armar un prospecto informando detalladamente sobre su situación económico-financiera.

## Punto elaborado con la colaboración del Lic. Abel Fernandez  
\*\*\*\*\*3 capitulo\*\*\*\*\*

### Capítulo elaborado por el Ing. Emilio Nastri. Coordinador del módulo de crédito público dentro de las actividades del Centro de Capacitación y Estudios de la Secretaría de Hacienda de la Nación con la colaboración del Lic. Abel Fernandez de la Subsecretaría de Financiamiento.  
\*\*\*\*\*4 capitulo\*\*\*\*\*

### El presente capítulo contiene una recopilación corregida y ordenada de distintos documentos desarrollados en la Oficina Nacional de Crédito Público  
\*\*\*\*\*5 capitulo\*\*\*\*\*

#### El presente capítulo contiene una recopilación corregida y ordenada de distintos documentos desarrollados en la Oficina Nacional de Crédito Público

##### Procedimiento mediante el cual un Banco o entidad financiera procesa las ofertas de activos financieros a vender o títulos públicos a colocar, ordenando las cantidades y precios ofrecidos. En términos económicos consiste en una curva de ofertas con pendiente positiva ( a mayor precio mayor oferta). Del análisis del registro de ofertas, el emisor (Gobierno/ Empresa), decide el precio de corte y la distribución de los activos a vender o colocar.

##### Procedimiento mediante el cual un Banco o entidad financiera procesa las ofertas de activos financieros a vender o títulos públicos a colocar, ordenando las cantidades y precios ofrecidos. En términos económicos consiste en una curva de ofertas con pendiente positiva ( a mayor precio mayor oferta). Del análisis del registro de ofertas, el emisor (Gobierno/ Empresa), decide el precio de corte y la distribución de los activos a vender o colocar.

\*\*\*\*\*6 cap\*\*\*\*\*

##### Capítulo elaborado por el Lic. Marcelo Tricarico Coordinador de la Unidad de Registro de la Deuda Pública y por el Ing. Emilio Nastri Coordinador del módulo de Crédito Público dentro de las actividades del Centro de Capacitación y Estudios de la Secretaría de Hacienda de la Nación

\*\*\*\*\*7 cap\*\*\*\*\*

##### Capítulo elaborado por el Lic. Marcelo Tricarico Coordinador de la Unidad de Registro de la Deuda Pública y por el Ing. Emilio Nastri Coordinador del módulo de Crédito Público dentro de las actividades del Centro de Capacitación y Estudios de la Secretaría de Hacienda de la Nación

\*\*\*\*\*8 cap\*\*\*\*\*

##### Capítulo elaborado por el Lic. Marcelo Tricarico Coordinador de la Unidad de Registro de la Deuda Pública y por el Ing. Emilio Nastri Coordinador del módulo de Crédito Público dentro de las actividades del Centro de Capacitación y Estudios de la Secretaría de Hacienda de la Nación.

A los efectos de cumplir con los propósitos señalados, se creó dentro del marco de la Administración Financiera gubernamental, al Organo Rector del Sistema, denominado "Oficina Nacional de Crédito Público", con responsabilidades en todas las fases del proceso de endeudamiento, desde la Autorización para el inicio de las negociaciones, hasta los pagos por servicios de la deuda contraída.

## **1.2 El marco Legal e Institucional del Sistema de Crédito Público**

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

“El Gobierno Federal provee a los gastos de la Nación con los fondos del Tesoro Nacional, formado del producto de derechos de importación y exportación, del de la venta o locación de tierras de propiedad nacional, de la renta de correos, de las demás contribuciones que equitativa y proporcionalmente a la población imponga el Congreso General, y de los empréstitos y operaciones de crédito que decreta el mismo Congreso para urgencias de la Nación, o para empresas de utilidad Nacional”.

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

En concordancia con lo establecido por el artículo 4, el artículo 75 de la nueva constitución en su inciso 4° atribuye al Congreso la potestad de:

“contraer empréstitos de dinero sobre el crédito de la Nación”.

Con la sanción de la nueva carta magna, en el artículo 124° se faculta a las provincias a celebrar convenios internacionales, debiendo cumplir con ciertos requisitos. Así el artículo 124° expresa:

“Las provincias..... podrán ... celebrar convenios internacionales en tanto no sean incompatibles con la política exterior de la Nación y no afecten las facultades delegadas al Gobierno federal o el crédito público de la Nación, con conocimiento del Congreso Nacional ... “

De esta forma se profundiza la forma federal de gobierno, ajustándose a uno de los principios fundamentales del federalismo: la coordinación, es decir la relación que delimita las competencias propias del Estado Federal y de las provincias.

Dentro del espíritu del Programa de Reforma de la Administración Financiera Gubernamental, y reconociendo como marco legal lo prescripto en la Constitución Nacional, los

principales aspectos del Sistema de Crédito Público se establecen en la Ley 24.156 en su Título III "Del Sistema de Crédito Público", en donde se define como Crédito Público a toda operación de financiamiento al Sector Público o con garantía del mismo cuyos vencimientos operen en ejercicios presupuestarios posteriores al vigente al momento de su formalización, y se establece que el destino de los recursos captados por el Crédito Público queda reservado exclusivamente a inversiones reproductivas, atención de casos de evidente necesidad nacional, reestructuración de su organización o refinanciación de sus pasivos, quedando expresamente prohibido su uso para financiar Gastos Operativos, excepto Gastos para Asistencia Técnica financiados por Organismos multilaterales de crédito.

El artículo 60 de la Ley 24.156, siguiendo los lineamientos impuestos por la Carta Magna, reza: "las entidades de la administración nacional no podrán formalizar ninguna operación de crédito público que no esté contemplada en la ley de presupuesto general del año respectivo o en una ley específica".

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

Complementan el marco legal del Sistema de Crédito Público, los Reglamentos parciales N° 1 y N° 3 de la Ley 24.156 según Decretos 2662/92 y 1361/94 respectivamente y la Ley complementaria permanente de presupuesto N° 11.672. cuyo texto se ordena sistemáticamente todos los años, junto con el articulado correspondiente de la Ley de presupuesto vigente en cada ejercicio.

### 1.3 Ley 24.156 Título III "Del Sistema de Crédito Público". Principales Definiciones

#### 1.3.1 Composición y Clasificación de la Deuda Pública

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

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

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

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

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

Esta situación da origen a una clasificación por tipo de moneda, local y extranjera, la que es utilizada para algunos fines operativos, como por ejemplo el presupuesto de caja que elabora la Tesorería General de la Nación.

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

Directa: es la deuda asumida por la Administración Central en calidad de principal deudor;

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

A su vez, el artículo N° 57 de la misma Ley clasifica la deuda por el tipo de operación, ya que establece que el endeudamiento que resulta de las operaciones de crédito público se denomina deuda pública y puede originarse por alguno de los siguientes instrumentos financieros:

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

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

Sin embargo, no está comprendida en dicha definición de deuda pública la deuda del Tesoro, ni las operaciones de emisión de letras del Tesoro para cubrir deficiencias estacionales de caja y reembolsables durante el mismo ejercicio financiero en que se emiten.

3. Préstamos con instituciones Financieras;
4. Obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipula realizar en el transcurso de un ejercicio financiero posterior al vigente;

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

## 5. Otorgamiento de avales, fianzas o garantías;

Los avales otorgados por el Estado Nacional por operaciones de crédito público interno o externo, configuran la denominada deuda indirecta, pudiendo ser beneficiarios de los mismos las empresas públicas, privadas o mixtas, los organismos del Estado de cualquier naturaleza, las provincias y los organismos paraestatales de jurisdicción nacional, provincial o municipal.

## 6. Consolidación, conversión y renegociación de otras deudas.

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

### 1.3.2 Concepto de Avales en el ámbito del Derecho Público y la Ley 24.156

El aval es una forma peculiar de garantía por la que el Estado Nacional se obliga accesoria-mente para el cumplimiento de una obligación crediticia contraída por una entidad pública, privada o mixta. Como lo expresa Obarrio, la legislación universal ha creado la figura del aval, con características y condiciones propias, mayores seguridades y medios más expeditivos que los ofrecidos por el contrato de fianza. Por medio de él se garantiza a su vencimiento la obligación de un tercero.

La diferencia con la fianza consiste en que si bien el contrato de fianza y el aval, garantizan una obligación contraída por un tercero; en el aval la obligación del avalista es de carácter objetivo, es decir garantiza el pago de la deuda y no a la persona del deudor como en el caso de la fianza. En otras palabras, si el deudor principal incumple, el acreedor -en el contrato de fianza- no podrá exigir su crédito al fiador hasta tanto no haya excutido, es decir accionado contra los bienes del principal obligado, mientras que en el aval, el acreedor podrá accionar contra el deudor principal o contra el avalista, directamente.

Si bien algunos autores consideran que el otorgamiento de avales no constituye un empréstito porque la Nación solo otorga una garantía para el supuesto caso de que el sujeto avalado incumpla con su obligación derivada del contrato de préstamo, el artículo 57 inciso e) de la Ley N° 24.156, establece que el endeudamiento que resulte de las operaciones de crédito público se denomina deuda pública, pudiendo originarse ésta en el otorgamiento de avales, fianzas y garantías, cuyo vencimiento supere el ejercicio financiero, con lo cual se asigna al endeudamiento indirecto similar tratamiento que al resto de las operaciones de Crédito Público

A su vez, no se lo considera un gasto, por cuanto estaría sujeto a una eventualidad o contingencia sujeta al cumplimiento del avalado. Por ello el Estado Nacional, cuando avala, toma sobre sí “el riesgo de crédito” de la falta de pago de la deuda original.

Una vez otorgado el aval, los entes avalados deberán hacer frente al pago de los servicios respectivos con sus propios fondos. Ante el incumplimiento de la obligación principal, la Secretaría de Hacienda en forma subsidiaria y ante insuficiencias transitorias del deudor original podrá afectar la cuenta de la Tesorería General de la Nación, quedando automáticamente autorizada a:

1. Afectar órdenes de pago existentes en la Tesorería General de la Nación a favor de los avalados por un equivalente al servicio pagado.
2. Afectar recursos de coparticipación federal previa autorización de la Provincia, mecanismo que deberá estar acordado en los contratos subsidiarios de los préstamos correspondientes.
3. Afectar las cuentas bancarias de cualquier naturaleza de las que sean titulares los obligados principales, debiendo los bancos oficiales, privados o mixtos disponer la transferencia a favor de la Tesorería General de la Nación de los importes respectivos al solo requerimiento de la Secretaría de Hacienda.

### 1.3.3 Organismo Rector del Sistema

La ley en su Art. 68 crea el Organismo Rector del Sistema de Crédito Público al que denomina: "Oficina Nacional de Crédito Público".

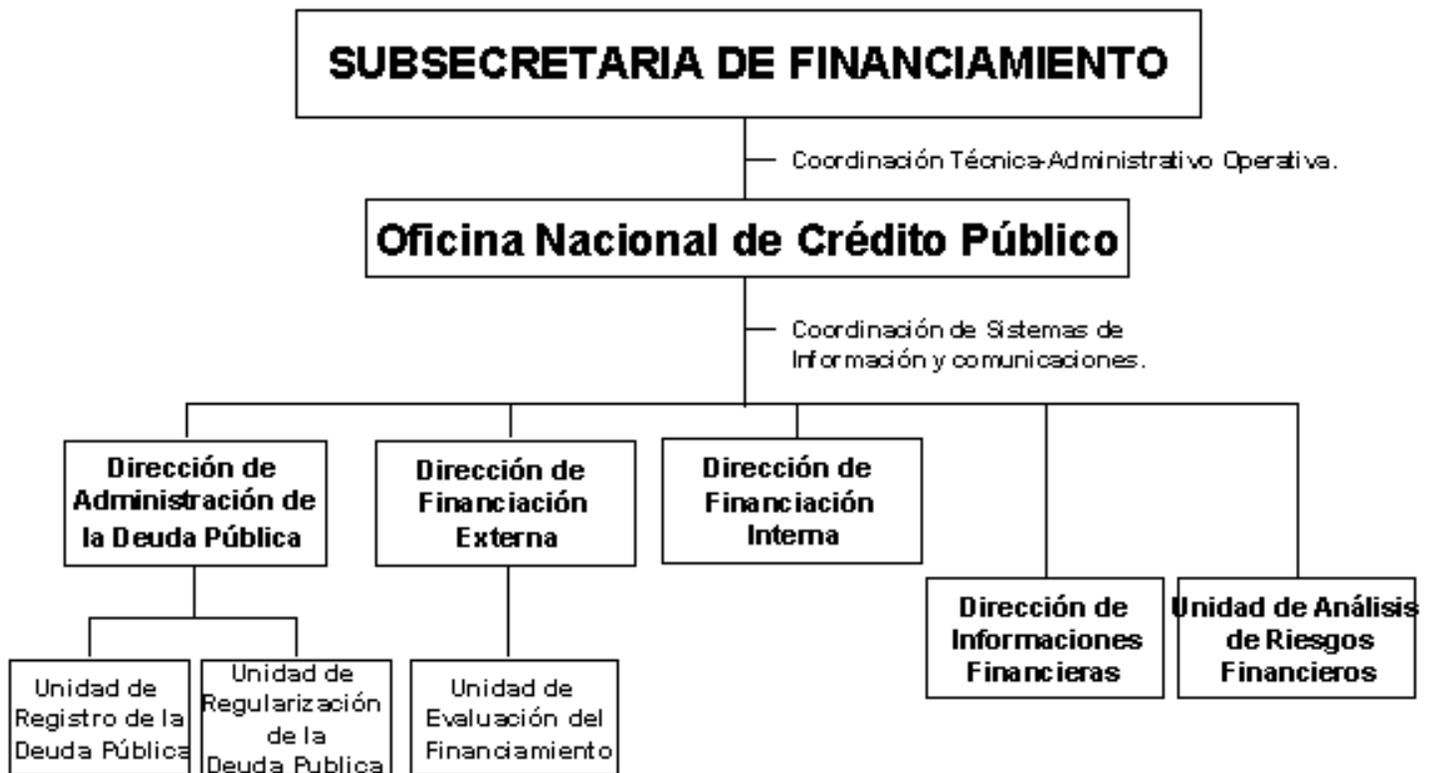
#### 1. Responsabilidad primaria

La Oficina Nacional de Crédito Público será el organismo rector del Sistema de Crédito Público con la misión de asegurar una eficiente programación, utilización y control de los medios de financiamiento que se obtengan mediante operaciones de crédito público y programar y efectuar con eficacia la atención del servicio de la deuda pública.

2. Organigrama del órgano rector del sistema de crédito Público.

# Oficina Nacional de Crédito Público

## Organigrama



### 3. Competencias del Organismo Rector.

Las competencias del órgano rector se encuentran definidas en el Art.69 de la Ley y su decreto reglamentario, según el siguiente detalle:

- a. Participar en la formulación de los aspectos crediticios de la política financiera.
- b. Organizar un sistema de información sobre mercado de capitales.
- c. Coordinar las Ofertas de Financiamiento recibidas.
- d. Tramitar las solicitudes de autorización para inicio de operaciones de crédito público.
- e. Normalizar los procedimientos de emisión, colocación y rescate de empréstitos, así como los de negociación, contratación y amortización de préstamos.
- f. Organizar un sistema de apoyo y orientación a las negociaciones e intervenir en las mismas.
- g. Fiscalizar que los medios de financiamiento obtenidos en operaciones de Crédito Público se apliquen a sus fines específicos. Establecer las normas e instructivos para el seguimiento, información y control del uso de los préstamos.
- h. Mantener un registro actualizado sobre el endeudamiento público, integrado al sistema de Contabilidad Gubernamental.
- i. Realizar las estimaciones y proyecciones del servicio de la deuda pública y de los desembolsos correspondientes a cada operación de crédito público, suministrando la información pertinente a la Oficina Nacional de Presupuesto y a la Tesorería General de la Nación con las características y en los plazos que determina la Secretaría de Hacienda.
- j. Todas las demás que le asigne la Reglamentación.

#### 1.3.4 Sistema decisorio y de Control del Sistema de Crédito Público

Dentro del marco de la Reforma en la Administración Financiera Gubernamental, la Ley establece una serie de aspectos distintivos relacionados con el uso del Crédito Público. Entre ellos, merecen ser destacados:

- a. La Centralización de la decisión mediante la exigencia de autorización previa de la Secretaría de Hacienda para el inicio de trámites y negociaciones de operaciones de Crédito Público (Art.59).

b. La exigencia, previa a la formalización de una operación de Crédito Público, de su inclusión en la Ley de Presupuesto o en Ley específica, indicando (Art.60):

- Tipo de deuda;- Monto máximo autorizado;- Plazo mínimo de amortización;- Destino del financiamiento. (Se exceptúan las operaciones que se contraigan con Organismos Financieros Internacionales en los que la Nación forma parte).

c. La exigencia de que las operaciones que requieran avales, fianzas o garantías de la Administración Central deben estar autorizadas en Ley de Presupuesto General o en una Ley específica (Art.62). En los casos de avales otorgados a quienes no forman parte del Sector Público surge también la exigencia de una ley específica a tal efecto (Art. 64), a no ser que dicho aval, fianza o garantía sea otorgado por una institución pública financiera.

En el siguiente esquema se visualizan las etapas típicas de una operación de Crédito Público y las principales definiciones en cuanto al Sistema decisorio y el Control que la caracteriza, en un todo de acuerdo a lo establecido en la Ley N° 24.156.

### Sistema Decisorio y de Control

#### Etapa: “Uso del Crédito Público. Capacitación de Recursos”

<b>Poder Ejecutivo</b>	<b>Fase</b>	<b>Poder Legislativo</b>
Secretaría de Hacienda autoriza inicio de Gestión. ONCP Registra Autorización	<b>Inicio de Gestión</b>	Previo a la Formalización de la operación, el Congreso aprueba el endeudamiento (incluyendo otorgamiento de avales) por la Ley de Presupuesto o Ley
Entidades y Jurisdicciones interesadas negocian de acuerdo a normas establecidas por la Secretaría de Hacienda asistida por la Subsecretaría de Financiamiento	<b>Negociación</b>	Específica Indicando: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tipo de Deuda</li> <li>• Monto Máximo Autorizado</li> <li>• Plazo Mínimo de Amortización</li> <li>• Destino del Financiamiento</li> </ul>
ONCP Registra Contrato	<b>Formalización</b>	(Excepto operaciones con organismos internacionales que formalice el PEN)

**Etapa: “Ejecución de las operaciones ” y “Administración de la Deuda Pública y atención de su servicio”**

Oficina Nacional de Crédito Público establece las normas e instructivos para el seguimiento, información y control del uso de los préstamos. Registra desembolsos	<b>Desembolsos y Ejecución</b>	Auditoría General de la Nación audita y controla aplicación y los recursos provenientes de las Operaciones de Crédito Público
Oficina Nacional de Crédito Público Fiscaliza el cumplimiento en su tiempo y forma del Servicio de la deuda. Registra Pagos	<b>Pagos</b>	

## **2.Uso del Crédito Público ##**

Uno de los propósitos fundamentales del Sistema de Crédito Público consiste en atender las necesidades de financiamiento del Tesoro, en las mejores condiciones posibles para el erario y de acuerdo a los planes de Gobierno establecidos en la Ley de presupuesto de Gastos y Recursos de cada ejercicio, para lo cual las áreas que conforman al Sistema, deben estar en contacto permanente con el universo de acreedores que proveen recursos al sector público.

Dicho universo está constituido básicamente por los mercados de capitales y por las distintas Instituciones financieras oficiales Multilaterales y Bilaterales.

Dentro de estos últimos se encuentran los organismos multilaterales de crédito de los que la Nación forma parte (como el BID, el BIRF o el FMI) y los organismos bilaterales, cuyo financiamiento en general se canaliza a través de agencias de promoción de exportaciones como el Eximbank de EE.UU., y otras agencias que otorgan financiamiento de gobierno a gobierno (este tipo de deudas es el que da origen en determinadas circunstancias especiales, a los acuerdos de renegociación que se establecen a través del denominado “Club de París”).

A su vez se pueden identificar a los participantes de los mercados de capitales, mediante una primera clasificación en inversores institucionales (fondos comunes de inversión, fondos de jubilación y pensiones, compañías de seguro), bancos comerciales e inversores individuales.

A continuación y a los efectos del análisis de la situación actual del endeudamiento público, se acompaña una breve reseña de algunos aspectos y de algunos hechos vinculados con el sistema financiero que tuvieron directa repercusión en la evolución y configuración de la Deuda Pública.

### **2.1 Antecedentes y Breve Reseña del Uso del Crédito Público por parte del Estado Nacional y de la Evolución de la Deuda Pública**

La problemática del endeudamiento público en los países de Latinoamérica comienza a tener relevancia a partir de la década de 1970, en la que las sucesivas crisis del petróleo tuvieron como correlato un aumento de la inflación en los países desarrollados. En Estados Unidos, por ejemplo, la inflación superó el 10% anual en 1974, 79, 80 y 81. Para reducir esos elevados índices la Reserva Federal dispuso en los primeros años de la década de 1980 un aumento en las tasas de interés, las que llegaron a superar el 15% anual en 1981 y 82.

Otra consecuencia de las sucesivas crisis del petróleo, fue una redistribución del ingreso mundial en favor de los países de la OPEP (Organización de Países Productores de Petróleo), lo que generó un excedente de liquidez internacional, que finalmente fuera

canalizado vía financiamiento al desarrollo de países del denominado tercer Mundo. Así, en 1982 varios países de América Latina habían acumulado una importante deuda externa.

Como en su mayoría dicha deuda era a tasa flotante, el aumento de los tipos de interés en 1981-82 generó una situación de imposibilidad de hacer frente a los vencimientos de los compromisos por el endeudamiento, situación que fue conocida como “Crisis de la Deuda”.

Entre los años 1983 y 1987 hubo 3 refinanciaciones con la Banca acreedora (1983; 1985 y 1987), en las cuales se otorgaban créditos para que la Argentina pudiera hacer frente a los vencimientos de deuda y reestructurar su pasivo, además de obtener algunos aportes en efectivo

En los años posteriores (hasta 1990) el financiamiento a la Argentina tuvo las características de financiación forzada, ya que en 1988 cesaron los pagos sobre la mayor parte de la deuda externa y se acumularon atrasos fundamentalmente con los bancos comerciales y en menor medida con el Club de París y con los Organismos Internacionales.

Bajo esas condiciones, conseguir “dinero nuevo” (o sea, destinado a financiar proyectos de inversión) era virtualmente imposible. No obstante cabe mencionar que en ningún momento se dejó de atender los servicios de los Bonos Externos (BONEX), por esta razón, la calificación del Riesgo Soberano se mantuvo en los últimos escalones de la categoría “Deuda medianamente especulativa” sin ingresar en la categorización “Deuda predominantemente especulativa “, a pesar de la virtual cesación de pagos en que la República estaba incurriendo

Los atrasos se siguieron acumulando hasta que la República Argentina encaró entre los años 1991 y 1993 una importante tarea de normalización financiera, tanto en los frentes interno como externo, como así también en la instrumentación de un adecuado Sistema de Administración de la Deuda Pública.

Con respecto al sector interno, se llevó a cabo un proceso de conciliación y consolidación de las deudas pendientes de reconocimiento y/o instrumentación (devengadas e impagas), entre otros sectores involucrados, con el sistema previsional, con los proveedores del Estado, con los exportadores y con las provincias.

A su vez desde el frente externo, la normalización financiera representó tres procesos principales: la firma de un Programa de Facilidades Extendidas con el FMI, un nuevo acuerdo de reestructuración de deuda con el Club de París (1992) y la refinanciación de la deuda con la banca privada a través de la firma del Plan Brady (1993).

Una vez que la Argentina volvió a ser considerada en los mercados internacionales de capitales comenzó una nueva etapa en el financiamiento a la República, la que consistió básicamente en el acceso a los mercados de capitales.

Internacionalmente, la estrategia de inserción en los mercados fue implementada a partir de 1993 mediante el armado de un programa europeo de notas a mediano plazo en multimonedas por US\$ 8.000 millones y colocaciones adicionales en distintos mercados incluyendo bonos globales en dólares, a través de la Shelf registration ante la SEC por u\$s 2000 millones, bonos en yenes, en marcos alemanes, etc.

Localmente, se llevaron a cabo algunas licitaciones esporádicas de Letras de Tesorería de corto plazo, mientras que a partir de 1996 y sobre la base de distintas experiencias observadas en varios países desarrollados, se ha implementado un nuevo esquema de organización del mercado local de deuda pública, sistema que contribuye a la canalización del ahorro interno el que por sus características diferenciadas y su impacto sobre el desarrollo del mercado de capitales, será explicitado con mayor profundidad en el presente capítulo.

Desde el punto de vista de la Administración del endeudamiento público y dentro del marco de la Reforma de la Administración Financiera gubernamental, el Sistema de Crédito Público ha participado en el proceso de ajuste, saneamiento y reestablecimiento de la solvencia del Estado mediante una serie de acciones, entre las que se destacan la reducción y reordenamiento de los saldos de la deuda hasta llegar a niveles compatibles con la capacidad de pago y el reordenamiento de los pasivos del Sector Público.

Este proceso implicó fundamentalmente el establecimiento de un registro confiable del saldo de la deuda pública y públicamente garantizada integrado a los Sistemas Presupuestarios y de Contabilidad Gubernamental, el establecimiento de las condiciones para la fiscalización del adecuado uso de los recursos obtenidos en operaciones de crédito público como así también la atención en tiempo y forma del Servicio de la Deuda Pública;

Desde el punto de vista de los acreedores y como consecuencia de los procesos mencionados, uno de los cambios que mayor importancia ha tenido efecto en el Sistema Financiero Internacional ha sido la sustitución de la deuda instrumentada a través de préstamos por deuda instrumentada mediante títulos públicos.

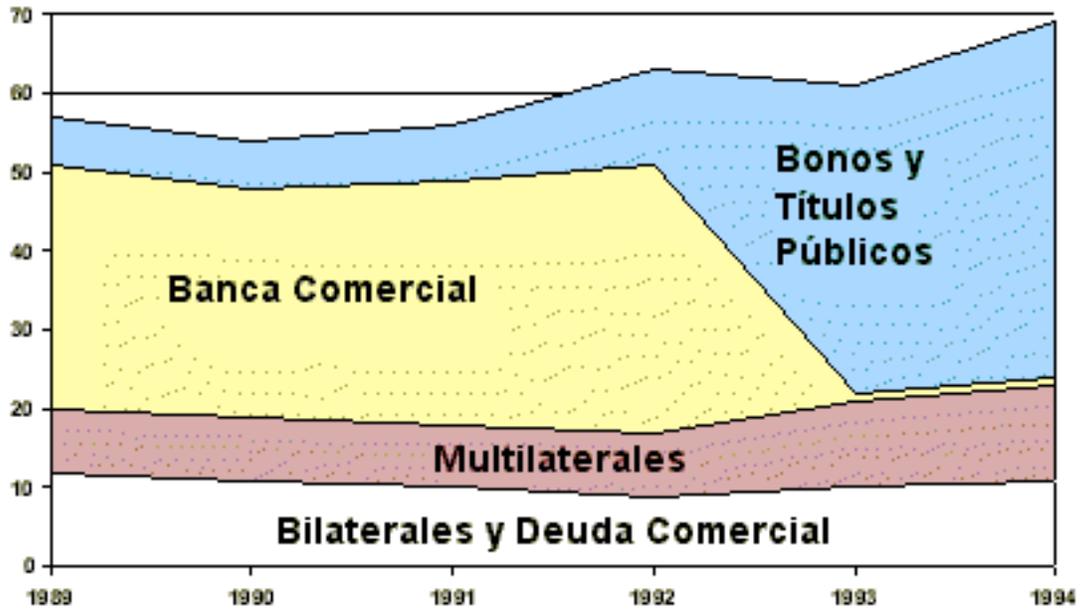
Como ejemplo, podemos ver que mientras la deuda en títulos públicos en moneda extranjera de la Argentina era de US\$ 12,207 millones en diciembre de 1992, como consecuencia de la reestructuración de la deuda con Bancos comerciales (Plan Brady), ese número saltó a US\$ 42,032 millones en el mismo mes de 1993.

El aumento espectacular de la incidencia de los títulos públicos no es un hecho aislado en el mundo, y corresponde a una tendencia a la innovación en las operaciones de crédito, provocada entre otros factores, por la globalización de los mercados financieros y a que la banca internacional, se dispuso cada vez menos a asumir los riesgos de préstamos a países en vías de desarrollo en forma unitaria o sindicada (o sea, préstamos hechos por un único banco o por un pool de bancos, respectivamente).

Por dicha razón, en la actualidad la Banca participa en los financiamientos al sector público, recurriendo en forma creciente a los mercados mundiales de capital, en donde los acreedores pasan a ser fondos comunes de inversión, fondos de jubilación y pensiones, compañías de seguro e inversores particulares.

En el siguiente gráfico se puede observar la evolución de la incidencia de los Títulos Públicos en el total de la deuda entre los años 1.989 y 1.994 durante los cuales se produjo un fuerte cambio de tendencia en la composición del endeudamiento de los países en vías de desarrollo.

**“Evolución de la deuda pública en moneda extranjera (1.989-1.994)”**  
(en miles de millones de US\$ corrientes)



A su vez la deuda en títulos en moneda nacional ascendió de U\$S 1.509 millones a U\$S 5.256 entre el 31/12/91 y el 31/12/93, llegando finalmente a U\$S 6.878 el 31/12/94. La razón fundamental para este crecimiento ha sido el proceso de consolidación de la deuda interna.

Como conclusión de la reseña y de los conceptos expuestos, se advierten importantes cambios estructurales en la situación de la deuda pública con relación al contexto en que se encontraba, previo a encarar la reforma de la Administración Financiera Gubernamental. Dichos cambios consisten básicamente en:

- a. Acceso al mercado de colocación de títulos públicos de carácter voluntario, ya que la relación con el total emitido de bonos, varió entre algo menos del 2% en 1989 a más del 50% a fines de 1998
- b. Creación de un mercado doméstico de colocación de títulos públicos tendiente a un sostenido desarrollo del mercado de capitales local y del ahorro interno
- c. Modificación del perfil de los acreedores, debido a que la relación entre los bonos emitidos y el total de la deuda pública varió entre alrededor del 9% en 1989 a más del 75% a fines de 1998, lo que implica que en la actualidad resulta prácticamente imposible la apertura de negociaciones directas con los acreedores.
- d. Cumplimiento puntual de los pagos por servicios de la Deuda Pública, lo que implica que no existen instrumentos en los cuales el país se encuentre en mora lo que se transforma en un complemento de peso en el momento de analizar y calificar el llamado “riesgo país”.
- e. Estructuración del órgano rector del Sistema de Crédito Público

## 2.2 Proceso de Endeudamiento en los Mercados de Capitales

Dentro del marco de la política financiera del Estado Nacional, la decisión de utilizar títulos públicos como herramienta para el financiamiento del Tesoro, reporta ventajas relativas en términos de costos, plazos, flexibilidad y transparencia y a su vez implica exigencias en materia de disciplina fiscal y estricta formalidad en el cumplimiento de las obligaciones contractuales.

En dicho sentido y a los efectos de acceder a los mercados de capitales, tanto el sector público en sus distintos niveles (nacional, provincial o municipal) como así también el sector privado, es de práctica el cumplimiento de una serie de etapas y requisitos que en términos generales se describen a continuación.

### 2.2.1 Identificación de Necesidades y Estrategias de Acceso a los Mercados de Capitales

Los principales objetivos de la emisión se establecen una vez identificada la necesidad de financiamiento o dentro de una política de financiamiento anticipado (en previsión de eventuales crisis financieras) que puede ser instrumentada ante oportunidades de liquidez,

bajos costos o confianza en los mercados emergentes, debiéndose contar en todos los casos con las autorizaciones pertinentes requeridas en la Legislación vigente.

Dentro de los mecanismos disponibles, pueden plantearse a grandes rasgos las siguientes alternativas básicas de acceso a los mercados, las que en general apuntan a diversificar la base inversora de las colocaciones del Gobierno a los efectos de minimizar los riesgos de la cartera de pasivos, evitar saturación en los mercados y minimizar los costos de captación de los fondos:

a. contar con la documentación requerida para acceder rápidamente a los mercados: a tal efecto los instrumentos adecuados son la Registración ante la Comisión de Valores de Estados Unidos y el establecimiento de un Programa de Euroletras de Mediano Plazo.

La “Shelf Registration” ante la SEC (Securities Exchange Commission de los Estados Unidos) es una autorización para hacer ofertas públicas de bonos o acciones en los EE.UU, a cuyos efectos se registra un monto estimado a ser emitido en una o varias emisiones durante un lapso de dos años, sin necesidad de posterior autorización de la SEC.

El objetivo de la Comisión es proteger a los pequeños y medianos inversores, y para ello los potenciales emisores deben presentar un prospecto informando detalladamente sobre su situación económico-financiera, política, social, etc., información que es evaluada por la SEC para proceder a la registración correspondiente.

A su vez, el establecimiento de un Programa de Euroletras de Mediano Plazo consiste en un procedimiento similar al registro ante la SEC y configura un marco legal para acceder a distintos mercados bajo diversos instrumentos (plazos, monedas, tasas de interés, amortización), a cuyos efectos y para facilitar el procedimiento, varias plazas europeas aceptan que se haga un registro único en alguna Bolsa de Valores (en el caso argentino, la Bolsa de Luxemburgo) y se emitan en los demás países bajo las Leyes del Reino Unido. Una excepción es Alemania, ya que las emisiones en marcos no se hacen bajo el Programa Europeo

Las principales ventajas del programa consisten en la reducción de los costos fijos de la colocaciones y el acceso al mercado en plazos cortos de tiempo

mediante colocaciones privadas o sindicadas.

b. desarrollar el mercado doméstico: los objetivos principales que se persiguen al desarrollar un mercado local de deuda pública consisten en la contribución a la canalización del ahorro y desarrollo del mercado de capitales interno, el establecimiento de una curva de rendimiento para colocaciones del Gobierno en moneda local y consecuentemente el establecimiento de un segmento de financiación de corto plazo, como así también el de facilitar el desarrollo de nuevos instrumentos financieros.

Dadas las características diferenciadas del sistema que diera origen al mercado local de deuda pública, el mismo será descripto detalladamente en el punto correspondiente, denominado “Desarrollo del mercado local de títulos públicos”.

c. lanzamiento de bonos globales: la utilización de este tipo de instrumento financiero permite captar montos importantes en cada emisión con menores rendimientos al inversor y bajo costo debido fundamentalmente a la alta liquidez que poseen estos instrumentos por negociación continua en varias plazas simultaneas.

d. explorar nuevos mercados, la ventaja que ofrece la ampliación y diversificación de las fuentes de financiamiento mediante la colocaciones de títulos en diversas monedas y plazos, consiste fundamentalmente en evitar la saturación “crowding out” de los mercados y monedas

e. efectuar colocaciones sindicadas y colocaciones privadas: a su vez las colocaciones privadas y sindicadas (eventualmente en el marco de alguno de los programas explicitados anteriormente) permiten captar montos importantes mediante emisiones a medida, con un rápido acceso a los fondos y menores costos de intermediación.

### 2.2.2 Definición de Objetivos de la Emisión y Selección del Banco de Inversión

Dentro de las políticas y estrategias definidas, los objetivos de la emisión contemplan las necesidades y fuentes de financiamiento disponibles y definen el monto a emitir en función de la ejecución presupuestaria y los vencimientos del servicio de la deuda existente, y consecuentemente el esquema deseado de amortizaciones y vencimiento final, la moneda elegida y otros aspectos como ser tasa máxima deseada, plazos para recibir los fondos, etc.

Sobre la base de los mismos, se reciben de los Bancos de Inversión o eventualmente de Inversores Institucionales, las correspondientes ofertas de financiamiento, que contienen propuestas de montos y condiciones legales y financieras de la operación, las que en general incluyen tasa de interés; comisiones y gastos; calendario de amortizaciones y su período de gracia; moneda de la operación; garantías y jurisdicción aplicable y requisitos legales exigidos en los distintos mercados, condiciones que en buena medida estarán determinadas por la percepción del riesgo crediticio de la operación.

Identificada la necesidad y definidos los objetivos, uno de los aspectos más relevantes del proceso de endeudamiento a través de los mercados de capitales, consiste en la selección y contratación del banco de inversión o banco líder de la colocación que asesorará al Gobierno en la preparación del programa y en la presentación de la emisión ante el mercado, A tal efecto y en aquellos casos en que el emisor no es conocido por parte de los Bancos de Inversión, se da un proceso previo denominado “due diligence”, por el cual los bancos de primera línea, antes de comprometerse, se aseguran de no arriesgar su prestigio frente a su cartera de clientes e inversores. En ese sentido representantes de los

Bancos observan las finanzas y toman contacto con los responsables de las mismas, garantizándose la confiabilidad del contratante.

Para la selección del Banco Líder además del costo de su intervención, se consideran una serie de atributos de las instituciones que han manifestado su interés en participar en la emisión, entre los que se destacan la experiencia en la colocación de títulos Soberanos de características similares en cuanto a moneda, plazo, tasa y su capacidad de distribución en las plazas a las que está orientada la emisión.

Por otra parte es necesario evaluar otras características institucionales del Banco a contratar, como por ejemplo la calidad del departamento de análisis (“research”), su capacidad de negociación en el mercado secundario y el Compromiso institucional con la región y en particular con el país.

En relación con la selección del Asesor Legal, en general la misma se orienta a estudios de profesionales experimentados en transacciones similares, con manejo de los idiomas requeridos y con excelente reputación

### 2.2.3 Preparación de la Documentación Legal y del “Prospecto” (Documento de Oferta)

El paso siguiente consiste en la preparación de toda la documentación requerida para la emisión, entre la que se distingue el denominado “prospecto” o documento de oferta a presentar a los potenciales inversores y el conjunto de la documentación legal sobre la cual se discuten los términos y condiciones para la formalización de los convenios necesarios, incluyendo las autorizaciones internas y de los organismos de control que requiere el emisor de acuerdo a la Legislación vigente.

Dicho prospecto contiene básicamente la siguiente información:

Descripción general de la economía del del emisor y de la situación económico-financiera de las finanzas públicas, con información de la estructura de la deuda (existente y propuesta), análisis crediticio e historial del cumplimiento del emisor e información relevante de ingresos y egresos presupuestarios de los últimos periodos. Garantías, compromisos y legislación aplicable a la emisión que se promueve

Descripción de la emisión indicando el título a ofrecer, la utilización de los fondos, los gastos y comisiones, las consideraciones impositivas, la jurisdicción y marco legal aplicable, los derechos de ejecución y otros factores de riesgo

A su vez la documentación legal esta compuesta fundamentalmente por el Acuerdo de compra o suscripción y el contrato de agencia.

Como ejemplo de un contrato de Agencia Financiera (“Fiscal Agency Agreement”) puede mencionarse el celebrado en el marco del programa de Euroletras de Mediano Plazo el 19 de octubre de 1994 con el Bankers Trust que establece la mecánica operativa

de la negociación de los títulos en los mercados autorizados, asimismo establece que conforme a las necesidades financieras es posible emitirlos en distintas series separadas periódicamente y a su vez que el agente actuará como depositario del certificado global y su transferencia a terceros será indicada por la República. Este certificado luego se transfiere a DTC (The Depository Trust Company) o a Euroclear o Cedel Bank.

A su vez el contrato de Underwriting es básicamente el contrato por el cual la República se compromete a emitir títulos de deuda y el o los bancos colocadores se comprometen a comprarle a la República los mismos. El contrato regula los términos y condiciones legales que rigen la transacción, entre las que se destacan las condiciones bajo las cuales los títulos serán emitidos y comprados por los suscriptores (underwriters) Estos títulos serán con posteridad revendidos a inversores institucionales o privados.

En el mismo se establecen entre otras, las condiciones y aprobaciones que deberán ser cumplidas por el emisor para la efectiva colocación de los títulos, se incluye además en el contrato la actuación que les corresponde a los abogados externos de la República respecto a las opiniones que proporcionan a los underwriters, cláusulas sobre los Compromisos asumidos; jurisdicción aplicable en casos de conflictos, la Obligación de no otorgar en garantías; la obligación de presupuestar los servicios; limitaciones para contraer deuda futura y/o para constituir garantías, limitación para operar con instituciones asociadas o para llevar a cabo ventas de Activos; compromisos de provisión periódica de información por parte de las partes, etc.

A su vez dicho contrato prevé cláusulas por incumplimiento de las partes como por ejemplo incumplimiento cruzado (cross default); falta de pago, representaciones falsas, etc.

#### 2.2.4 Gira de Promoción (“Road Show”)

Otro paso importante dentro del proceso, consiste en la realización de reuniones con potenciales inversores, lo que en la jerga se denomina “roadshow”, para ese fin una delegación de autoridades del Gobierno viajan al exterior a los efectos de explicar personalmente a los inversionistas la situación del emisor, quedando a disposición de los mismos para evacuar las preguntas y dudas que presenten los participantes de la exposición, compuestos por administradores de los fondos de pensión, bancos, seguros, fondos de inversión, inversores individuales, etc.

En estas reuniones los inversores conocen en forma directa a los responsables del manejo de las finanzas del Gobierno, y tienen la oportunidad de complementar el análisis de la confiabilidad del emisor

#### 2.2.5 Fijación de Terminos y Condiciones. Cierre

Una vez concluido el proceso descrito, se cierra la operación, lo que implica fijar definitivamente las condiciones financieras a que estarán sujetas las partes, tanto si se trata de un proceso licitatorio, de un concurso o de una negociación directa.

### 2.3 Calificación del Riesgo Crediticio

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

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

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

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

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

En líneas generales, el análisis del riesgo soberano contempla dos tipos de factores: cuantitativos y cualitativos según se describe a continuación. Los factores cuantitativos, como lo indica su nombre, son numéricos y se determinan sobre la base de la información disponible en las cuentas públicas, estadísticas y presupuestos. En cambio, los factores cualitativos se basan en la opinión fundada de los analistas sobre aspectos más subjetivos de la administración.

#### 2.3.1 Factores de tipo Cuantitativo:

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

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

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

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

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

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

### 2.3.2 Factores de Tipo Cualitativo:

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

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

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

### 2.3.3 Escalas de Valores

Una vez efectuados los análisis correspondientes, las agencias de calificación proporcionan información sobre el nivel de riesgo crediticio utilizando una escala de símbolos, tal como se observa en la siguiente tabla correspondiente a las calificaciones de deuda de mediano y largo plazo:

<b>Categorías</b>	<b>Standard &amp; Poors</b>	<b>Moody's</b>	<b>D &amp; P</b>
I.Deuda apta para inversión - Máxima seguridad - Muy alta calificación - Grado medio alto - Grado medio bajo.	AAA AA+/.AA- A+ / A- BBB+ / BBB-	Aaa Aa1 / Aa3 A1 / A3 Baa1 / Baa3	AAA AA+ / AA- A+ / A- BBB+ / BBB-
II.Deuda especulativa 1. Medianamente especulativa -Grado especulativo bajo. -Grado altamente especulativo	BB+ / BB- B+ / B-	Ba1 / Ba3 B1 / B3	BB+ / BB- B+ / B-
2. Grado predominantemente especulativo - Riesgo sustancial -Extremadamente especulativo -Absolutamente especulativo - Mora	CCC+ / CCC- CC C D	Caa Ca C	CCC DD / DP

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

Como ejemplo se puede mencionar que la calificación de riesgo soberano vigente a principios de 1997, para los bonos en moneda extranjera a mediano y largo plazo de la Argentina era de “grado especulativo bajo” para Standard & Poor’s y Duff & Phelps, y “grado altamente especulativo” para Moody’s, calificación esta última que se modificó durante 1.998, alcanzando a la fecha una calificación en la misma categoría de “grado especulativo bajo”, aunque en un grado inferior.

El siguiente cuadro permite observar las calificaciones de riesgo de las tres agencias para los principales países de América Latina al 15 de marzo de 1999:

## Calificación del Riesgo Soberano al 15/03/99

Categorías	Standard & Poors	Moody's	D & P
Deuda apta para inversión - máxima seguridad - muy alta calificación - grado medio alto - grado Medio Bajo	AAA AA+/AA- A+/A- (Chile) BBB+/ BBB BBB- (Uruguay / Colombia)	Aaa Aa1/Aa3 A1/A3 Baa1 (Chile)/ Baa2 Baa3 (Colombia/ El Salvador/ Uruguay)	AAA AA+/AA- A+/A- (Chile) BBB+ BBB (Colombia) BBB- (Uruguay)
Deuda especulativa - grado especulativo bajo	BB+(Panamá) BB (Argentina/ Costa Rica/ Perú/ El Salvador) BB-	Ba1 (Panamá/ Costa Rica) Ba2(Guatemala)  B3 (Argentina/ Perú)	BB+ (El Salvador/ Costa Rica) BB (Argentina/ Perú) BB- (Brasil)
- grado altamente especulativo	B+(Paraguay/ Brasil/ Venezuela) B  B-	B1 (Bolivia)  B2 (Nicaragua/ Venezuela/ Brasil/Paraguay) B3 (Ecuador)	B+ (Venezuela) B  B-

Cabe destacar que un país que se ha diferenciado netamente en América Latina es Chile, calificado como “Deuda apta para inversión - grado medio” por las tres agencias.

### 2.4 Desarrollo del Mercado Local de Títulos Públicos ##

#### 2.4.1 Objetivos del Sistema

Dentro de las acciones llevadas a cabo orientadas al acceso a los mercados de crédito, a partir de 1994 la estrategia en el mercado local consistió, en efectuar algunas licitaciones esporádicas de letras de tesorería a corto plazo (90 y 180 días), sin un calendario regular de llamados a licitación.

Las consecuencias de dicha irregularidad fueron entre otras la ausencia de criterios definidos y previsibles de adjudicación, la falta de liquidez de los instrumentos, una alta volatilidad de las tasas locales por cuya razón no era posible construir una curva de rendimientos, como así también se verificaban altos costos de las transacciones y falta de instrumentos de cobertura.

Posteriormente y luego de un estudio acerca de las experiencias de otros países en el desarrollo de sus mercados domésticos de Deuda Pública, mercados que en algunos casos alcanzan una significativa participación en el total del financiamiento al Estado, tal como se desprende de la siguiente tabla, en donde se puede observar para una muestra de países centrales y emergentes, la participación de los mercados internos en los totales de la deuda pública de acuerdo a información publicada por el Bank of International Settlement y Goldman Sachs, referente a datos al 31/03/98:

País	Relación deuda pública total sobre PBI	Particip. de la deuda interna en el total de la deuda pública
EE.UU	67,5 %	99,56 %
Alemania	62,0 %	85,65 %
Japón	81,0 %	84,20 %
Canadá	101,0 %	78,12 %
Francia	62,0 %	77,42 %
Brasil	37,0 %	75,68 %
Italia	120,0 %	74,92 %
Gran Bretaña	63,0 %	69,52 %
España	69,0 %	67,68 %
India	67,0 %	27,76 %
México	30,0 %	24,00 %
Argentina	33,0 %	22,73 %

A partir de dichas experiencias, el Estado Nacional procedió a diseñar y sentar las bases de un nuevo esquema de organización del mercado local de deuda pública, el que fue lanzado a los inversores en el recinto de la Bolsa de Comercio en abril de 1996.

El objetivo principal del Sistema consiste en lograr un esquema de colocaciones regulares de Letras de Tesorería (Letes) y Bonos del Tesoro de mediano y largo plazo (Bontes), y contribuir al desarrollo del mercado local de capitales.

#### 2.4.2 Principales Características del Sistema

Una de las principales características del sistema consiste en su simplicidad debido a que los instrumentos de deuda previstos en el mismo, se han agrupado en dos únicas categorías, las que se asemejan en su estructura a los instrumentos existentes en los principales mercados del mundo: las Letes que consisten en letras a descuento a 91, 182 y 364 días de plazo y los Bontes que son títulos que amortizan integralmente al vencimiento y pagan intereses semestralmente (Bullets).

Otra característica relevante del sistema es dotar al mercado de un marco de previsibilidad y regularidad, dado que el sistema contempla que antes del inicio de cada

ejercicio fiscal, se estipulen el monto total a colocar, como así también los cronogramas de emisiones previstas, las que son realizadas a través de licitaciones públicas.

Dichas licitaciones se realizan en dos tramos: el tramo competitivo, en el cual los participantes licitan montos y tasas, mientras en el tramo no-competitivo los participantes licitan solamente montos (hasta un máximo del 10% del total anunciado), y aceptan la tasa de corte adjudicada, para lo cual se utiliza el sistema de tasa única (Sistema Holandés).

La intención de estas emisiones consiste en brindar al mercado local una serie de títulos que, al representar el riesgo soberano (o riesgo-país), funcionen como puntos de referencia para las emisiones del sector privado, para lo cual a través de pantallas públicas, hay una difusión transparente y permanente de los precios vigentes de Letes y Bontes.

El registro y liquidación de los nuevos instrumentos está a cargo del Banco Central de la República Argentina a través de la Central de Registro y Liquidación (CRYL), empleando las modalidades de transferencias usuales en las principales plazas financieras: “entrega contra pago” y “entrega libre de pago”.

En síntesis, el Gobierno ha pasado de un criterio de colocación oportunístico a uno de regularidad, con costos de transacciones alineados con los estándares internacionales y con el compromiso de colocar íntegramente el importe anunciado para cada licitación.

Como contrapartida de este compromiso y a los efectos de garantizar una demanda mínima en el mercado primario, y a su vez de proporcionar liquidez y una cotización permanente de los títulos en el mercado secundario, surge la figura de creadores de mercado. Los principales compromisos asumidos por los creadores de mercado consisten en:

- participar significativamente en las licitaciones;
- suscribir individualmente a fin del ejercicio un 4% del total adjudicado;
- cotizar en todo momento precios de compra y/o venta;
- participar activamente en el mercado secundario y
- presentar ofertas adicionales en caso de adjudicarse un monto inferior al 100% anunciado.

A su vez, los creadores de mercado tienen derecho a:

- canalizar las operaciones de la Secretaría de Hacienda de compra y/o venta de Letes y Bontes;
- participar en colocaciones por suscripción directa o licitación privada de dichos títulos;

- solicitar el mismo día de la licitación un 10% adicional de Letes y Bontes al precio de corte;
- participar en reuniones previas a las licitaciones a ser convocadas por la Secretaría de Hacienda a efectos de analizar la situación del mercado y
- solicitar hasta un 2% del monto anunciado de la licitación en el tramo no competitivo.

El criterio de selección inicial de los “Creadores de Mercado” para el primer año del nuevo esquema, (entre 1° de abril de 1996 y 31 de marzo de 1997), se basó en la participación primaria y secundaria de los mismos en el mercado de títulos públicos y en el apoyo brindado a la Secretaría de Hacienda en el desarrollo del proyecto. La nómina de Creadores de Mercado hasta el 31/03/99 está compuesta por los siguientes bancos:

Morgan Guaranty Trust C. of N.Y.	The Chase Manhattan Bank	ABN Amro Bank N.V.
Banco de Galicia y Bs. As. S.A.	BBV Banco Francés S.A.	Banco Rio de La Plata S.A.
ING Bank S.A.	Bankboston N.A.	Citibank N.A.
Deutsche Bank S.A.	Bank of America N.T. & T.A.	HSBC Banco Roberts S.A.

El sistema de creadores de mercado se encuentra en continuo perfeccionamiento, en ese sentido se destacan los mejoramientos producidos en el índice para la medición del desempeño de los intermediarios autorizados, aumentando la rigurosidad en cuanto a que se asigna mayor ponderación a la participación en el mercado secundario, al impulso a la negociación a través de medios electrónicos y a la negociación de instrumentos de mayor DURATION.

Por último cabe mencionar que el marco legal del nuevo sistema, está regido por el Decreto 340/96 y las Resoluciones de la Secretaría de Hacienda 230/96, 238/96 y 241/96.

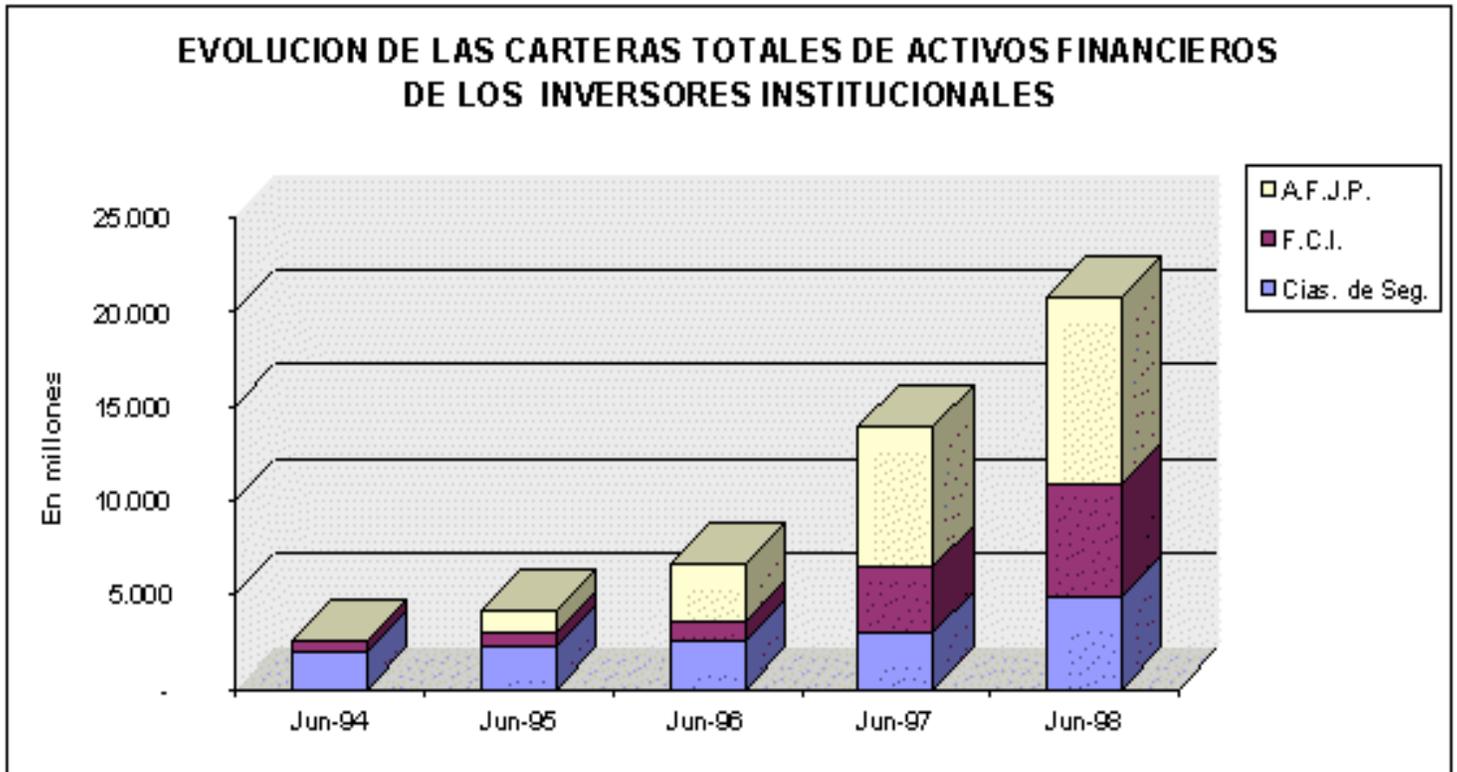
#### 2.4.3 Quiénes participan

Los inversores institucionales han sido los responsables principales del exponencial desarrollo que han tenido los mercados locales de deuda en las últimas dos décadas, entre ellos podemos destacar a los Fondos de Pensión, a las Compañías de Seguros de Vida, Compañías de Seguros Generales, los Fondos Mutuos, Bancos para su cartera propia, los Hedge Funds, otros administradores de activos, etc.

Nuestro país no ha sido ajeno a este proceso, en la plaza local los principales inversores son, las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), los Fondos

Comunes de Inversión, las Compañías de Seguros de Vida, las Compañías de Seguros de Retiro, las Administradoras de Riesgos del Trabajo (ART) y los Bancos.

Para el año 1999, la Ley de Presupuesto General, autoriza la emisión de Letes a plazos entre 90 y 360 días, hasta alcanzar un monto en circulación en valor nominal de \$3,000,000,000. El objetivo señalado es “atender los vencimientos de similares instrumentos colocados durante el año 1998”.



#### 2.4.4 Resultados del Sistema

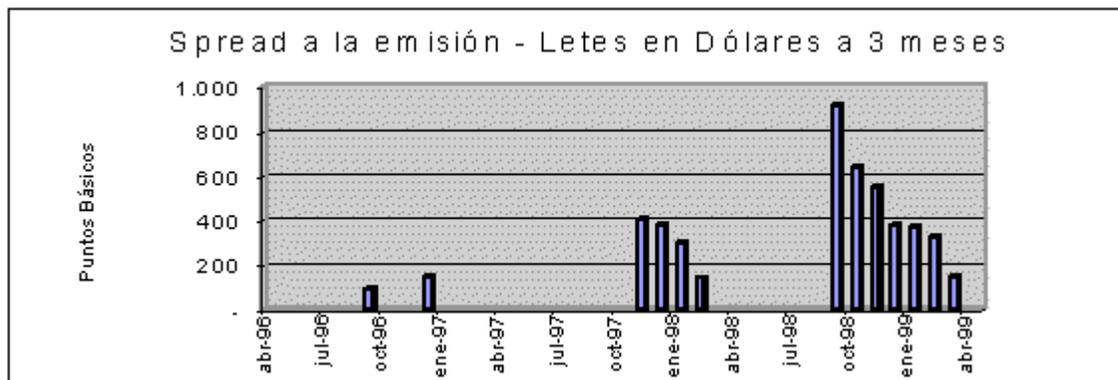
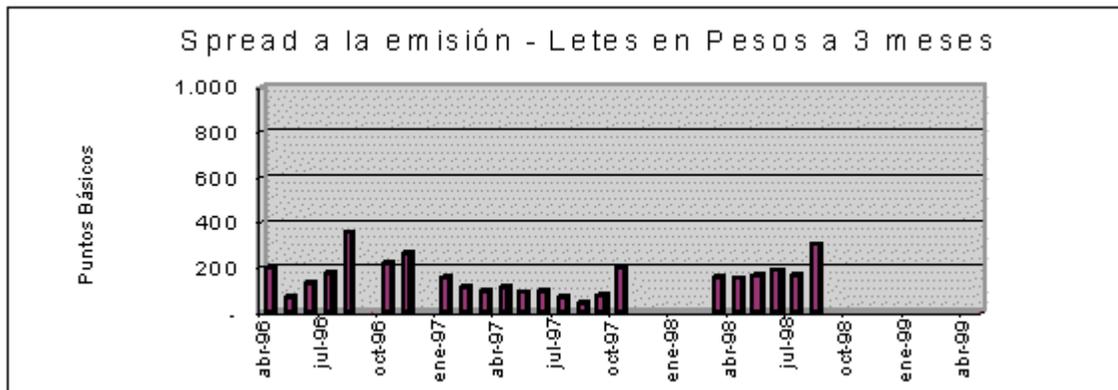
Desde la implementación del nuevo sistema y hasta el 31/03/99 fecha en la que se cumplen 3 años desde el lanzamiento del sistema, se han realizados 65 licitaciones de LETES en pesos y dólares y 12 licitaciones de BONTES en dólares por un total colocado de 23.613.- mill.

En la siguiente tabla se pueden observar un resumen de las operaciones realizadas desde la puesta en vigencia del sistema:

Título Licitado	Moneda de la operación	Plazos	Nº de Licitaciones	Monto colocado (mill)
Letes	\$	3, 6 y 12 meses	28	7,250.-
Letes	US\$	3, 6 y 12 meses	37	11,375.-
Bontes	US\$	5, 10 y 27 años	12	4,988.-
		TOTALES	77	23,613

Fuente: Subsecretaría de Financiamiento

Como reflejo de los resultados obtenidos, en el siguiente gráfico se observa la evolución de los spreads de las Letes a 3 meses en pesos y dólares sobre títulos de igual vida promedio del Tesoro de EE.UU., teniendo en cuenta que la última licitación de Letes en moneda local se realizó en agosto de 1998, debido a que por efecto de la crisis en Rusia no resultaba conveniente convalidar las tasas que se ofrecían en Pesos, continuándose con el programa realizando las licitaciones previstas en Dólares.





A su vez, las calificaciones de riesgo vigentes al 31/03/99 de los nuevos instrumentos están expresadas en la siguiente tabla.

	Letes		Bontes	
	Pesos	Dólares	Pesos	Dólares
Standard & Poor's	A3(*)	B	BBB-(*)	BB
Duff & Phelps	D3(*)	D4	BBB-(*)	BB
Moody's Investors S.	N.P.R	N.P.R	Ba3	Ba3

(\*) Investment Grade

Cabe destacar que la calificación de LETES y BONTES denominados en pesos equivale a "Deuda apta para inversión".

### 3. Títulos Públicos. Conceptos Básicos

La Ley de Administración Financiera (art. 57 inc. a) prevé el endeudamiento originado por “la emisión y colocación de títulos, bonos u obligaciones de largo y mediano plazo, constitutivos de un empréstito”.

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

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

#### 3.1 Tipos de Títulos Públicos

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

a. amortizing: son títulos por los cuales el gobierno se compromete a pagar periódicamente servicios de renta y de capital. Por ej: el BONEX 92 a 10 años de plazo denominado en dólares , que luego de 2 años de gracia amortiza anualmente un 12.5% del capital por un período de 8 años y paga una tasa LIBO semestral en US\$ cada seis meses.

b. bullet: (bala): son títulos por los cuales el gobierno se compromete a pagar periódicamente servicios de renta, pero amortizan integralmente al vencimiento. Por ej: una Euroletra denominada en libras esterlinas, que paga semestralmente una tasa de 8,25% anual, y amortiza integralmente en el año 2,002.

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

Así, sobre la base de la diferencia entre el precio de emisión (valor actual) y el valor nominal al vencimiento (face value) del bono de cupón cero, se calcula el rendimiento esperado del mismo. Ej.: un bono de cupón cero con valor nominal de \$130.000 y con plazo de 10 años, justipreciado para rendir un 10%, tendría un precio a la emisión de \$50,000.

### 3.2 Condiciones de Emisión en el Mercado Primario de un Título Público

Se definen a continuación los principales elementos que configuran un título público y que son definidos en la documentación de emisión del Título y se mantienen invariantes durante la vida o maduración del mismo dado que constituyen los derechos del poseedor del papel de deuda:

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

b. Plazo: indica la duración del título que se emite, y rige a partir de la fecha de emisión hasta la madurez. Ej.: el plazo del BONEX 92 es de 10 años.

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

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

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

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

g. Cupones de renta: consisten en el calendario de pagos y fórmula y tasa de interés aplicable correspondientes a la renta del capital. Los intereses representan la ganancia que percibe el tenedor del bono, y se calculan sobre el saldo de deuda, aplicando la tasa de interés y el margen que se fijan en las condiciones de emisión (p.ej. LIBOR para los títulos emitidos en dólares, y un promedio ponderado del BCRA para los emitidos en pesos).

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

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

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

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

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

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

Ej: el BONEX 92 es un título cartural, ya que en las condiciones de emisión se estableció que la Casa de Moneda S.E. procederá a imprimir los Bonos que se emitan, según la distribución y la numeración el que indique Banco Central de la República Argentina.

l. Condiciones de registro y de transacción del título en los mercados secundarios: son las condiciones definidas en la documentación de emisión del título, que establecen bajo que modalidades y que entidades tendrán la responsabilidad de registrar las transacciones que se producirán en el mercado secundario.

### 3.3 Negociación y Evaluación de un Título Público en Mercados Secundarios

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

A continuación se definen una serie de indicadores, los que junto con la cotización diaria del título emitido, permiten durante el periodo de maduración del mismo, valorar el pasivo asumido por el Gobierno y efectuar el seguimiento de la percepción del riesgo que el mercado le asigna al título emitido y colocado.

a. Precio de mercado: es el precio que surge del libre juego de la oferta y la demanda establecida en la cotización del M.A.E. (Mercado Abierto Electrónico), la bolsa u otros mercados. Ej: el precio de mercado del BONEX 92 al 30/04/99 ascendía a 0,4865%.

El precio de la cotización diaria, expresa el rendimiento que el inversor que ingresa al mercado, pretende por un flujo de pagos comprometido por el gobierno en las condiciones de emisión, condiciones que no varían en el tiempo. A mayor precio menor rendimiento del inversor y a menor precio mayor rendimiento del inversor, dado que el flujo de pagos del gobierno, es independiente de la cotización diaria en los mercados.

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

b. Intereses corridos (o cupón corrido): son los intereses devengados entre la fecha de emisión o de inicio del cupón corriente y la fecha de referencia. Ej: el interés corrido del BONEX 92 desde el inicio del período de Renta 14, (del 15/03/99 hasta el 30/04/99) es de un 0,24%.

c. Valor residual (capital no amortizado): es el valor que resulta de descontar a los valores nominales las amortizaciones que se van produciendo y en aquellos casos particulares en los que se capitalizan intereses, sumarle los intereses capitalizables corridos a la fecha. Ej: el BONEX 92 durante el período comprendido entre marzo del 99 y setiembre 99, tiene un valor residual de U\$S 861.681 millones.

d. Valor residual técnico: es el que resulta de adicionar al valor residual los intereses corridos a la fecha. Ej: el Valor residual técnico del BONEX 92 al 30 de abril de 1999 asciende a U\$S 863.689 millones.

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

Ej: la paridad del BONEX 92 al 30 de abril de 1999 es  $48,65/50,12 = 97\%$ .

f. Circulación: es el monto de títulos públicos en poder del sector privado. Generalmente se calcula sobre la base del valor residual. Ej: el monto en circulación del BONEX 92 asciende a V.R. 342.217 millones.

g. Cartera del sector público: es el monto de títulos públicos en poder del Sector Público (en manos, por ejemplo, del BCRA, ANSES, etc.). Ej: el monto en cartera de Sector Público del BONEX 92 asciende a V.R. 519.464 millones.

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

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

### 3.4 Indicadores Usuales para el Análisis de Instrumentos Financieros

a. Valor Presente: VP, representa el valor actual de un flujo futuro de fondos a cierta tasa de interés, la cual opera como una tasa de descuento:

Sean :C1, C2, ... , Cn, los flujos de fondos a obtenerse en los períodos 1, 2,..., n. y r la tasa de interés. Por lo tanto:

$$VP = C1/(1+r)^1 + C2/(1+r)^2 + \dots + Cn/(1+r)^n = \sum_{j=1}^n Cj/(1+r)^j$$

En términos de operatorias con bonos o títulos, el VP = Precio del título en el mercado secundario y r= rendimiento del inversor que ingresa al mercado comprando un título que genera un flujo de fondos C1, C2, ..., Cn , al precio VP.

b. Tasa Interna de Retorno Efectiva Anual o Rendimiento: TIREA, es la tasa de descuento que determina que el valor actual del flujo de fondos previsto en las condiciones de emisión sea igual al precio de mercado, con lo cual se determina el "rendimiento del inversor" es la tasa de descuento que determina que el "cash flow" sea igual a 0, es decir es la r, que hace 0 la siguiente igualdad:

$$0 = - VP + C1/(1+r)^1 + C2/(1+r)^2 + \dots + Cn/(1+r)^n.$$

Ej: aplicando la fórmula de TIREA del BONEX 92 al 30/04/99 surge que :

$$0 = - 48,65 + 13,79/(1+r)^1 + 0,99/(1+r)^2 + 13,54/(1+r)^3 + 0,70/(1+r)^4 + 13,23/(1+r)^5 + 0,37/(1+r)^6 + 12,88/(1+r)^7$$

La Tasa Interna de Retorno Efectiva Anual puede hallarse despejando r de la ecuación precedente o bien por iteración que iguale el segundo miembro a cero, de la cual se desprende que r=7,6 % satisface la igualdad

La Tasa interna de retorno variará en función del precio del bono y de la tasa de interés de los flujos futuros. Respecto al precio, diremos que si el mismo cotiza a la par, la TIREA será igual a la tasa de interés del título o bono que corresponda; si cotiza sobre la par la TIREA < tasa de interés y si cotiza bajo la par la TIREA > tasa de interés.

Observación: La TIREA ha sido utilizado como el indicador mas relevante, hasta que se generalizó el uso del Rendimiento Semianual. La TIREA supone la reinversión de cada flujo a la misma tasa de rendimiento.

c. Rendimiento Semianual: El rendimiento semianual representa una tasa nominal anual en base semestral. Se obtiene a partir de la TIREA de la siguiente manera,

$$REND_{sa} = ((1+TIREA)^{1/2} - 1) * 2$$

Ej: el rendimiento semianual del BONEX 92 al 30/04/99 ascendía 7,46%.

$$REND_{sa} = ((1+7,6\%)^{1/2} - 1) * 2 = 7,46\%$$

El Rendimiento Semianual se utiliza para obtener los "Spreads" sobre los rendimientos que se tomen como referencia ("benchmarks"), ya que en el mercado norteamericano y en parte del euromercado los rendimientos se expresan de este modo.

d. Vida Promedio: es el promedio ponderado del tiempo en que resta para amortizar integralmente el título o lo que es lo mismo es el tiempo promedio en que el inversor tarda en recuperar el capital de su inversión. La vida promedio se mide a partir de la fecha de

análisis, ya que la misma va disminuyendo desde la fecha de emisión hasta el vencimiento del título, fecha en la que se hace cero.

Teniendo en cuenta que los bonos tienen cuotas de capital (K) y de intereses (i), la vida promedio de un bono en el momento 0, expresada en unidades de plazo (años, meses, días), será:

$$VP_0 = \left( \sum_{j=0}^n KR_j * \text{plazo de vigencia del período } j \right) / KR_0.$$

Donde KR significa capital residual, o sea el capital que resta amortizar. Ej: para el cálculo de la vida Promedio del BONEX 92 AL 30/04/99 se parte del flujo de pagos previsto en concepto de capital:

Período	Amortización	Capital Residual
14	12.5	50
16	12.5	37.5
18	12.5	25
20	12.5	12.5

$$VP_0 = (50 * 138/365 \text{ años} + 37.5 * 1 \text{ año} + 25 * 1 \text{ año} + 12.5 * 1 \text{ año}) / 50 = 1.87 \text{ años}$$

Como otro ejemplo tomemos un bono a la fecha de su emisión, con vencimiento a los 4 años y con amortización del 25% anual. Podemos armar la siguiente tabla:

Período	Amortización	Capital Residual
0	0	100
1	25	75
2	25	50
3	25	25
4	25	0

$$\text{Así, la } VP_0 = (100 * 1 + 75 * 1 + 50 * 1 + 25 * 1) / 100 = 2.5 \text{ años}$$

e. "Duration": Se define como "duration" de un bono al plazo promedio ponderado del flujo de fondos integrado por los pagos formados por capital mas intereses K+i, La "duration es un mejor estimador que la vida media del tiempo que resta para la cancelación de la obligación por parte del Gobierno, como así también de la inmovilización de la inversión por parte del inversor, puesto que la vida promedio considera solamente el flujo de capital K que resta amortizar.

Por sus características, la "duration" es siempre menor o igual a la vida promedio, sin embargo otra visión permite asimilar el valor de la duration de un bono con otro bono teórico asociado de igual rendimiento y de "cupón cero" cuyo plazo de vencimiento es precisamente igual a la duration.

Definida como d, la fórmula correspondiente es la siguiente:

$$d = \frac{\sum_{j=1}^n (C_j/(1+r)^j) * j}{VP}$$

Siguiendo el ejemplo anterior y suponiendo un título que cotiza bajo la par a un precio de 95 y cuya tasa de interés en condiciones de emisión es del 10%, obtenemos en la siguiente tabla el flujo futuro de fondos resultante de sumar en cada período las cuotas de amortización y de intereses.

Período	KR	Amortización	Intereses	Flujo Futuro
0	100			
1	75	25	10.0	35.0
2	50	25	7.5	32.5
3	25	25	5.0	30.0
4	0	25	2.5	27.5

A un precio de mercado de \$95 por valor nominal de \$100, el rendimiento del título (utilizando la fórmula de la TIREA) es de 12,51%, y por lo tanto la duration es:

$$d = \frac{(35*1)/(1.1251)^1 + (32.5*2)/(1.1251)^2 + (30*3)/(1.1251)^3 + (27.5*4)/(1.1251)^4}{95}$$

$$d = (31.107 + 51.3445 + 63.1849 + 68.6363) / 95$$

$$d = 2.2555$$

Es decir esta estructura financiera con 4 cuotas anuales de amortización y rendimiento del 12,51%, es equivalente a un bono de cupón cero con precio 95 y cuyo monto a 2.2555 años de plazo será 123.9325, o sea  $\{95*(1.1251)^{2.2555}\}$

f. Volatilidad o "Modified Duration". Es una medida de la elasticidad o sensibilidad precio - rendimiento. Indica aproximadamente cuanto debe cambiar el precio para que el rendimiento cambie en un 1%. Téngase en cuenta que existe una relación negativa entre precio y rendimiento. Su fórmula es:

$$V = d / (1 + r/k)$$

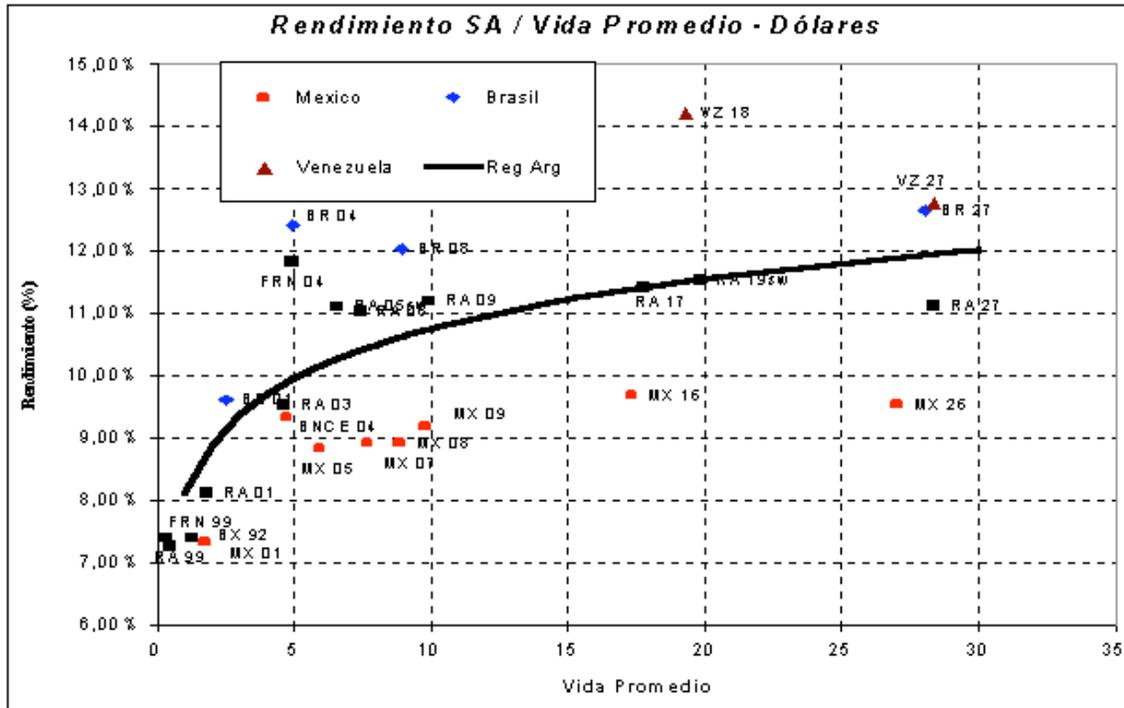
Donde k es el número de pagos anuales del bono que aplicado a nuestro caso resulta  $V = 2.2555/1.1 = 2.05$

g. Spread: Es la diferencia entre el rendimiento de un bono y el rendimiento de otro bono que es tomado como referencia. Dicha diferencia es expresión del riesgo-país. Habitualmente se comparan rendimientos de bonos de similar vida promedio. Los spreads se expresan en "puntos básicos", siendo estos un centésimo de un uno por ciento. Así, un spread de 1.56% es igual a 156 puntos básicos.

f. Curva de Rendimientos: Es la relación funcional entre los rendimientos y la Vida Promedio de los bonos en cuestión. Generalmente tiene pendiente positiva (lo que implica mayor rendimiento a mayor plazo), como es el caso de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, pero también puede asumir diversas formas en relación a la situación económica financiera del país considerado.

A continuación se observa como ejemplo la curva de rendimientos semianuales en función de la vida promedio correspondientes al 30 de Abril de 1.999, para una serie de

Títulos en u\$s de la República Argentina y su comparación con algunos instrumentos financieros equivalentes de Brasil México y Venezuela y con indicación del Bonex 92, usado como ejemplo en las definiciones planteadas:



#### **4. Préstamos con Organismos Internacionales ###**

Los organismos internacionales de crédito son instituciones financieras que conceden préstamos a los países miembros, con el objetivo de fomentar su desarrollo, como así también el de resolver problemas circunstanciales (desequilibrios en balanza de pagos, etc.). Pueden ser globales (como el Banco Mundial y el FMI) o regionales (como el BID). Ser país miembro significa, además del derecho de obtener préstamos, el derecho de gozar de ciertos beneficios (asistencia técnica, créditos blandos, etc.) y tener representantes en la Junta de Gobernadores.

Entre los Organismos más importantes en cuanto a volumen de financiamiento otorgado a la República Argentina, se encuentran: el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF, Banco Mundial).

El origen del FMI y el BIRF es el mismo: ambos fueron creados en la Conferencia de Bretton Woods, llevada a cabo en Estados Unidos durante julio de 1944 para definir el escenario del sistema financiero internacional en la post Guerra. EL FMI se ocupa básicamente de asuntos monetarios, mientras el Banco Mundial fomenta el desarrollo económico.

Los préstamos otorgados por los Organismos Internacionales de Crédito son esencialmente distintos a los préstamos sindicados a través de los cuales se realizó el financiamiento a los países de América Latina en los años 70 y 80. En efecto, los Bancos Comerciales, para otorgar un crédito, estudiaban la situación macroeconómica del país deudor, mientras que lo que Banco Mundial y el BID exigen es que el proyecto o programa que se financia sea de importancia vital para el desarrollo del país y que existan garantías que el mismo sea viable y pueda ser llevado adelante por el país tomador del crédito.

A su vez, los créditos que se otorgan corresponden a proyectos específicos: proyectos de inversión (escuelas, carreteras, hospitales), saneamiento fiscal de provincias, reforma del Estado, apoyo a las exportaciones, desequilibrio de balanza de pagos, etc.

Un contrato típico de préstamo con el BID o BIRF empieza describiendo el objeto del préstamo y nombrando a la institución encargada de llevar a cabo su ejecución. Otros elementos importantes son:

- definiciones de los términos utilizados en el contrato;
- interés, amortizaciones y comisión de crédito;
- tipo de moneda, lugar de pagos, tratamiento impositivo;

- condiciones relativas a los desembolsos y los procedimientos;
- suspensión de desembolsos y vencimiento anticipado (en caso de default);
- la ejecución del programa: que puede ser hecho con los recursos del financiamiento y condiciones para llevar a cabo las contrataciones a cargo del préstamo;
- obligaciones del organismo ejecutor del préstamo (elaborar informes, controles, etc.) y los procedimientos normales de registros, inspecciones e informes;
- comunicaciones entre las partes y mecanismos de resolución de diferencias.

A continuación se describen someramente las principales características de los Organismos Internacionales de Crédito mencionados anteriormente.

#### 4.1 Fondo Monetario Internacional

Los objetivos básicos del Fondo Monetario Internacional pueden resumirse en:

- Restaurar el equilibrio de la balanza de pagos;
- Conservación de recursos;
- Lograr la estabilidad en tasas de cambio;
- Fomentar el comercio multilateral;
- Fomentar la cooperación internacional.

Dentro de ellos, el objetivo principal del Fondo consiste en resolver desequilibrios de balanza de pagos. En realidad, con su creación se buscó evitar las devaluaciones y variaciones en las tasas de cambio de los años 30, que llevaron a una guerra comercial con cada país tratando de sacar provecho de su moneda subvaluada.

Los países al incorporarse como miembros deben observar el código de conducta (art. VIII - Convenio del Fondo) en materia de restricciones cambiarias, prácticas monetarias discriminatorias, y prácticas de tipo de cambios múltiples. Una vez que un país ha aceptado dichas obligaciones, no puede introducir restricción alguna sobre los pagos internacionales corrientes sin previa autorización del Fondo.

Con relación al uso de los recursos cabe mencionar que la ayuda financiera que otorga el Fondo consiste en una transacción en divisas. El país miembro compra al Fondo una suma en divisas a cambio de una cantidad equivalente en su propia moneda. Se espera que el país miembro "recompre" su moneda dentro de un plazo de tres a cinco años.

La transacción de recompra se lleva a cabo en oro, con divisas aceptables al Fondo, o con derechos especiales de giro, y su efecto es reducir las tenencias del Fondo en la moneda del país miembro. A continuación se definen algunos conceptos básicos y la terminología que es de uso común al analizar la operatoria de este Organismo:

a. Acuerdos de Crédito Contingente (Stand-By): Estas son disposiciones adoptadas por los Directores Ejecutivos que dan al país miembro la seguridad de poder girar hasta por las cantidades prescritas, durante un lapso determinado, y que, por lo general, se encuentran supeditadas a las garantías dadas por el país miembro de que pondrá en práctica ciertas políticas especificadas en la carta de intención.

b. Giro: Es una transacción de compra al Fondo que un país miembro efectúa de la moneda de otros países miembros cuando necesita realizar pagos internacionales. El país miembro paga al Fondo una cantidad equivalente en su propia moneda.

c. Carta de Intención: Cuando un país miembro desea obtener un giro del Fondo o solicitar un acuerdo de crédito contingente, se le suele instar a que especifique al Fondo en una "carta de intención" las medidas que está adoptando con el fin de superar las dificultades que han dado origen a la necesidad de que se le otorgue el crédito.

d. Acuerdos de giro: En 1952, el Fondo estableció el sistema de acuerdos de giro, con arreglo al cual un país miembro recibe de antemano la seguridad de que, durante un período determinado -que general-mente es de doce meses- recibirá ayuda financiera por una suma especificada para corregir el desequilibrio de sus cuentas internacionales.

e. Sistema de financiamiento compensa-torio: En 1963, el Fondo implantó un sistema especial para ayudar a los países miembros que experimentaban dificultades de pagos debido a la deficiencia temporal de sus ingresos de exportación. Por este sistema se les permite obtener divisas del Fondo hasta una suma equivalente al 50% de su cuota.

f. Derechos especiales de giro: En 1969, el Fondo creó una moneda escritural, llamada Derechos Especiales de Giro (DEG). Sólo pueden poseer DEG los países miembros que participan en el sistema de DEG, otros tenedores que el Fondo prescriba y el Fondo mismo. No pueden utilizarse en transacciones con particulares. Las asignaciones de DEG consisten en asientos contables basados en un cierto porcentaje de la cuota que corresponde a cada país participante, y su cotización es calculada a partir de una bolsa con cinco monedas.

g. Tramo: La cantidad que un país miembro puede obtener mediante un giro contra el Fondo guarda relación con el monto de su cuota; la facilidad con que puede girar la determina el tramo (porción)- que normalmente consiste en una cuarta parte del total de la cuota - en que esta comprendido el giro que se va a hacer.

h. Cargos: Este término se aplica a las cantidades que el Fondo percibe en relación con los giros de la moneda de un país miembro en exceso de la cuota del mismo, los

acuerdos de crédito contingente (stand-by) que otorga, y las compras o ventas al Fondo. Los cargos del Fondo son pagaderos en oro, dólares de Estados Unidos o derechos especiales de giro.

i. Asistencia Técnica: La prestación de asistencia técnica constituye una de las principales actividades del Fondo. Para ello el Fondo envía a algunos de sus funcionarios a los países miembros, a veces por largos períodos, para que den asesoramiento en relación con medidas generales de política económica. El Fondo mismo reúne y publica un volumen considerable de estadísticas a partir de los datos que le facilitan los países miembros.

j. Acuerdo de facilidades extendidas: Préstamo otorgado por el FMI, que implica para el país receptor el compromiso de realizar determinadas reformas estructurales con el objeto de cumplir con un conjunto de metas de política económica fijadas en el mismo acuerdo.

Estas metas deberán ser alcanzadas en un determinado periodo de tiempo (generalmente 3 años) pero las mismas son monitoreadas por el FMI en forma trimestral para verificar su cumplimiento efectivo. El desembolso del financiamiento acordado se producirá al cumplirse estas metas o en el caso de que el Fondo otorgue una dispensa.

## 4.2 Banco Mundial

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

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

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

En relación con la Suscripción al Banco, cabe mencionar que solamente los países miembros del FMI pueden acceder al Banco Mundial. La administración del BIRF sigue los mismos principios de la administración del FMI (Junta de Gobernadores y Junta Ejecutiva). Al igual que el Fondo, la Sede Central del banco se encuentra en la ciudad de Washington.

a. El Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento - BIRF.

El objetivo principal del BIRF es otorgar préstamos en condiciones de mercado a aquellos países en desarrollo con un ingreso per cápita relativamente alto.

A tal efecto el Banco obtiene la mayor parte de los fondos que presta a los países en desarrollo a través de la venta de sus obligaciones en el mercado de capitales del mundo, a inversionistas que exigen obtener de los fondos que prestan al Banco la misma rentabilidad que en el caso de cualquier otro prestatario. Para poder realizar el pago de los intereses a quienes adquieren las obligaciones el Banco debe cobrar a su vez intereses a los que obtienen los préstamos.

Los préstamos del Banco Mundial se desembolsan solamente a medida que se efectúan gastos por concepto de proyectos específicos. Para cerciorarse de que sus préstamos serán reembolsados, el BIRF aplica criterios adecuados de financiamiento, con lo cual no ha sufrido pérdidas en los préstamos concedidos y sólo se han registrado unos cuantos casos de reajuste del servicio de los mismos. Los criterios que aplica en sus operaciones crediticias comprenden un estudio de los siguientes aspectos:

- la capacidad crediticia del prestatario;
- la prioridad que reviste el proyecto para el que se solicita el préstamo en relación a las necesidades económicas y generales del país;
- la viabilidad técnica y financiera del proyecto;
- la capacidad de los encargados de dirigir el proyecto para ejecutarlo satisfactoriamente y administrarlo después en forma eficiente.

En el caso de préstamos otorgados a organismos gubernamentales y empresas privadas, el Banco cuenta además con la protección de la garantía del Gobierno del país en que esté situado el proyecto, conforme lo exige el Convenio Constitutivo. Además, en los préstamos a empresas privadas el Banco suele exigir alguna clase de caución, en forma de hipoteca u otro gravamen sobre los activos del prestatario. A su vez el Banco vende sus obligaciones a través de dos sistemas:

1. Oferta pública de bonos y pagarés en los mercados por medio de grupos de bancos y agentes de inversiones que ofrecen y distribuyen las emisiones a los inversionistas.
2. Colocación privada de emisiones de obligaciones directamente con bancos centrales, otras entidades gubernamentales, organismos internacionales e instituciones financieras comerciales.

En el caso de incumplimiento de pago, el Banco puede recurrir a varios procedimientos. Los convenios de préstamo y de garantía del Banco con los miembros se rigen por el derecho internacional y, por lo tanto, están protegidos contra cambios en la leyes de los gobiernos prestatarios o garantes.

El Banco no podría recurrir a la Corte Internacional de Justicia, ya que la jurisdicción de ésta se limita a la diferencia entre Estados, pero podría apelar a los siguientes recursos: negociación entre las partes; suspensión de desembolsos y aceleración de vencimientos; sometimiento de la cuestión a arbitraje internacional.

En las Condiciones Generales del Banco no se establece ningún procedimiento especial para exigir el cumplimiento de un laudo arbitral contra un país prestatario. No obstante, en la práctica es poco común el hecho de que un Estado se niegue a cumplirlo. Esa negativa podría menoscabar seriamente el crédito del país deudor en los mercados privados de capitales. En caso de incumplimiento grave y continuo el Banco podría suspender al país como miembro y al cabo de un año de suspensión cesaría automáticamente de serlo.

#### b. La Asociación Internacional de Fomento (AIF).

La AIF es una institución intergubernamental afiliada del Banco Mundial, a través de la cual se otorgan préstamos para proyectos de desarrollo económico en condiciones concesionarias a los países menos prósperos.

Estos préstamos imponen al prestatario una carga relativamente menos gravosa, porque se otorgan con un tipo de interés muy bajo o porque son reembolsables a muy largo plazo, o por ambas razones. Su principal objetivo es asegurar que los reembolsos no tendrán efectos negativos en la balanza de pagos del país, y el principal mecanismo usado es a través del repago del préstamo en moneda nacional del país deudor.

Los fondos de la AIF se obtienen de cinco fuentes: las suscripciones iniciales de los países miembros, las "reposiciones" (fondos de los gobiernos) periódicas a las que contribuyen los miembros más prósperos, las aportaciones especiales de algunos de los países miembros, las transferencias de parte de los ingresos del Banco Mundial y los propios ingresos netos acumulados por la AIF (por el cargo por servicios que se impone sobre el saldo desembolsado de los créditos y también de inversiones a corto plazo de fondos líquidos).

### 4.3 Banco Interamericano de Desarrollo

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

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

#### a. Recursos del BID y Destino del Financiamiento

Los recursos del Banco son usados exclusivamente para beneficiar a los países miembros. Cada miembro podrá negociar con el Banco sólo a través de su Tesoro, Banco Central u otra agencia fiscal similar. Los recursos del BID pueden ser clasificados como recursos propios u otros recursos.

##### 1. Recursos Propios

Los recursos propios se dividen en Capital Ordinario y el Fondo para Operaciones Especiales. El Capital Ordinario consiste en el Capital Autorizado Pagado; Bonos y empréstitos con garantía del capital exigible; venta de participaciones en préstamos a instituciones financieras; reembolsos de sus préstamos; intereses y comisiones de sus operaciones.

Los préstamos con recursos ordinarios de capital son destinados a proyectos en el campo de la infraestructura económica (carreteras, puertos, energía eléctrica, telecomunicaciones y otros). También estimulan el desarrollo de los sectores directamente productivos (agricultura, ganadería, pesca, industria, minería, etc.), mediante préstamos directos o préstamos globales. También se financia con estos recursos el programa de financiamiento de las exportaciones intra-regionales de bienes de capital.

Los tipos de interés en estos préstamos se determinan por el costo del dinero. Los plazos de amortización son variables, aunque no suelen exceder los 15 años. Se cobra una comisión de compromiso. Los pagos deben realizarse, según los casos, en las monedas prestadas o comprometidas. A su vez el Fondo para Operaciones Especiales es constituido por Contribuciones de los países miembros; reembolso de préstamos del mismo Fondo; intereses y comisiones devengados con sus operaciones; y otros recursos a su disposición.

El Fondo es usado en el financiamiento de préstamos para circunstancias especiales. Los campos de acción del Fondo son: desarrollo agrícola (infraestructura agrícola, instituciones de desarrollo rural, industrias agrícolas, etc.), estudios de preinversión y

preparación de proyectos, desarrollo urbano y vivienda, educación, desarrollo económico, salud pública (establecimiento de centros sanitarios para prevención de enfermedades; construcción, expansión y modernización de hospitales, etc.) y actividades diversas (investigación tecnológica, normas de control de calidad, productividad, mano de obra, higiene industrial y prevención de accidentes, etc.).

Los préstamos se conceden a tasas de interés más bajas, plazos de amortización y períodos de gracia más amplios y con posibilidad de ser pagados totalmente en las mismas monedas desembolsadas.

## 2. Otros Recursos

Fondo Fiduciario de Progreso Social: los recursos de este Fondo se utilizan en colonización y mejor uso de la tierra, facilidades comunales y sanitarias y de suministro de agua, vivienda para los sectores de bajos ingresos y financiamiento complementario de facilidades para la educación y el adiestramiento avanzado. También la asistencia técnica relacionada con lo anterior.

Otros Fondos en Administración, provenientes de países no miembros.

### b. Préstamos

Prestatarios: El Banco puede conceder préstamos a cualquier país miembro y a cualquiera de las subdivisiones políticas y órganos gubernamentales del mismo y a cualquier empresa privada o de economía mixta constituida en su territorio con personalidad y capacidad jurídica para contratar préstamos.

Política prestataria: (Normas y condiciones). Los préstamos se dirigen principalmente para el financiamiento de proyectos específicos. Pero también se efectúan préstamos globales a instituciones de fomento.

Clases de préstamos: Los préstamos que el Banco otorga se pueden clasificar según la relación del Banco con el prestatario: Préstamos para proyectos específicos o Directos (la entidad que lo recibe es el prestatario final, quien en forma directa invierte los fondos en un proyecto determinado); Préstamos Globales o Indirectos (la entidad que los recibe no es el beneficiario final, sino una intermediaria que representa esos recursos para actividades específicas por medio de subpréstamos para diferentes proyectos); Financiamiento de Exportaciones de Bienes de Capital

### c. Distribución de los préstamos 1961-98.

Como referencia de las características de los préstamos típicos del BID se puede mencionar que entre 1961 y 1998, el BID ha concedido a la Región préstamos por un total de U\$S 95,750 millones de acuerdo al detalle de la siguiente planilla. A su vez y con respecto al año 1.998, el BID le ha asignado particular atención a los sectores de reforma del sector público e inversión social.

**Composición de los Préstamos 1961-98  
(en miles de dólares estadounidenses)**

	1961-98	%	1998	%
Energía	16.443	17.2	832	8.2
Agricultura y Pesca	12.580	13.2	122	1.2
Transporte y Comunicaciones	12.198	12.7	793	7.2
Industria, Minería y Turismo	7.907	8.3	1.108	11.0
Reforma del Sector Público	13.934	14.6	3.841	38.5
Inversión Social	4.457	4.7	1.093	10.8
Otros	28.231	29.3	2.274	23.1
Total	95.750	100	10.063	100

(\*) Investment Grade

## **5. Operaciones de Reestructuración de la Deuda Pública #####**

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

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

A su vez, la consolidación consiste en la transformación de una o mas partes de la deuda pública (generalmente interna y de corto plazo), en deuda instrumentada a mayor plazo, con lo que se concilian los montos adeudados y se modifican las condiciones de su servicio, generalmente a través del canje de deuda por títulos públicos.

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

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

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

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

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

### **5.1 Acuerdo de Conversión y Reducción de la Deuda con Bancos Comerciales del Exterior (Plan Brady)**

En el marco del proceso de reforma de la economía argentina, un paso fundamental en el año 1992 para posibilitar el regreso de nuestro país a los mercados voluntarios de capitales era la regularización de las relaciones con la banca comercial privada, dado que a partir de abril de 1988 se habían suspendido los pagos de las deudas contraídas con dichas instituciones. El proceso de regularización y disminución del saldo de la deuda comenzó en 1990, cuando se empezaron a efectuar pagos mensuales en concepto de intereses.

En abril de 1992, se acordaron en Santo Domingo (República Dominicana) los principales términos de la refinanciación de la deuda de mediano y largo plazo con el Comité de Bancos Acreedores (bajo los lineamientos del llamado Plan Brady), y el 6 de diciembre de ese mismo año se suscribieron los contratos definitivos. El 7 de abril de 1993 se produjo el canje de la deuda con bancos comerciales del exterior por bonos, como paso final de las tratativas para regularizar la situación de la deuda mencionada.

El capital adeudado elegible en el acuerdo se canjeó por bonos a tasa flotante (bonos con descuento) o bonos a tasa fija (bonos a la par), a opción del acreedor (con la limitación que la elección global del bono con descuento no podía ser inferior al 35% del total). Ambos bonos son a 30 años de plazo, amortizables en un sólo pago al vencimiento.

En el caso de la deuda elegible canjeada por Bonos Garantizados a Tasa Flotante (conocidos como bono con descuento) se efectuó una quita del 35% sobre el valor nominal. La tasa de interés es la LIBO semestral con un spread de 13/16%.

En el caso del Bono Garantizado a Tasa Fija (conocido también como bono par) el canje se efectuó por el 100% del valor nominal. En el caso de los bonos en dólares de los EE.UU. la tasa de interés es fija y creciente desde el primer año (4%) hasta el séptimo, a partir del cual es constante (6%). En el caso de los bonos denominados en marcos alemanes la tasa constante a lo largo de los 30 años es 5,87%. p.a.

El acuerdo implicó una quita ya sea en el capital o en el servicio de la deuda de igual magnitud en términos de valor actual a la fecha del acuerdo, cualquiera fuese el bono elegido.

En el marco de las negociaciones con los acreedores, algunas exigencias básicas fueron respetadas: del lado de los bancos, se exigía que los bonos que se entregaban a cambio de la deuda tuvieran una garantía. Del lado argentino, se logró el respeto a la inmunidad de las reservas internacionales que respaldan a la Ley de Convertibilidad.

El mecanismo que se acordó para garantizar a los bonos emitidos incluye la adquisición de bonos de cupón cero. Estos bonos no pagan interés y amortizan integralmente al vencimiento. El rendimiento está dado por la diferencia entre el valor nominal y el precio en el momento de la compra. El costo total de las garantías de capital ascendió a USD 1.878 millones.

La garantía de capital en dólares incluye bonos de cupón cero adquiridos de una emisión especial del Tesoro de los EE.UU. a 30 años del 7 de abril de 1993 y bonos con

vencimientos anteriores comprados en el mercado. Sobre una porción de los bonos adquiridos se efectuó un acuerdo de cobertura de precio o "hedge".

Las compras anticipadas en el mercado y el acuerdo de "hedge" permitieron reducir el costo total de la garantía de capital en dólares.

El valor nominal de los bonos en dólares (su valor al vencimiento, o sea en el año 2023) asciende a USD 16.851,4 millones. El rendimiento promedio ponderado del total de los bonos del Tesoro de los EE.UU. adquiridos es de 7,49% p.a.( con idéntico criterio se trató la garantía de capital en marcos alemanes)

El Bono Garantizado a Tasa Flotante tiene una garantía de intereses del 8% del capital, que se cubre mediante inversiones que abarcan cada servicio de intereses próximo a vencer.

El Bono Garantizado a Tasa Fija en dólares de los EE.UU. tiene una garantía de intereses del 6% anual. Esta garantía se puede constituir con inversiones que vengán a lo largo de 21 meses, cubriendo los vencimientos que se producen en el ínterin. La mayor parte de las garantías se constituyen en instrumentos del Tesoro Americano de 6 y 12 meses, que coincidan con los vencimientos de los Bonos. En el caso de los Bonos en marcos, dichas garantías se cubren con inversiones denominadas en marcos en el BIS (Bank for International Settlements), en Basilea.

El costo de la garantía de intereses ascendió a USD 1.061 millones (1043 millones por los bonos en dólares y 18 millones por los bonos en marcos).

Por otra parte se negoció la financiación de la compra de las garantías requeridas de capital e intereses con Organismos Internacionales y el Gobierno del Japón. para lo cual los montos desembolsados a tal fin fueron los siguientes:

Fondo Monetario Internacional	U\$S 1.253 millones
Banco Mundial	U\$S 872 millones
Banco Interamer. de Desarrollo	U\$S 475 millones
Gobierno de Japón	U\$S 400 millones
Total	U\$S 3.050 millones

Además de los bonos canjeados por el capital de la deuda, había un problema extra: entre 1988 y 1990, no se pagaron intereses. Esos intereses se fueron acumulando y generando nuevos intereses. Después de 1990, se empezaron a realizar pagos mensuales, pero en montos que no siempre cubrían los vencimientos existentes. El saldo de los intereses vencidos e impagos remanentes fue cancelado mediante la entrega de un Bono a Tasa Flotante nominativo o al portador en dólares estadounidenses a 12 años de plazo con 3 de gracia.

El pago de intereses se hace semestralmente a la tasa LIBO mas 13/16%, a partir del 31 de marzo de 1993. La amortización de capital es en 19 cuotas semestrales crecientes comenzando a partir del 31/3/96.

De esta forma Argentina regularizó la situación de la deuda con los bancos del exterior y mejoró el perfil de vencimientos de capital y de servicio de la deuda, una vez que en 1992 comenzaban los vencimientos de capital de algunas facilidades. Estas mismas facilidades, con el Plan Brady, fueron postergadas hasta el año 2023.

## 5.2 Acuerdo de Renegociación de la Deuda Externa Oficial. Club de París

El Club de París junto a otros clubes de acreedores, como el Club de Londres y el Club de La Haya surge en la década del 50, como mecanismo multilateral de renegociación de deuda externa oficial. A partir de fines de dicha década, el Club de París pasa a constituirse en el principal ámbito para la renegociación de los servicios de préstamos otorgados o garantizados por los gobiernos o agencias oficiales de los países acreedores.

La primer reunión del Club fue en 1956, en la que se llevó a cabo la renegociación de la deuda argentina. Desde entonces, y hasta noviembre de 1992, fueron celebrados 235 acuerdos de renegociación, por un monto superior a 200 mil millones de dólares.

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

Para acceder al Club de París, el país deudor debe cumplir dos condiciones:

1. Demostrar a los acreedores que la deuda no podrá ser afrontada a menos que se refinancie;

2. Implementar los pasos necesarios para eliminar las causas de las dificultades de pagos, con el objetivo de mejorar ostensiblemente su posición de pagos externos.

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

- a. Estructura organizativa: El Club no tiene miembros fijos ni una estructura institucional; mas bien representa un conjunto de prácticas y procedimientos que se han ido implementando desde la primera reunión realizada en 1956. Las reuniones están abiertas a todos los acreedores oficiales que acepten estas prácticas y procedimientos, y se

realizan en el ámbito de la Dirección del Tesoro del Ministerio de Finanzas de Francia, cuyo Director es el Presidente del Club de París.

Debido a la inexistencia de estructura y personal propios, el Club cuenta con el apoyo permanente del F.M.I. para analizar la situación de los países deudores, proponer políticas de ajuste y publicar los resultados de los reescalonamientos.

b.Procedimientos: A continuación se explica esquemáticamente el procedimiento de la renegociación de la deuda.

Solicitud: el país deudor solicita al Presidente del Club de París una reunión con los países acreedores. A tales efectos, debe adjuntar un listado de los países acreedores, un detalle de su situación económica, y presentar un plan de reescalonamiento pretendido sobre el monto de la deuda.

Invitación: el Presidente del Club de París invita a los acreedores, al Fondo Monetario Internacional, al Banco Mundial, a la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) y, si fuera necesario, al Banco Regional de Desarrollo correspondiente.

Preparación de la Minuta Acordada: ambas partes, acreedores y deudor, firman el acuerdo que establece las pautas generales de reescalonamiento (plazo para firmar los acuerdos bilaterales, tipo de deuda a ser negociada, porcentaje del servicio que se renegocie, periodo de consolidación y términos de repago), excepto con relación a tasas de interés. La Minuta contiene varias cláusulas comunes a todos los acuerdos generales, a saber:

- Cláusula de acceso a los acuerdos bilaterales a firmar.
- Cláusula de iniciativa: garantiza tratamiento similar en los casos de deuda oficial y privada - reescalonamiento comparable para créditos de madurez comparable.
- Cláusula de nación más favorecida: garantiza un tratamiento equitativo e igualitario entre los países acreedores participantes y la obligación del deudor de no reescalonar sus acreencias contra los países no participantes en condiciones más favorables que las establecidas en la Minuta Acordada.
- Cláusula de Buena Voluntad: los acreedores indican su “buena voluntad” para negociar en el futuro un posible alivio de las obligaciones del deudor. Suele ser muy específica.

Firma de los acuerdos bilaterales: posteriormente, y teniendo como base la Minuta Acordada, se firman acuerdos bilaterales en los que se reescala la deuda y se establecen las tasas de interés. En general, el intervalo entre las dos instancias suele ser de siete meses.

c. Reescalonamiento: El reescalonamiento de pagos que se negocia en el Club de París corresponde a los servicios del principal y de la renta de préstamos de mediano y largo plazo (quedan consecuentemente excluidas las deudas a plazos menores de un año, para poder mantener líneas de crédito comerciales de corto plazo, cubiertas por agencias de crédito a las exportaciones) que venzan y sean pagaderos durante un “periodo de consolidación”, que suele ser de alrededor de quince meses.

A partir de 1990, el Club de París ha pasado a ofrecer plazos más largos en los reescalonamientos, con periodos de gracia también ampliados. Entre las opciones que se ofrecen a los países con un perfil de endeudamiento más crítico (especialmente a aquellos de menores ingresos per cápita) se incluyen, además del alargamiento de plazos:

- Reducción en el principal.
- Reducción en los servicios de renta futuros de la deuda.
- Conversión de parte de la deuda en obligaciones en moneda nacional.
- Conversión de deuda en capital.
- Conversión de deuda en protección de recursos naturales.
- Conversión de deuda en financiamiento para el desarrollo.

d. Renegociación de la deuda de la República Argentina en el marco del Club de París. Ronda V.

En el preámbulo, se mencionan todos los participantes en la reunión celebrada el 21 de Julio de 1992 en París: los países acreedores (Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Israel, Italia, Japón, los Países Bajos, España, Suecia, Suiza, el Reino Unido y los Estados Unidos de Norteamérica) y la República Argentina, además de observadores del F.M.I., B.I.R.F., B.I.D., U.N.C.T.A.D., O.C.D.E.

A continuación se mencionan las presentaciones de la Argentina (describiendo las dificultades económicas que atraviesa el país) y del Fondo Monetario Internacional (explicando la situación económica y el programa de ajuste implementado por el gobierno argentino). Finaliza con la observación de la importancia adjudicada por los acreedores al estricto seguimiento de dicho programa de ajuste.

En la 2º parte, “Recomendaciones sobre los Términos de la Reorganización”, se mencionan las condiciones acordadas por los representantes de los países acreedores.

En cuanto a tipo de Deuda a ser reestructurada, se incluyen los créditos comerciales y los préstamos de plazo superior a un año, otorgados o garantizados por el sector público de los países acreedores, a cualquier entidad del sector público argentino o garantizado por el mismo, conforme a un acuerdo o contrato anterior al 10 de Diciembre

de 1983. También se incluyen los pagos de principal o renta de préstamos reestructurados en Enero de 1985 y Mayo de 1987.

El período de consolidación abarca las operaciones con vencimiento entre el 1° de Julio de 1992 y el 31 de Marzo de 1995.

En el caso de los préstamos y créditos comerciales mencionados, se acepta renegociar el 100% de los montos de capital e intereses vencidos y no pagados. Ya en el caso de los préstamos reestructurados previamente, se renegocia un 100% de los montos de capital e intereses vencidos entre el 1° de Julio de 1992 y el 30 de Junio de 1993, y un 100% de los montos de capital solamente vencidos en el período restante.

La reestructuración obedece a un plan gradual de amortizaciones, según el cual se empieza reembolsando un 0,50% en 1996, hasta llegar al 7,80% en el 2008. En todos los casos, se excluye la reestructuración de intereses en mora, ungiendo a la Argentina a pagarlos inmediatamente.

También se mencionan las tasas de interés, las que serán fijadas en los acuerdos bilaterales.

La tercer parte contiene los denominadas “Recomendaciones Generales” mientras que en la 4° parte, “Ejecución”, se detalla el procedimiento de la reestructuración.

A su vez, los “Acuerdos Bilaterales de Refinanciación de Deudas” entre los gobiernos de la República Argentina y el de los distintos acreedores, - en algún caso representados por los Institutos de Crédito Oficial-, básicamente repiten las condiciones estipuladas en el acuerdo marco incorporando los siguientes aspectos complementarios:

1. El monto total de crédito que se refinancia.
2. La tasa de interés, las fechas de vencimiento y la forma de pago.
3. Los intereses por mora y las condiciones para la rescisión del Acuerdo por incumplimiento.
4. Las garantías (cualquier preferencia otorgada a la Argentina a cualquier acreedor de la misma naturaleza se aplica inmediatamente al acuerdo).
5. La comunicación entre las partes.
6. La imputación de pagos (pagos en dólares, sin deducción de impuestos o tasas, y la orden de prioridad de pagos: intereses en mora, intereses ordinarios y principal).
7. Resolución de controversias (primero por conversaciones amistosas, luego arbitraje).

8. El derecho aplicable y la entrada en vigor del Acuerdo.
- e. Deuda Bilateral Argentina en el Marco del Club de París - al 31/12/1994  
 Los saldos de la deuda están representados en millones de dólares al tipo de cambio del 31/12/1994).

<b>País</b>	<b>Saldo (Incluye Mora)</b>
Alemania	1,730
Japón	1,647
Holanda	1,287
España	713
Estados Unidos	555
Suiza	537
Francia	442
Italia	362
Canadá	332
Otros (Austria, Bélgica, Dinamarca, Suecia, Gran Bretaña, Finlandia e Israel)	373
<b>Total</b>	<b>7,978</b>

### 5.3 Régimen de Consolidación de Deuda Interna

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

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

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

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

La consolidación dispuesta comprende las obligaciones a cargo del Tesoro Nacional, administración pública centralizada o descentralizada, Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina, Fuerzas Armadas y de Seguridad, Fabricaciones Militares, entidades autárquicas, empresas del Estado, Desde su origen el proceso de consolidación motivó la colocación de papeles de deuda por aproximadamente treinta y dos mil ochocientos millones (V.N. 32.800.000.000.-) valuados a Valor Nominal al 30/12/98, de los cuales aproximadamente un 50% ya ha amortizado o ha sido rescatado anticipadamente (como resultado de las privatizaciones, moratorias impositivas o licitación de deuda). Los títulos públicos fueron emitidos tanto en moneda nacional como extranjera y con distintos perfiles financieros, al 30/12/98 el Valor Residual capitalizado en circulación ascendía a V.R.T. 16.487.394.000.-

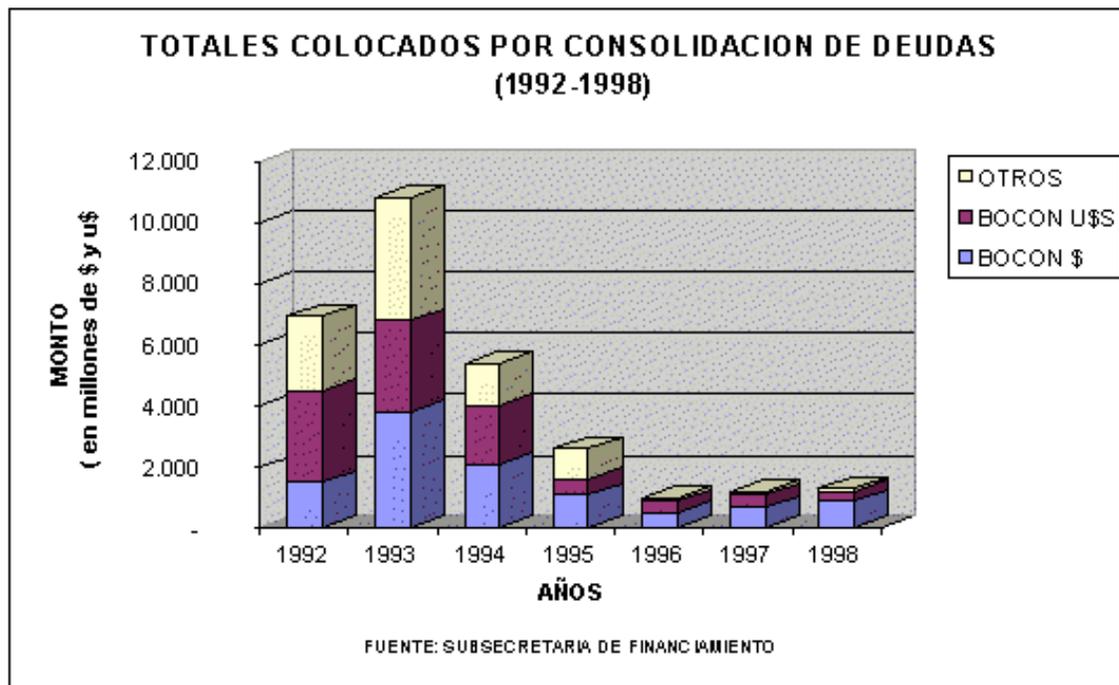
La consolidación de deudas tiene su correlato en el proceso de privatización de activos de empresas públicas, dado que el pago por los mismos, en general, puede ser integrado parcialmente en efectivo y parcialmente en títulos públicos.

Mediante el proceso de consolidación se reconoció y se canceló la mayor parte de esa deuda (99,5%) con la entrega, como ya se señalara, en diversos títulos públicos: Bonos de Consolidación, Bonos de Regalías Hidrocarburíferas, Bonos del Tesoro, Bonos de tesorería y Bonos de Inversión y Crecimiento. El resto (aproximadamente el 0,5%) fue atendido en efectivo.

Desde su origen el proceso de consolidación motivó la colocación de papeles de deuda por aproximadamente treinta y dos mil ochocientos millones (V.N. 32.800.000.000.-) valuados a Valor Nominal al 30/12/98, de los cuales aproximadamente un 50% ya ha amortizado o ha sido rescatado anticipadamente (como resultado de las privatizaciones, moratorias impositivas o licitación de deuda). Los títulos públicos fueron emitidos tanto en moneda nacional como extranjera y con distintos perfiles financieros, al 30/12/98 el Valor Residual capitalizado en circulación ascendía a V.R.T. 16.487.394.000.

La consolidación de deudas tiene su correlato en el proceso de privatización de activos de empresas públicas, dado que el pago por los mismos, en general, puede ser integrado parcialmente en efectivo y parcialmente en títulos públicos.

En tal sentido, tanto la Ley N° 23.982 (arts. 13, 14 y 15) como el Decreto N° 2.140/91 (arts. 26 y 27) estipulan el efecto cancelatorio de los Bonos de Consolidación, esto es, la posibilidad de aplicar dichos títulos a la compra de activos o al pago de deudas que el público mantuviera con el fisco.



Por otra parte, se utilizaron Bonos de Consolidación en pago de diversas deudas eneradas con posterioridad al 01/04/91, o que fueron reconocidas a través de otras leyes, entre ellas: Los pasivos de los Entes en proceso de liquidación ( Art. 45 de la Ley N° 11.672 complementaria permanente de presupuesto), los reconocimientos generados por la suspensión transitoria del Régimen de Promoción Industrial, los pasivos de Instituciones Financieras Estatales en liquidación, el reconocimiento a los ahorristas del Banco del Interior y Buenos Aires, los resarcimientos en el marco de las Leyes N° 24.043 (privación ilegítima de la libertad) y N° 24.411 (familiares de desaparecidos durante el período

1976-1983), los pasivos del Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (PAMI) y los pasivos de las Asociaciones Sindicales en el marco de la Ley N° 24.070.

Por último, es intención del gobierno que el proceso de consolidación entre en su etapa final. A tal efecto, la Ley N° 24.449 de Presupuesto General del año 1995 establecía en su artículo 28 que “El 30 de junio de 1995 caducarán los derechos y prescribirán las acciones para peticionar créditos contra el Estado Nacional o cualquiera de los entes comprendidos en la Ley N° 23.982 de causa o título anterior al 1° de abril de 1991”.

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

### Perfil de los Principales Bonos Utilizados en el Proceso de Consolidación

1. Bonos de Consolidación 1° serie (Decreto de Emisión 2140/91): Se trata de un título a 16 años de plazo emitido en pesos y en dólares. Los bonos denominados en pesos devengan un interés que surge de aplicar la tasa promedio de Caja de Ahorro Común, según lo informa el BCRA. Los bonos denominados en dólares devengan un interés que surge de aplicar tasa LIBO para los depósitos a 30 días. Capitalizan los intereses durante los primeros 72 meses. A partir del mes 73 pagan los servicios de renta y amortización mensualmente.
2. Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales 1° serie (Decreto de Emisión 2140/91): Se trata de un título a 10 años de plazo, en pesos y en dólares. Las demás características son similares al bocón 1° serie.
3. Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales 2° serie (Decreto de Emisión 684/93): Se trata de un título a 10 años de plazo, en pesos y en dólares, con fecha de corte 01/09/92. Las demás características son similares al bocón 1° serie.
4. Bonos de Consolidación de Regalías Hidrocarburíferas (BCRH). Decreto de Emisión 54/93. Se trata de un título emitido en dólares, a 16 años de plazo. Devenga un interés que surge de aplicar la tasa LIBO para depósitos a 30 días de plazo. Capitalizó los intereses hasta Enero de 1999, fecha a partir de la cual paga renta y amortización en 120 cuotas mensuales. Se utilizaron para saldar deudas con las provincias originadas por regalías hidrocarburíferas.
5. Bonos del Tesoro (BOTE). Decreto de Emisión 1527/91, 1730/91, 2589/91, 2039/92, 17391/92, 1589/93. Bonos de Tesorería (BOTESO). Decreto de Emisión 211/92. Bonos de Inversión y Crecimiento (BIC). Decreto de Emisión 593/90, 847/91, 214/91, 2640/90, 126/91 y 143/91.

Se utilizan para entregar en pago de deudas del Tesoro Nacional para financiar la ejecución del plan de obras públicas a cargo de la Comisión Nacional de Energía Atómica (BOTE); para la cancelación de deudas corrientes previstas en el decreto 211/92 (BOTESO); y para otorgar adelantos financieros a las provincias (BIC).

Existen tres series emitidas en dólares de BOTE, y dos series emitidas en dólares de los BOTESO. Los BIC fueron emitidos en cinco series denominadas en pesos. Los BIC fueron recomprados anticipadamente en forma integral, con los fondos de una Euroletra en yenes emitida en 1995.

6. Bonos de Consolidación 2º serie (Decreto de Emisión 726/97): Se trata de un título a 16 años de plazo emitido en pesos y en dólares, con fecha de corte 28/12/94. Las demás características son similares al Bocón 1º serie.

Se utilizan para cancelar los resarcimientos en el marco de la Ley N° 24.411.

7. Bonos de Consolidación 3º serie (Decreto de Emisión 1318/98): Se trata de un título a 8 años y 3 meses de plazo. Los bonos denominados en pesos devengan la tasa de interés nominal anual de Caja de Ahorro Común que publique el B.C.R.A. Los bonos denominados en dólares devengan la tasa de interés LIBO para depósitos a 3 meses de plazo. El interés no será capitalizable y se pagará cada 3 meses. La amortización se realizará en 25 cuotas trimestrales, la primera cuota vencerá el 15/04/2001.

Estos bonos se utilizan para cancelar pasivos del Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados con las empresas prestatarias de salud, droguerías, etc.

#### 5.4 Operaciones de Canje de Títulos Públicos en la República Argentina #####

A fines de la década del 80 y principios del 90 varios países que afrontaron crisis de endeudamiento, refinanciaron los préstamos con los bancos acreedores y canjearon dicha deuda a través de la emisión de bonos a 30 años de plazo con garantías de capital e intereses (Plan Brady).

Durante los años 90, la consolidación y apertura de las economías de los países emergentes en un marco de menores tasas de interés y una profunda desregulación de los mercados financieros internacionales, mostraron un fuerte dinamismo y proceso innovador en la ingeniería financiera, en paralelo con un sostenido avance en las telecomunicaciones.

Este proceso ha ido provocando un fuerte crecimiento de la presencia de emisores públicos y privados de los países de América latina, Europa del Este y Asia, proceso que se tradujo en una importante emisión de bonos voluntarios en los distintos mercados y en distintas monedas a plazos cada vez mayores y a spreads decrecientes.

En tal sentido, si se analiza la estructura de rendimientos de los emisores emergentes se observa la existencia de rendimientos no alineados ya que para plazos similares existen bonos de distinta naturaleza estructura y origen con rendimientos significativamente diferentes.

De tal forma, la nueva deuda de dichos países -entre los cuales se encuentra la Argentina- conforma una primera curva de rendimientos inferiores al de la deuda refinanciada, la que se compone básicamente de los bonos Brady y en el caso argentino de los Bonos de Consolidación (BOCONES). Por otra parte, este mismo fenómeno se observa en muchos países con relación a la curva correspondiente a la deuda en moneda local.

Con respecto a estos diferenciales, existe abundante literatura acerca de la racionalidad o no del fenómeno. Lo cierto -más allá de que exista justificativo o no- es el hecho de que un país puede endeudarse en el mercado y recomprar deuda refinanciable del mismo plazo y ganar el diferencial precio/rendimiento.

#### 5.4.1. Objetivos de la Transacción

Las operaciones de canje de deuda se encuadran en lo dispuesto por el artículo 65 de la Ley 24.156 de Administración Financiera, que caracteriza como operación de Crédito Público a las operaciones que se realicen para reestructurar la deuda pública, en la medida que ello implique un mejoramiento de los montos, plazos y/o intereses de las operaciones originales"

En dicho sentido, las motivaciones de los países para efectuar un canje pueden plantearse mediante la optimización de alguno o varios de los objetivos que se describen a continuación, sujetos a la restricción de no empeorar las restantes condiciones, medido el proceso en términos de costo o perfil de vencimientos del nuevo endeudamiento.

##### a. Obtención de un valor presente (VPN) positivo de la operación

A los efectos de medir el beneficio neto en términos de valor presente se deben descontar todos los flujos de capital e intereses de los bonos elegibles para el canje y los del nuevo bono de mayor plazo, así como de las garantías (en caso de que se liberen por efecto de la transacción) de acuerdo a una función de descuento que refleje el costo de oportunidad de la República a cada plazo.

En líneas generales puede decirse que el VPN será positivo en la medida que el rendimiento efectivo del nuevo bono sea inferior al de los bonos tomados en canje, sin embargo juegan también en su determinación la forma que asumen los cash flows (los cronogramas de amortización y las tasas de interés) y la función que se utilice como descuento. El VPN resulta de este modo la mejor medida del resultado del canje dado que representa el ahorro neto para el Tesoro.

A tal efecto, la función de descuento puede ser construida partiendo de los spreads correspondientes al promedio de los diez días hábiles previos a la fecha límite para la

recepción de ofertas, completando la función mediante la interpolación lineal de bonos "Globales" y de otros valores disponibles

Para cada período se suma el spread obtenido al rendimiento del Tesoro de los EE.UU derivando la función de bonos de cupón cero. El conjunto de rendimientos así obtenidos conforma la curva que llamaremos "Curva Representativa de la República", sobre la cual se pueden estimar los valores equivalentes de descuento.

inferior al precio de los nuevos bonos lanzados en canje, independientemente de los rendimientos de los bonos involucrados.

c. Reducción o al menos no aumento de los pagos durante un período específico de tiempo

Este objetivo tiende a evitar la concentración de vencimientos en un futuro cercano. En este sentido, la concentración de vencimientos en los próximos años en el caso de Argentina hacen aconsejable la inclusión de bonos cortos tales como los FRB y Bocones, obteniendo en consecuencia un alargamiento de los plazos de vencimiento de la deuda.

d. Establecimiento de un "benchmark" en la curva de rendimientos de bonos del Gobierno

Este objetivo se obtiene ofreciendo a los inversores bonos "standards", con estructuras financieras simples, similares y comparables a la de otros emisores, dotándolos de la suficiente liquidez como para obtener en el mercado secundario una permanente cotización del mismo y tendiendo a eliminar aquellos con cláusulas poco habituales en los mercados financieros internacionales, como la existencia de esquemas de amortización mensual, tasas variables o crecientes, etc.

e. Entregar a los inversores un bono 100% riesgo argentino.

El deseo de los inversores es poseer un bono en su portafolio dado un riesgo crediticio determinado y no una combinación de riesgos americano y emisor, debido a que el canje por un producto sintético de largo plazo 100% riesgo argentino (sin garantía del Tesoro de los EEUU), implicaría la venta de bonos del Tesoro americano (garantías de capital e intereses), con costos adicionales para la mayoría de los inversores.

#### 5.4.2. Análisis de Experiencias Similares y Definición de la Estructura de la Transacción

Muchos países han efectuado operaciones de manejo de pasivos que implican recompras discretas en el mercado financiadas con nuevos bonos, licitaciones de recompras como las efectuadas por Argentina en el segundo semestre de 1995 y el canje de bonos Brady por bonos globales a 30 años como los que efectuaron México y Filipinas en 1996 y Ecuador, Brasil, Argentina, Venezuela y Panamá en 1997

Del análisis de dichas experiencias, se ha observado que en Brasil, Filipinas y México, al difundirse la noticia de que se iba a efectuar el canje, los precios de los bonos elegibles en el mercado secundario subían, lo que provocaba que las ganancias de la República, en términos de valor presente neto de emitir el bono respecto de los bonos elegibles se redujesen sustancialmente.

Además -en el caso de México- la existencia de un número limitado de bonos elegibles provocaba una fuerte burbuja especulativa en torno de los mismos debido a que los inversores y las instituciones bancarias salían a incrementar sus posiciones para participar de la invitación. Esto provocó que en el caso de Brasil se introduzca un tramo "cash" para poder aliviar la presión sobre los bonos en proceso de recompra.

Por lo tanto es importante tener en cuenta al efectuar la invitación a los bancos para hacer una operación de canje, minimizar las posibilidades de especulación sobre los bonos a recomprar y asimismo permitir flexibilidad en la proporción de bonos que la República decida incluir en la operación, dentro de un menú de bonos elegibles.

Asimismo puede ser preferible que el tramo "cash" se efectúe por "book building"##### y no por licitación, a los efectos de dotar de adecuada flexibilidad a la distribución del bono tanto en términos regionales como por tipo de inversor propiciando un razonable equilibrio entre los inversores orientados al "trading" para dotar al bono de liquidez, como entre los inversores de largo plazo "buy and hold" e incluso dar una participación a nuevos inversores.

A tales efectos y a modo de ejemplo, en el anuncio de la operación, la República puede manifestar una estructura-tipo de la operación como la siguiente:

- a. un canje de bonos elegibles por un bono global de largo plazo,
- b. la preferencia de efectuar primero la fijación del precio del bono de largo plazo –a la inversa que en los primeros canjes - y que los inversores coticen los bonos a recomprar en licitaciones separadas.
- c. la inclusión de un menú amplio de bonos para minimizar las pérdidas por valorización en el período previo al canje.
- d. un tramo de emisión del bono largo contra efectivo y
- e. un tramo de recompra de los bonos mencionados anteriormente contra cash.

#### 5.4.3. Descripción del Canje Realizado por la República en Septiembre de 1997

La República Argentina se fijó como objetivo para la transacción encarada en el segundo semestre de 1.997, la obtención de una máxima ganancia en términos de valor presente neto sujeto a la restricción de que los flujos netos de servicios de la deuda hasta el año

2001 no empeorasen con la operación. Además la obtención de un alto valor presente y de un tamaño importante de la transacción no debían implicar recomprar a precios mayores que los del mercado secundario.

Definidos los objetivos, uno de los primeros aspectos a cubrir, consistió en el proceso de selección de las instituciones responsables de la transacción, por el cual se optó por otorgar mandato a un único banco (JP Morgan), por entender que su propuesta había recogido la experiencia de anteriores operaciones y las modificaciones sugeridas por parte de las autoridades del Ministerio.

Posteriormente la República anuncia el 2 de septiembre la emisión de un bono global en dólares estadounidenses registrado ante la SEC a 30 años de plazo por el mecanismo de "book-building" por un monto mínimo de VN US\$ 1.000 millones, invitando a los oferentes para que participen de una licitación para:

- a. Opción "Exchange" adquirir el nuevo bono global cotizando precios de un menú de bonos elegibles Bonos Garantizados a Ta-sa Fija (Par Bonds), Bonos Colateralizados a Tasa Flotante (Discount Bonds) y Bonos a Tasa Flotante (FRB), BOCON (Proveedores) en Moneda Nacional y BOCON (Proveedores) en dólares estadounidenses. En el caso del Par, los inversores cotizan spread o margen sobre el bono del Tesoro de 30 años de Febrero 2027 que se usa como referencia para fijar el cupón del nuevo bono de 30 años y en el resto de los bonos -que son a tasa variable- precios.
- b. Opción "Tender for Cash" Ofrecer los mismos bonos Brady y BOCON para que la República los recompre en efectivo.

Tanto en el caso de la opción "exchange" como en "tender for cash" la República determina los precios de corte a través de una subasta holandesa (de precio único) modificada. Esto significa que la República aceptaría todas las ofertas a precios inferiores a los que determina como precios de corte y se fija dicho precio de corte para todas las ofertas aceptadas.

Junto con el anuncio de la transacción, se incluyó la siguiente información:

- a. monto mínimo de la operación de US\$ 1.000 millones,
- b. que el precio del bono de 30 años no sería inferior a 92,50% ni superior a 100% y
- c. se establecieron los precios mínimos de corte para cada bono a efectos de proteger a los inversores no competitivos.

Con fechas 8 y 9 de septiembre se efectuaron presentaciones ("road show") en las ciudades de Nueva York y Londres en las cuales participaron las principales entidades financieras e inversores institucionales.

Además en la Invitación se detalló el procedimiento operativo a seguir, por el cual se conformaban 10 procesos licitatorios (para los cinco bonos elegibles, tanto para el canje como para la opción de bonos por "cash"), pudiendo la República Argentina declarar desierta las licitaciones o tomar las ofertas cuyo precio fuera inferior al que estableciera como precio de corte a dicho precio (subasta holandesa).

Cabe señalar que el nuevo bono global fue distribuido entre inversores de los EE.UU, Europa y en menor medida Latinoamérica y Asia. Con relación a la distribución por tipo de inversor la misma se caracterizó por una fuerte colocación en inversores minoristas, administradores de fondos y bancos y en menor medida en inversores especulativos "hedge funds".

Adicionalmente la República efectuó compras anticipadas (para evitar salir al mercado luego del incremento de los precios que ocasiona el anuncio de la operación) de Bonos Par y Discount en el mercado secundario durante la segunda quincena de agosto a ser financiadas con el excedente "cash" del nuevo global.

A la apertura del día 12 de septiembre se efectuó el anuncio de los precios de corte y las cantidades recompradas en cada tramo. La liquidación de las operaciones (recepción de cash y Bonos Par, Discount, FRB y entrega de Bonos Globales 2027) se efectuó el día 22 de septiembre.

#### Resultados del Canje y Conclusiones

Esta operación implicó la emisión de un Valor Nominal de US\$ 2.250 millones de Bono Global a 30 años y el rescate de Bonos Brady (Bonos Par, Discount y FRB) por un valor nominal global de 2.995 millones, lo que representa alrededor de un 12% del total de Bonos Brady en circulación e implica una reducción de la deuda neta, medida en valores nominales de 745,39 millones.

Asimismo se obtuvo un beneficio financiero que --en términos de valor presente neto-- fue de US\$ 228,97 millones lo que representa 10,17% del monto emitido en bonos globales y un ahorro de servicio de deuda hasta el año 2001 de US\$ 115 millones, logrando de esta manera el objetivo de maximizar el beneficio en términos de valor presente, sin empeorar los flujos de los próximos años.

Además se redujo la deuda en términos nominales y se creó un "benchmark" líquido con el cual se estiraron los plazos promedio de vencimiento de la deuda pública. Esto diferenció la transacción argentina de la de otros países que tuvieron como objetivo principal maximizar el tamaño de la operación en detrimento del beneficio financiero de la misma.

#### 5.4.4. Descripción del Canje Realizado por la República en Mayo de 1999

En la transacción desarrollada en el primer semestre de 1.999 y a diferencia del canje realizado en septiembre de 1997, -en el cual el principal objetivo consistía en maximizar

la ganancia financiera en términos de Valor Presente Neto-, la prioridad consistió en la mejora del perfil de vencimientos en el corto plazo, con la consecuente extensión del plazo de maduración de la deuda pública en su conjunto, desarrollo de la curva de rendimientos de bonos domésticos con la creación de dos nuevos benchmarks líquidos y obtención de una ganancia financiera.

A tales efectos la República Argentina invitó a los tenedores de una amplia variedad de títulos de deuda emitidos fundamentalmente por reestructuración o consolidación de pasivos del sector público a principios de la década del '90, a canjear sus tenencias por nuevos bonos con una estructura financiera más simple, menores costos administrativos y mayor grado de liquidez con respecto a los títulos que se entregarían a cambio, dado el compromiso asumido por los creadores de mercado de asegurar dicha liquidez en el mercado secundario.

Los nuevos títulos se encuadran dentro de las características generales definidas para el Mercado Local de Títulos Públicos (ver punto 2.4 "Desarrollo del Mercado Local de Títulos Públicos").

En este marco, la operación de canje se instrumentó a través de una licitación pública organizada con los "Creadores de Mercado", coordinados por el JP Morgan – Argentina, el Deutsche Bank S.A. y el Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. , mediante la cual los inversores hacían llegar sus ofertas con una fecha límite de presentación del 13 de mayo de 1999.

Previamente se estableció un monto mínimo de la emisión de los Bonte 01 de \$ 750 mill. y de Bonte 04 de \$ 1000 mill. y a su vez con fecha 12 de Mayo se establecieron los precios mínimos de los bonos elegibles y el cupón de los nuevos bonos.

Junto con las ofertas, los inversores debían depositar transitoriamente sus tenencias en bonos elegibles y ofertados, en cuentas de los Creadores de Mercado en Caja de Valores, Euroclear, Cedel Bank o en donde hubiera correspondido en un todo de acuerdo con las condiciones establecidas en el prospecto y las Cartas de Notificación que la República distribuyó tanto en la plaza local como en el exterior.

La invitación abarcó dos transacciones paralelas, la primera de ellas consistía en el canje de un amplio menú de obligaciones del Tesoro, entregando como contrapartida dos nuevos títulos: Bonos del Tesoro a Mediano Plazo a 2 años con vencimiento en el año 2001 (BONTES 01) y Bonos del Tesoro a Mediano Plazo a 5 años de plazo, con vencimiento en el año 2004 (BONTES 04) .

Los Bonos y Pagarés elegibles se integraron con los Floating Rates Bonds (FRBs); Bonos de Consolidación de deudas Previsionales en \$ y U\$. (PRE I y PRE II); Bonos de Consolidación de Deuda Previsionales 2º serie en \$ y U\$. (PRE III y PRE IV); Bonos de Consolidación en \$ y U\$. (PRO I y PRO II); Bonos de Tesorería a 10 años de plazo. (BOTESO 10).; Letras Externas de la Argentina en Pesos 8,75% y Bonos / Pagarés del Gobierno Nacional en Dólares (BTV2)

Los inversores interesados debían especificar los precios mínimos que estaban dispuestos a canjear sus tenencias mediante los bancos creadores de mercado, quienes debían presentar sus ofertas a través de la red electrónica de comunicaciones del Mercado Abierto Electrónico (MAESOP), y éstas se adjudicarían en licitación por Sistema Holandés, por el cual cada tenedor de títulos cuya oferta competitiva sea aceptada por la República tenía derecho al beneficio del precio de corte aplicable, aunque dicho tenedor hubiera especificado un precio inferior para dicha oferta.

El mecanismo de licitación estableció un tramo no competitivo, para aquellos oferentes que no deseaban especificar precio alguno por sus tenencias pero que estaban dispuestos a canjearlas al precio de corte que se defina al cierre de la licitación.

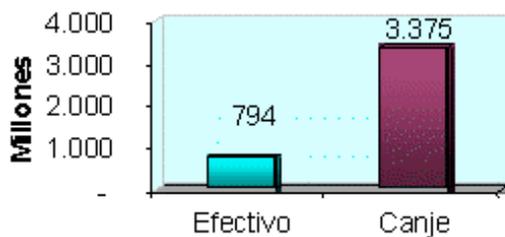
La segunda transacción consistía en una emisión adicional de los mismos títulos pagaderos en efectivo, orientada a aquellos inversores que no tenían bonos en cartera de acuerdo a la solicitud de la República, pero que deseaban invertir en los nuevos BONTES, para lo cual podían enviar sus propuestas a través de los Bancos Creadores de Mercado.

En la invitación se estableció además un tramo minorista, por el cual los inversores contaban con dos semanas de plazo para enviar las ofertas a los precios de corte a través de cualquier agente autorizado.

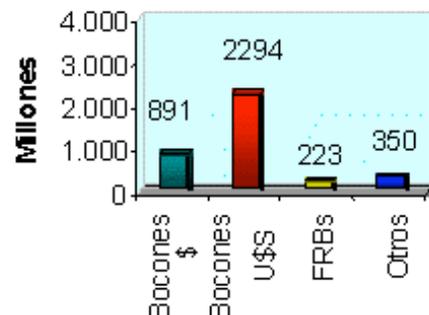
#### Resultados del Canje y Conclusiones

Los resultados de esta operación mostraron que se colocaron BONTE 01 por u\$s 1.270.000.000.- y BONTE 04 por \$ 2.894.000.000.-, estos valores incluyen el rescate de los títulos elegibles como consecuencia de las ofertas de canje recibidas por un equivalente en valores nominales de \$ 3.374.900.000.- y la colocación de títulos por dinero en efectivo según se observa en los siguientes gráficos:

#### Resultados Generales de la Operación

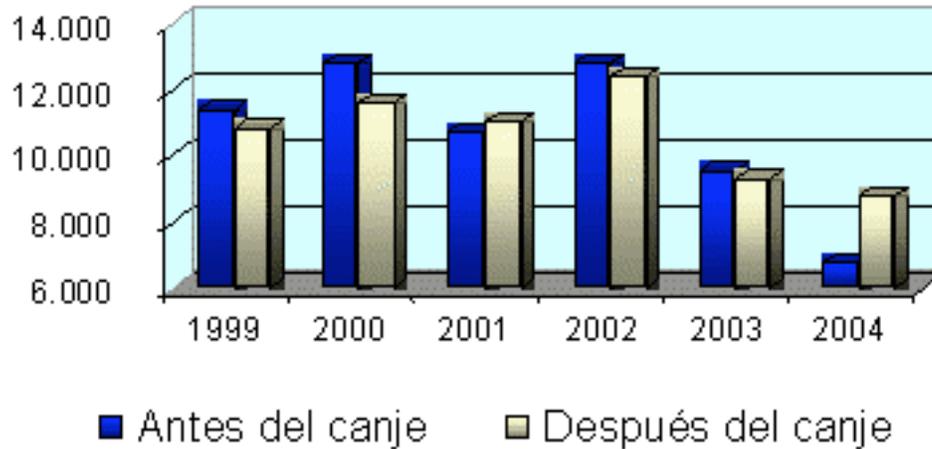


#### Deuda Neta Rescatada



En relación con el objetivo central de la transacción y desde el punto de vista fiscal, el canje permitió mejorar el perfil de vencimientos de las deudas entre los años 1.999 y 2.003, dado que se redujeron las necesidades de financiamiento para el año 1.999 en \$ 572,2.- Mill. y para el año 2.000 en 1251,3.- Mill., sumando hasta el año 2.003 un total del orden de los \$ 2.086 mill. según se observa en el siguiente gráfico:

## Vencimientos de la Deuda Pública



Del análisis de las carteras canjeadas surge que la vida promedio del Stock de Deuda Pública se extendió en 1,73 años, mientras que la Duration de la cartera se extendió en 1,39 años.

Por otra parte, la operación implicó una reducción de la Deuda Pública en Valores Nominales por \$ 381,5.- Millones, retirándose de circulación el 15% de los bonos elegibles, y obteniéndose una ganancia financiera para el Estado Nacional, en términos de Valor Presente Neto de \$ 38,2.- Millones, antes de comisiones.

## **6. Sistema de Administración de la Deuda Pública#####**

Tal como se mencionara precedentemente, uno de los propósitos básicos del Sistema de Crédito Público, consiste en "administrar adecuadamente la deuda contraída", fundamentalmente mediante la atención en tiempo y forma de los servicios de la misma.

### **6.1 Objetivos y Funciones del Sistema**

A tal efecto a continuación se describen los aspectos más relevantes que constituyen el sistema de Administración de la Deuda Pública y su vinculación con el resto de los componentes de la Administración Financiera Gubernamental.

El "Sistema de Administración de la Deuda Pública" consiste en un instrumento activo, que debe permitir al gobierno alcanzar una serie de objetivos básicos con respecto a la gestión del endeudamiento público, como ser:

- registrar las obligaciones contractuales y las transacciones vinculadas con operaciones de crédito público
- efectuar los pagos en tiempo y forma de los vencimientos por servicios de la deuda;
- proveer información adecuada para la toma de decisiones de las nuevas operaciones de crédito público.

Por otra parte y con el cumplimiento de dichos objetivos, el Sistema de Administración de la Deuda Pública puede y debe participar y transformarse en un elemento de apoyo, que coadyuve al gobierno en su propósito de mejorar la percepción de los actores internos y externos respecto del riesgo soberano

En lo relativo a las funciones de proveer información para las nuevas operaciones, un sistema que permita conocer el perfil del endeudamiento (en cuanto a plazos de vencimiento, tipos de acreedor, moneda, tasas de interés de las operaciones, etc.) es una poderosa herramienta a la hora de decidir y llevar a cabo transacciones financieras que modifiquen ese perfil de manera ventajosa para el gobierno, o que permita disminuir la vulnerabilidad de la cartera de pasivos, mediante la cobertura de distintos tipos de riesgos, como por ejemplo, el tipo de cambio y/o las tasas de interés.

A tal efecto, las funciones básicas que el sistema debe desarrollar, pueden ser tipificados en:

Registro: consiste en la recopilación sistemática de la información del universo de las operaciones de endeudamiento que se ha definido incorporar al Sistema, la que debe basarse en un cuidadoso ingreso de información de cada instrumento de deuda (préstamo, bono, aval), de manera confiable, tanto en forma individual (instrumento por

instrumento), como en forma agregada (por tipo de moneda, por plazo de vencimiento, etc.).

**Análisis:** esta función es básica para el cumplimiento de uno de los principales objetivos del Sistema, que consiste en proveer información para la toma de decisiones, y se encuentra estrechamente vinculada con la función de registro.

Sobre la base de la información incorporada al Sistema, la función de análisis refleja la situación en que se encuentra el endeudamiento, plantea proyecciones sobre distintos escenarios, opciones existentes y posibilita la evaluación de distintas alternativas, y así sacar conclusiones sobre la conveniencia de emitir o no determinados instrumentos de deuda, así como también apoyar las distintas posibilidades de reestructuración de la cartera de pasivos que se puedan presentar con los acreedores (conversión, reescalonamiento, etc.).

El otro aspecto sustantivo de esta función, se relaciona con el análisis de la consistencia de la información que ingresa al Sistema, previo a la incorporación de los datos de las distintas operaciones, función que es imprescindible realizar, para verificar la confiabilidad de los reportes que produzca el Sistema.

**Control:** si bien la función de control está implícita en todas las funciones mencionadas, hay dos aspectos básicos del control del Sistema de Administración de la Deuda que deben ser destacados:

1. Control estratégico, el que consiste básicamente en la verificación del cumplimiento de las políticas presupuestarias y financieras, para garantizar que la gestión de la deuda sea coherente con las políticas definidas en ambos aspectos, es decir, que las decisiones estratégicas sean respetadas y que, por ejemplo, no se llegue a situaciones de sobreendeudamiento, o que no se haga uso del crédito en la forma más ventajosa y en las mejores condiciones posibles para el Gobierno.

2. Control operativo, el que consiste en la verificación del cumplimiento en tiempo y forma de la atención de los servicios de la deuda, además de la fiscalización de que los recursos de las operaciones de endeudamiento sean utilizados oportuna y adecuadamente, y toda otra actividad que permita asegurar la correcta utilización y administración de los recursos de crédito público.

**Operación:** esta función está vinculada con otro de los objetivos básicos del Sistema y consiste en la ejecución de todas las actividades técnico-administrativas necesarias para el cumplimiento de las obligaciones contractuales que implican el pago en tiempo y forma de los servicios de la deuda pública, como así también el registro del incremento de deuda originado tanto por el ingreso de fondos, como por la cancelación de deudas mediante la colocación de Títulos Públicos.

Dentro de la fase de atención del servicio de la deuda, su responsabilidad consiste en cumplir con aquellos compromisos vinculados con los instrumentos de deuda y que

signifiquen algún tipo de interacción o transacción con los acreedores. Es una función esencialmente técnico-administrativa, estrechamente relacionada con el resto de los componentes de la administración financiera gubernamental, y que, además, puede encargarse de las transacciones que tengan que ver con las operaciones de reestructuración de la deuda.

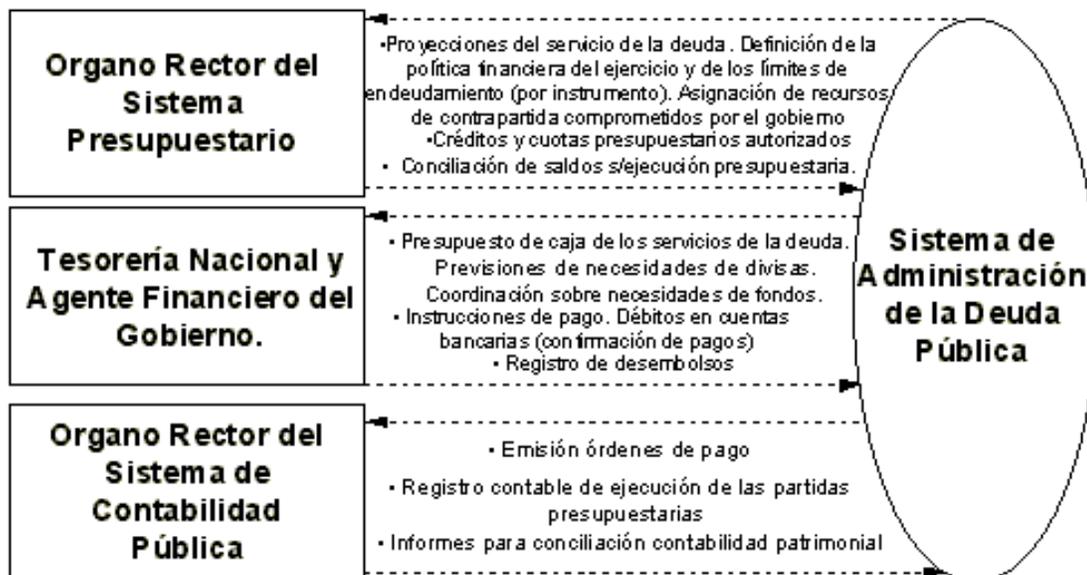
Recursos: esta función contempla la provisión y administración, dentro de las políticas generales del gobierno, de los medios humanos e informáticos necesarios, así como de la información financiera necesaria para la actualización de datos variables (tasas de interés y tipos de cambio).

## 6.2 Flujos informativos del Sistema de la Deuda Pública

A los efectos de identificar el entorno del sistema, integrado por el conjunto de usuarios y proveedores de información con los cuales interactúa permanentemente, se irán desarrollando cada una de estas interrelaciones, junto con los flujos de información y los niveles de competencia de las distintas instituciones y entes típicamente involucrados en la operatoria de la administración del endeudamiento público, clasificados en interrelaciones con dependencias de la administración financiera gubernamental; vinculación con proyectos financiados por organismos multilaterales y bilaterales de crédito; vinculación con las áreas responsables de la gestión, colocación, registro y liquidación de Títulos Públicos, y vinculación con otras áreas de gobierno.

### 6.2.1 Interrelaciones con dependencias de la Administración Financiera Gubernamental

#### Principales flujos de información



Órgano Rector del Sistema Presupuestario:

A este órgano le compete un rol sustantivo en la elaboración y ejecución de la Ley del Presupuesto Anual de Recursos y Gastos del gobierno y constituye uno de los componentes más relevantes de la administración financiera gubernamental.

Es necesario por eso, establecer una corriente informativa con el Sistema de Administración de la Deuda, desde la forma de proyecciones de gastos comprometidos por servicio de la deuda, estimaciones de recursos financieros previstos por colocación de Títulos Públicos en los mercados locales e internacionales, préstamos externos u otras modalidades del uso del crédito público, como por ejemplo la financiación de proveedores, estados de situación de la deuda pública, compromisos asumidos por el gobierno en materia de recursos de contrapartida local por préstamos externos financiados por organismos internacionales, etc.

Esta es información básica para la confección del Presupuesto Nacional de cada período fiscal; por lo tanto, y dado que en general existen plazos legales que deben ser cumplidos por el Poder Ejecutivo, es fundamental la confiabilidad y oportunidad de la información que se transmite por el Sistema de Administración de la Deuda.

Una vez aprobado el presupuesto de gastos y recursos, es fundamental que el órgano rector del sistema presupuestario comunique al Sistema de Administración de la Deuda el presupuesto anual y las respectivas cuotas de compromiso y devengado que permitirán el pago de los servicios del ejercicio respectivo, en el tiempo y de la manera establecidos.

Finalmente y en forma conjunta se procede a la conciliación de saldos adeudados y al control de la ejecución presupuestaria.

Tesorería Nacional: La Tesorería Nacional es otro de los componentes fundamentales de la administración financiera gubernamental, y su competencia primordial consiste en la administración financiera de las cuentas del Tesoro, o de su fondo unificado cuando fuere el caso.

En ese sentido, la efectiva administración de la caja del erario requiere una formulación y presupuestación estrictamente ajustada a las necesidades financieras. Por lo tanto, debe coordinarse el flujo de información sobre vencimientos de obligaciones y de necesidades de fondos en el momento preciso.

En lo que respecta a su relación con el Sistema de Administración de la Deuda Pública, el Tesoro informa el monto percibido neto de cada operación de ingreso de fondos que se relacione con el uso del crédito público, para luego conciliar con el sector responsable de la administración de la deuda, el registro del pagado y la posible diferencia de cambio en el caso de las transferencias de divisas y de débitos por comisiones y gastos.

Agente financiero del gobierno a través de la Tesorería Nacional: El Banco Central, en general ocupando el papel de agente financiero del Estado para el cumplimiento de las

obligaciones externas, se constituye en uno de los componentes de la administración financiera gubernamental, y comparte actividades en lo que respecta a la administración del crédito público.

En cuanto al proceso de pagos de la deuda externa, una vez emitida la instrucción de pago por el Sistema, es competencia del agente financiero efectuar la transferencia de divisas a los acreedores, hecho que afecta las cuentas del gobierno. Por otra parte, y en correspondencia con las instrucciones y lo requerido por el gobierno, acredita en las cuentas correspondientes los desembolsos por colocaciones o por préstamos externos que reciba el Tesoro.

Cabe señalar que la información de proyecciones emitida desde el sistema de crédito público y remitida al agente financiero del gobierno, es una herramienta de análisis y control importante para el manejo de la compra y venta de divisas y la administración de las reservas, para lo cual los informes pueden ser de proyecciones detalladas de vencimientos por instrumento o informes agregados por necesidades de divisas o los que de acuerdo con las modalidades de cada país sean necesarios para una adecuada programación financiera y utilización de los recursos de caja.

En este sentido, y para evitar superposiciones de funciones que atenten contra la efectividad del Sistema, es particularmente importante que en cada caso y de acuerdo con las modalidades de cada país, se establezcan claramente las competencias interinstitucionales entre la Administración Central y el agente financiero del gobierno.

Órgano Rector del Sistema de Contabilidad Pública: Constituye otro de los componentes fundamentales de la administración financiera gubernamental, le compete la coordinación del registro contable y presupuestario de todas las transacciones económico - financieras que efectúe el gobierno central.

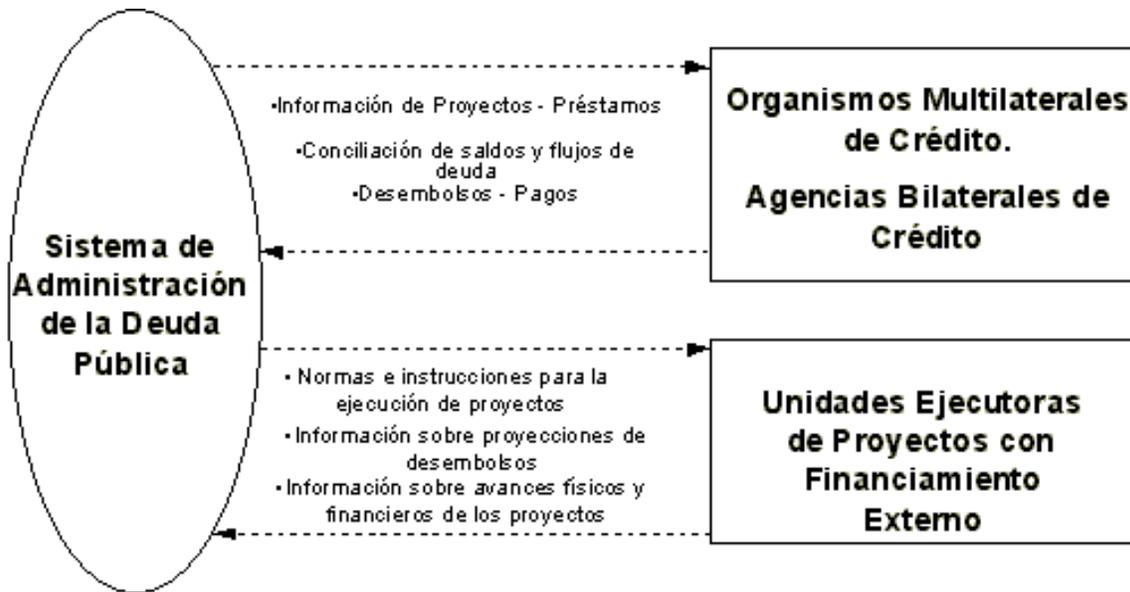
A tal efecto, la integración física y funcional del Sistema de Administración Financiera con el Sistema de Administración de la Deuda, dará lugar al inmediato registro en la contabilidad gubernamental de todas las transacciones vinculadas con el uso del crédito público, que se efectúen desde el Sistema de Administración de la Deuda Pública, con lo cual se evitarán desfases entre la situación patrimonial del Tesoro y sus estados contables.

En todos los casos, el flujo informativo previsto en la vinculación entre ambos sistemas apunta al propósito de que a través de una única registración, las transacciones de crédito público tengan su inmediata contraparte en la contabilidad gubernamental.

En ese sentido y con el objetivo primordial de que tanto el órgano contable como el órgano responsable de la deuda pública reflejen la misma situación en relación con el endeudamiento, resulta necesario hacer periódicamente ajustes conciliatorios de stocks y flujos de deuda, producidos fundamentalmente por las fluctuaciones del tipo de cambio de las diferentes divisas que integran la cartera de pasivos.

## 6.2.2 Vinculación con Proyectos financiados por organismos Multilaterales y Bilaterales de Crédito

### Principales Fujos de Información



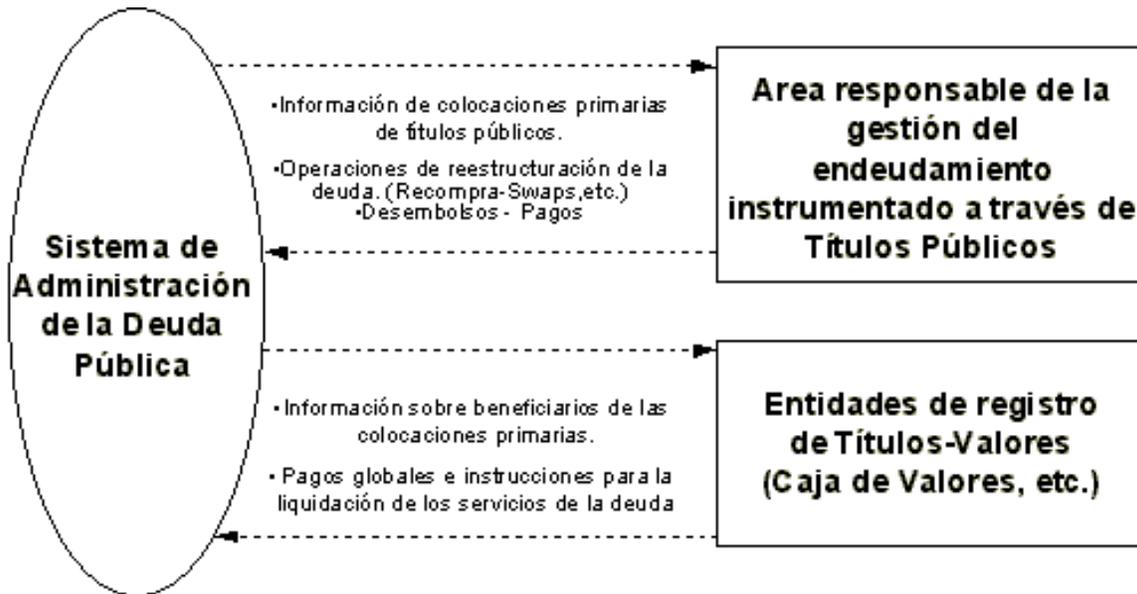
Organismos multilaterales y bilaterales de crédito: El área responsable de la administración de la deuda pública tiene que mantener abierto un canal de información permanente con los organismos financieros internacionales, mediante el cual se efectúe la conciliación de flujos y saldos adeudados, el control de los reclamos de pago y de las liquidaciones, y el registro de los desembolsos en forma coordinada con la Tesorería Nacional.

A su vez, esta información se complementa con la correspondiente a la negociación y formalización de los contratos de préstamos, información que debe provenir del área de gobierno responsable de la planificación y gestión de préstamos externos y de la vinculación institucional con dichos organismos.

Unidades ejecutoras de proyectos con financiamiento externo: Las unidades ejecutoras de proyectos con financiamiento externo deben informar al Sistema en tiempo y forma, el grado de ejecución de los proyectos y los futuros desembolsos. En tanto, el Sistema debe participar en el establecimiento de las pautas y normas de ejecución de los proyectos de cumplimiento obligatorio, tendientes al mejor y más eficaz aprovechamiento de los recursos del financiamiento externo.

### 6.2.3 Vinculación con las áreas Responsables de la Gestión, Colocación, y Liquidación de Títulos Públicos

#### Principales Fujos de Información



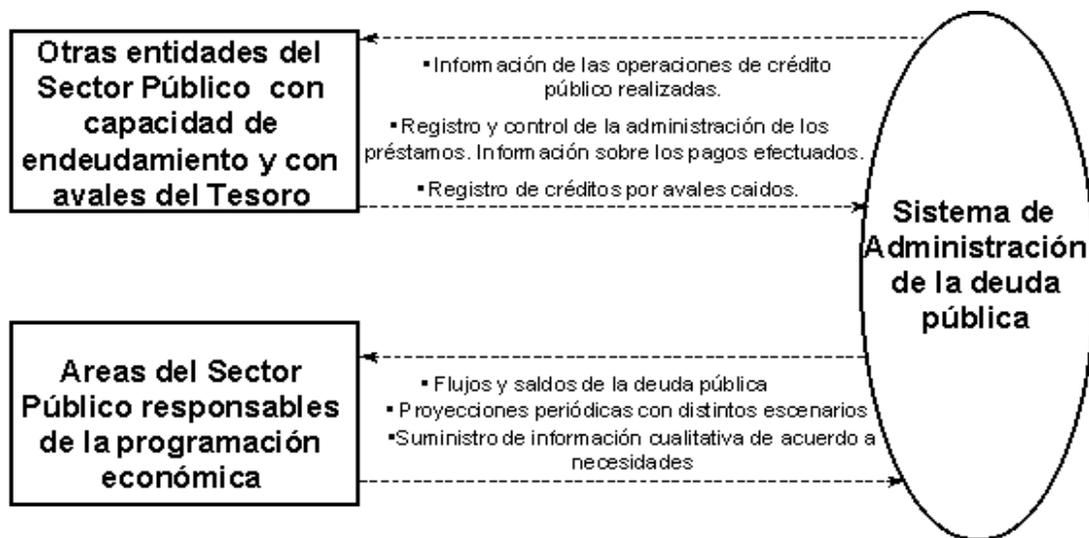
Área responsable de la colocación de Letras de Tesorería y Títulos Públicos: En cuanto a la deuda instrumentada con Bonos y Títulos Públicos, el Sistema de Administración de la Deuda debe recibir la información de todas las operaciones que se realicen en los mercados de capitales locales e internacionales y registrarla en términos globales y por instrumento de deuda;

Esta información debe abarcar el universo de las colocaciones primarias de Bonos y Títulos Públicos, así como también a las operaciones de reestructuración del endeudamiento y de cobertura de riesgos por fluctuaciones de la moneda y/o tasa de interés.

Entidades de registro de Títulos-Valores: Para el caso de la Administración de Títulos Públicos nominativos y colocados en el mercado doméstico a residentes del país, la entidad que tenga a su cargo el registro minorista de los tenedores de los mismos, mantendrá actualizado el listado de los beneficiarios de los distintos instrumentos de deuda, en función de la información que reciba de las colocaciones primarias y de las transacciones que se vayan efectuando en el mercado secundario.

A su vez, administrará los pagos en función de esa cartera y de las instrucciones que reciba del Sistema de Administración de la Deuda, en el marco de una fluida interconexión informativa, de lo cual, el pago realizado desde el sector de administración de la deuda pública se realizará en forma global y estará acompañado de las correspondientes instrucciones para el pago minorista, el que estará a cargo de la entidad de registro de acuerdo con el convenio oportunamente establecido.

#### 6.2.4 Vinculación con otras áreas de Gobierno Principales Fujos de Información



Otras entidades autónomas y descentralizadas del Sector Público con capacidad de endeudamiento y con avales del Tesoro: Todas las operaciones de crédito público que realicen distintas entidades del sector público con capacidad de endeudamiento propio u otros sujetos de derecho privado (en los países en que la legislación lo permita), y que cuenten con aval del Tesoro, deben estar registradas en el Sistema de Administración de la Deuda a los efectos de la fiscalización de la evolución del endeudamiento y la atención de los servicios de la deuda, dado que representan un pasivo contingente para el gobierno central

El flujo informativo con el Sistema de Administración de Deuda consiste en un aviso previo al deudor original ante la proximidad de un vencimiento, y en el caso de que el aval cayera y tuviera que afrontar el pago el Tesoro Nacional, el Sistema debe llevar registro del crédito que se origina con el organismo correspondiente y finalmente dar aviso a la oficina responsable (en general algún área de la Tesorería) para la ejecución del cobro.

Áreas responsables de la planificación económica: Le compete a las áreas de planificación del gobierno, el análisis y manejo estadístico de las principales variables económicas del Presupuesto Nacional, igual que la elaboración y edición de informes y memoria de labores y la confección de una serie de reportes específicos, como por ejemplo al FMI, en donde el tema del endeudamiento público constituye uno de los insumos relevantes.

A tal efecto, es competencia del Sistema proveer el flujo informativo de todos los aspectos que tienen que ver con la deuda pública, con la agregación y profundidad que dichos informes requieran, contemplando la posibilidad de brindar estados informativos "a medida" de los usuarios, es decir, poder emitir estados de deudas agrupados por concepto (por acreedor, por deudor, por moneda, por tasa de interés, por intervalo de tiempo, a determinados tipos de cambio u otras) o bien proyectar escenarios futuros sobre variables financieras (tasas de interés, plazos de maduración, tipos de cambio futuros, etc.), que influyan sobre la programación macroeconómica y financiera del Estado.

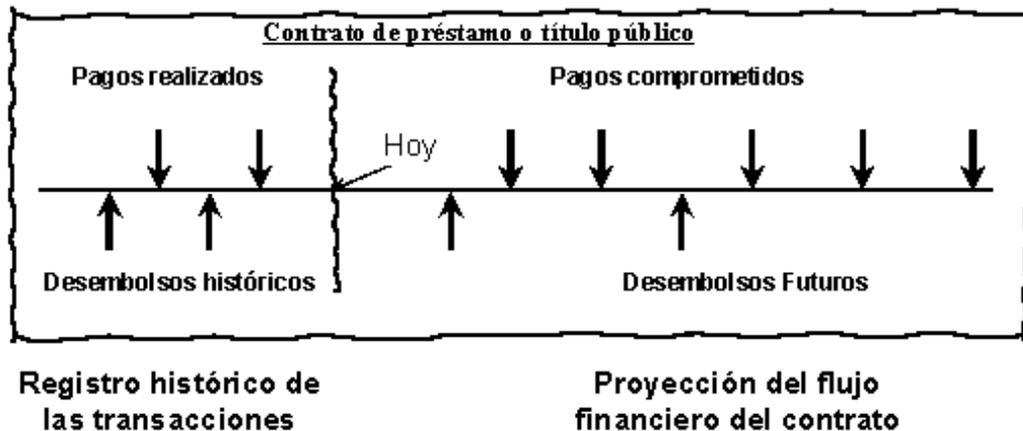
### **6.3 Sistema de Registro de la Deuda Pública y su Inser-ción en la Administración Financiera Gubernamental**

La operatoria del Sistema de Administración de la Deuda Pública se sustenta básicamente en un sistema de información denominado "Registro de la Deuda Pública" vinculado al resto de los componentes de la administración financiera gubernamental, debiendo responder su diseño a los flujos informativos definidos desde y hacia los distintos entes intervinientes en todo el proceso de administración de la deuda pública.

Dado que toda operación financiera es susceptible de ser sintetizada mediante su flujo financiero (pasado y futuro), en el gráfico se observa un esquema muy general del principio básico que debe contemplar el sistema de información de la deuda pública que consiste en: "capacidad de registrar los desembolsos y pagos históricos junto con la

capacidad de generar los desembolsos y pagos proyectados de una determinada operación de crédito público".

## ¿Qué es el sistema de registro de la deuda pública?

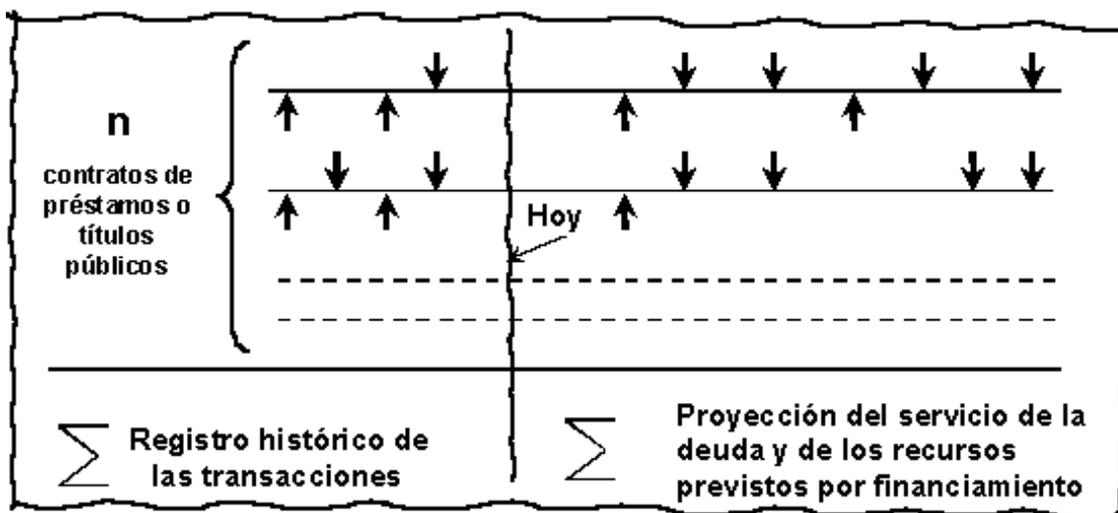


**Es un sistema de control de gestión de los contratos de financiamiento (préstamos y bonos) que contiene una base de datos de las características contractuales de los mismos (beneficiario, moneda, tasa de interés, vencimientos, etc.) en moneda de origen.**

En otras palabras, este Sistema consiste en una metódica y confiable centralización del universo de las operaciones de crédito público vigentes y eventualmente, las que están en proceso de negociación o las que se estima se formalizarán en un determinado período, y cuyo contenido está caracterizado por los datos detallados de los contratos firmados y de los que se prevea firmar, asociados a los desembolsos y servicios pasados y futuros de la deuda, correspondientes a cada uno de los contratos vigentes, tanto para los que constituyen deuda directa, como así también los que están garantizados o avalados por el Gobierno

A partir de este concepto y mediante la sumatoria e integración de la información del conjunto de operaciones de crédito público, al como se observa en el siguiente gráfico se obtiene información agregada en moneda única fundamentalmente a efectos estadísticos:

## Sistema de registro de la deuda pública. Integración de los flujos en moneda única



**Mediante una tabla de conversión de monedas, puede integrar la totalidad de los contratos en moneda única (generalmente U\$S).**

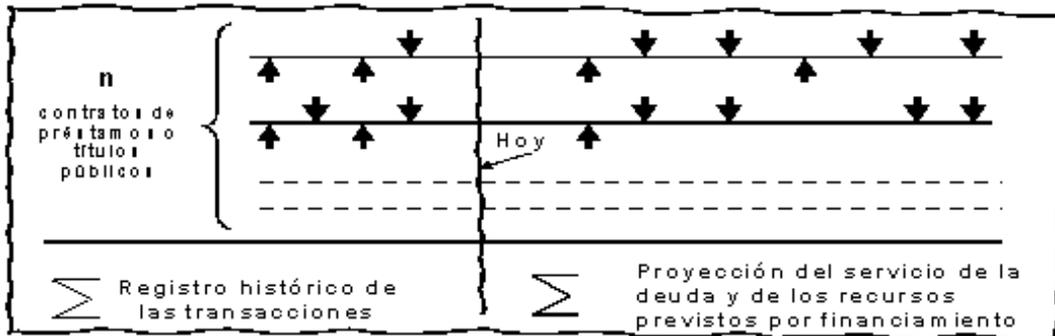
Es importante destacar que la confiabilidad de la información que procese y emita el sistema de información, va a ser función directa de lo correcto con que los datos sean ingresados al mismo.

A tal efecto y con el propósito de garantizar un flujo informativo que abarque al universo de las operaciones de crédito público, es necesario asegurar que los distintos sectores que se relacionan con el Sistema, remitan la información en tiempo y forma, para lo cual, debe estar establecido por vía normativa que todas las entidades o jurisdicciones del sector público involucradas, como así también las unidades ejecutoras de proyectos con financiamiento externo, atiendan los requerimientos de información establecidos por el área responsable de la Administración de la Deuda Pública

Tomando como base la información registrada en moneda de origen, la conversión a moneda local surge por la necesidad de interacción con la Administración Financiera Gubernamental, tal como se observa en el siguiente gráfico:

De esta manera se da lugar a cifras agregadas de la deuda pública en moneda única y en moneda local, a partir de lo cual el sistema se constituye en una poderosa herramienta de gestión de la deuda pública, dado que adquiere capacidad de diálogo con la Administración Financiera Gubernamental y posibilita intervenir en apoyo a los siguientes aspectos fundamentales del proceso de administración de los fondos públicos:

## Sistema de registro de la deuda pública. Conversión de los flujos financieros a moneda de curso legal



**Mediante una tabla de tipo de cambio en moneda local, el sistema debe permitir relacionarse con la Administración Financiera Gubernamental, en aspectos presupuestarios, contables y de administración del Tesoro**

1. Formulación del presupuesto de desembolsos y servicios de la deuda pública y definición de las necesidades financieras por vencimientos de amortizaciones, gastos e intereses.
2. Programación financiera de caja, en lo que hace a recursos del financiamiento y necesidades de fondos por servicios de la deuda
3. Ejecución presupuestaria del crédito público, para lo cual participa en la autorización, contratación y desembolsos de contratos de préstamos y en la autorización, emisión y colocación de Títulos Públicos, así como también en el registro de las etapas del compromiso, devengado o mandado a pagar, y amortización de servicios de contratos de préstamos, y de Títulos Públicos.
4. Proceso de pagos por servicios: para lo cual el sistema permite emitir la información básica para disparar el proceso y cumplir con los pagos por servicios de la deuda correspondientes a contratos de préstamos, y Títulos Públicos.
5. Emisión de la documentación básica para el registro contable de las transacciones por desembolsos y pagos del servicio de la deuda
6. Emisión de la documentación básica para la contabilización de pasivos y pasivos contingentes.
7. Control de gestión de los contratos firmados y de las negociaciones en curso.

8. Proyecciones del saldo y servicios de la deuda pública con distintos horizontes, escenarios e hipótesis de tasas de interés y fluctuaciones de las monedas de acuerdo a las necesidades y el tipo de análisis o simulaciones a realizar con las estadísticas correspondientes

#### **6.4 Aspectos Funcionales y Estructurales que debe cumplir el Sistema de Información de la Deuda Pública.**

A continuación se explicitan los principales requisitos funcionales y estructurales que deben contemplarse en el diseño y la instrumentación del Sistema de Información de la Deuda Pública:

1. Los datos correspondientes a las operaciones de crédito público deben ser incorporados al Sistema por medio de un registro único, al que se podrá acceder desde las áreas funcionales de la oficina encargada de la administración de la deuda pública. Al respecto, es conveniente que dicha oficina esté organizada por tipo de deudor en los países con una organización estatal compleja y con una importante cantidad de empresas estatales que acceden al endeudamiento, o por tipo de acreedor en aquellos casos en que el deudor principal es el gobierno central.

2. Una de las características fundamentales que debe cumplir el Sistema, consiste en el cálculo y la generación automática de las Tablas de Amortización (Flujos de Caja) de cada préstamo o bono, basándose en las características de los instrumentos previamente ingresados, así como también en los datos actualizados de los tipos de cambio y las tasas de interés

3. A su vez, la actualización de los flujos de caja de cada tramo, tiene que producirse de manera automática cada vez que se ingresan, en tablas específicas e independientes, los valores actualizados de las tasas de interés y los tipos de cambio, para lo cual el Sistema debe permitir el almacenamiento de dichos valores, con la periodicidad que se fije en cada caso. También es importante la constante actualización de las tablas a medida en que ocurren hechos que modifican el status de la operación (pagos de servicio, desembolsos, desobligaciones, operaciones de swap o reescalonamiento, etc.).

4. El sistema debe permitir la diferenciación de las operaciones que se encuentran en tránsito y aún no formalizadas o las que se estima se formalizarán en un determinado periodo, con el propósito de que las proyecciones que se realicen puedan contemplar distintas posibilidades de carteras de pasivos del Gobierno.

5. El sistema debe permitir el registro diferenciado de los avales y garantías otorgadas por el Gobierno, que constituyen deuda pública indirecta, junto con la capacidad de ejercer el correspondiente control del cumplimiento de las obligaciones por parte de los deudores principales

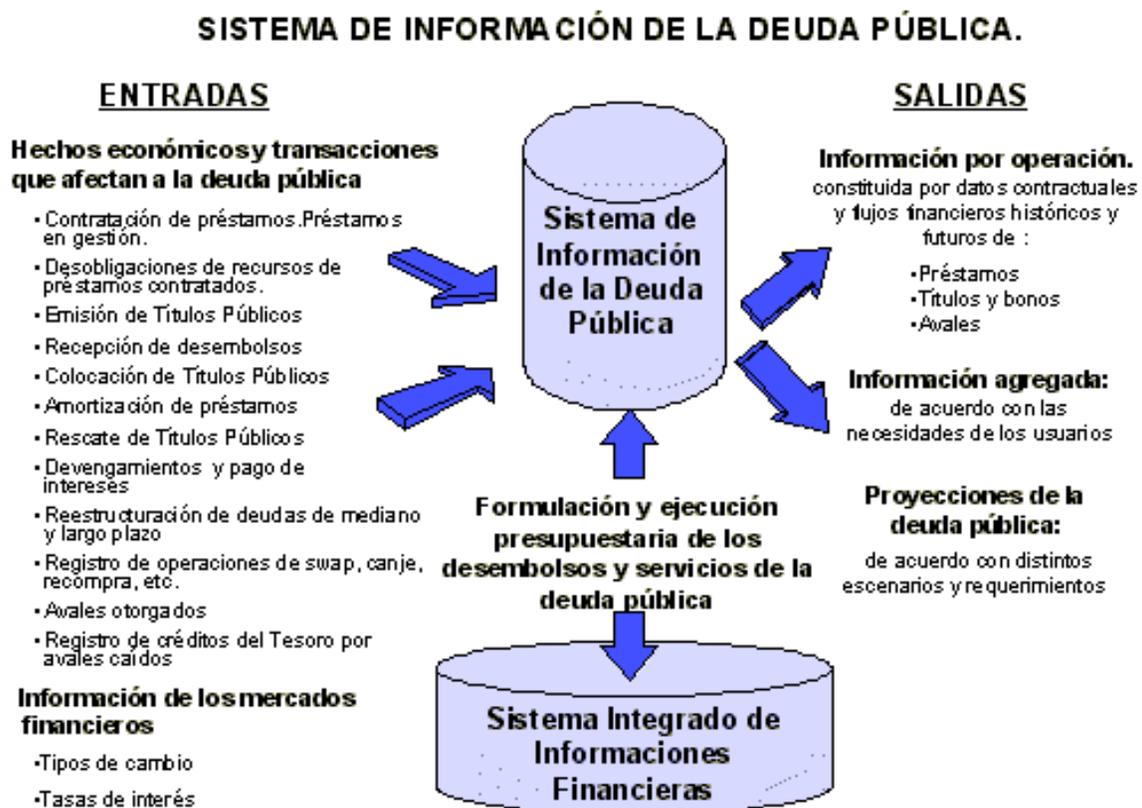
6. El registro y control de las operaciones de crédito público deben ser sistemáticos y centralizados, a los efectos de mejorar la operatividad del Sistema y la calidad y confiabilidad de la información que produzca.
7. Para efectuar la carga de la información y el seguimiento de las operaciones, se debe permitir el acceso de diversos puestos de trabajo, con diferentes funciones y niveles de responsabilidad, es decir, un sistema multiusuario, que disponga de elementos de seguridad para los distintos niveles de acceso y modificación de la información.
8. El sistema debe permitir un acceso inmediato a la información disponible en la base de datos, para asistir, de manera eficaz, en el proceso de toma de decisiones. Asimismo, debe contemplar la posibilidad de introducir cambios en determinadas variables, para poder hacer estimaciones sobre distintos escenarios.
9. Debe ser lo suficientemente flexible para que el gobierno amplíe sus posibilidades operativas en los mercados de capitales. Esto comprende desde la posibilidad de definir y administrar instrumentos de crédito "a medida" (swaps, operaciones de recompra, opciones u otras) hasta el poder operar en la administración de sus pasivos de la manera más eficaz (cancelaciones anticipadas, rescates, reprogramaciones de vencimientos, canjes u otras)
10. Debe estar interconectado y servir de nexo con las distintas áreas contables y financieras que intervienen en la administración financiera gubernamental y poseer mecanismos que permitan atender puntualmente los servicios de la deuda, emitir las órdenes de pago con la antelación necesaria y recibir las comunicaciones sobre desembolsos efectuados. Es apropiado compartir, cuando fuere necesario, las distintas bases de datos que deben desarrollarse tanto en la oficina encargada de la administración de la deuda pública, como la oficina del agente financiero del gobierno, ya que se debe prever la integración de ambas instituciones en el registro de los préstamos y el pago del servicio, dentro de una clara definición de las competencias de cada una.
11. El Sistema debe ser la única fuente para todas las áreas que requieran información sobre crédito público. De esta manera se evita la duplicación de tareas dentro del gobierno, con el consecuente ahorro de recursos y ganancia en calidad y coherencia de información.
12. El Sistema debe funcionar como un archivo histórico que permita una rápida consulta sobre la vida de las distintas operaciones; debe disponer de toda la información apropiada desde la fecha de los desembolsos realizados y previstos, hasta el cronograma de pagos históricos y futuros de la misma.
13. También es una herramienta de programación financiera, por lo que resulta indispensable contar con los procedimientos que identifiquen las necesidades de fondos y de divisas.

14. El sistema de información debe permitir exportar datos (por ejemplo, a planillas de cálculos) para la posterior elaboración de informes especiales o de análisis, no previstos por el sistema directamente.

15. Debe poseer la facultad de autocontrolarse en la ejecución de sus funciones, disponiendo de salidas y estados para tales efectos.

## 6.5 Modelo del Sistema de Información de la Deuda Pública

Las características de la información de entradas y salidas del sistema se observan en el siguiente modelo:



En este esquema se visualiza un compendio de los principales requisitos de ingreso y salida de información que debe cumplir el Sistema, compendio que será explicitado detalladamente en el capítulo siguiente y que básicamente consiste en una base de datos, cuyo contenido estará caracterizado por:

1. Datos teóricos o características particulares de cada instrumento y los términos financieros específicos de los contratos y de los bonos o Títulos Públicos;

2. Datos sobre las tasas de interés, los tipos de cambio y los participantes correspondientes a cada contrato o bono.
3. Transacciones corrientes e históricas (donde se deben incluir desembolsos, cancelaciones y gastos).

Las salidas o informes que el sistema debe proveer pueden sintetizarse de la siguiente manera:

1. Flujos financieros para cada contrato, de los desembolsos y del servicio de la deuda, tanto pasados como futuros.
2. Informe sobre el estado de cuenta de la deuda global en el momento que se requiera; por ejemplo saldo impago, mora, atrasos, desembolsos y servicio de la deuda durante un período particular y sobre la base de distintos criterios.
3. Diseño y generación de los reportes a medida de las necesidades del usuario, por ejemplo, informes para el Sistema de Notificación de la Deuda del Banco Mundial; informes al FMI, o informes a las áreas vinculadas con el control interno y externo y la auditoría del uso de los fondos públicos.
4. Dentro de la vinculación con el resto de los componentes de la Administración Financiera Gubernamental, producción automática del "Registro de Desembolso" y la "Orden de Pago", para reducir substancialmente la posibilidad de errores .
5. Simulaciones sobre saldos y flujos de deuda, ante distintas proyecciones de montos de nuevos endeudamientos, y fluctuaciones de las tasas de interés y tasas de cambio de distintas monedas.

## **7. Descripción del Sistema Informativo de Registro y Control de la Deuda Pública#####**

### **7.1 Arquitectura del Sistema de Registro y Control de la Deuda Pública**

A continuación se observa la arquitectura general del sistema informático de registro y control de la Deuda Pública, necesario para dar respuesta a los requerimientos planteados para el sistema y que comprende desde la aprobación, firma y registro de los contratos tanto de deuda directa como indirecta, el registro de las transacciones reales de desembolsos y pagos como consecuencia de las obligaciones asumidas en concepto de uso del crédito público y las salidas de la información que procesa el sistema, tanto en papel como en otros medios magnéticos o por pantalla.

A los efectos de la descripción de dicha estructura, es necesario establecer una serie de conceptos básicos correspondientes a los elementos constitutivos del sistema:

a. Pantallas de acceso al sistema: Consiste en el soporte por el cual el sistema ingresa información, el que puede ser por pantalla o por medios magnéticos comprendiendo tanto los procedimientos de registro de las operaciones de crédito público, como así también los procedimientos de administración del sistema informático.

En todos los casos, contiene una secuencia sistematizada de los datos a ser ingresados ante cualquier hecho económico que impacte sobre la deuda pública (nuevos préstamos o colocaciones de títulos públicos, avales otorgados, reestructuraciones de la deuda, transacciones por desembolsos, pagos, etc.) y ante cualquier actualización de la información necesaria para el manejo del Sistema.

b. Diccionario de datos: La carga de información al sistema, se efectúa mediante la utilización de diccionarios de datos, que consisten en planillas que contemplan para determinados campos de las pantallas de acceso al sistema, las distintas posibilidades de leyendas o valores que pueden adoptar en cada caso.

Aquellos campos que no intervienen directamente en el cálculo del flujo financiero estimado de la operación de crédito público, pueden tener cierta flexibilidad, por lo cual las planillas correspondientes integran "diccionarios abiertos", lo que significa que desde el propio sistema se cuenta con la posibilidad de dar altas, bajas o modificaciones a los valores o leyendas que la constituyen.

Aquellos campos que intervienen en los algoritmos de cálculo necesariamente dan lugar a "diccionarios cerrados", lo que significa que no admiten ningún tipo de modificaciones en su composición, sin una previa modificación de la estructura del Sistema.

c. Tablas operativas: Se denominan tablas operativas al mecanismo por el cual se incorporan al Sistema aquellos datos o valores variables en el tiempo y que son utilizados para el cálculo de los flujos financieros estimados de las operaciones de crédito público.

Ejemplos típicos de las variables cuyos valores actualizados se incorporan mediante tablas operativas son los tipos de cambio o tasas de interés variables u otras utilizaciones generales como por ejemplo los participantes de los contratos.

d. Informes: Se denominan informes a las distintas salidas de información que por medio de pantallas, papel u otros soportes magnéticos se encuentran previstas en el Sistema

## Sistema de registro y control de la deuda pública

### Arquitectura del Sistema Informático



#### 7.2 Sigade (Sistema de Gestión y Análisis de la Deuda)

Con relación al núcleo del Sistema informático del Registro y Control de la Deuda, se ha optado por incorporar al SIGADE (Sistema de Gestión y Análisis de la Deuda), sistema que ha sido desarrollado por la UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) y que cumple adecuadamente con los requisitos que se mencionaran precedentemente.

Dicha decisión se adoptó a los efectos de contar en el menor tiempo posible con un sistema que brindara información confiable de la situación de la deuda pública y a su vez que contribuyera al cumplimiento de las obligaciones con los acreedores, para lo cual se instaló a fines de 1993, en la Secretaría de Hacienda la Versión 4.1 plus del SIGADE.

Este sistema está instalado en más de 40 países y fue desarrollado en el año 1978 con el propósito de brindar a los países con importantes saldos de deuda externa, una herramienta de gestión y ordenamiento, en particular vinculada con las renegociaciones en el ámbito del Club de París, y con la deuda con Organismos Multilaterales y la banca comercial.

La primer versión fue reemplazada en 1995 por la Versión 5.0 desarrollada en Oracle y con la posibilidad de trabajar bajo redes locales, para posteriormente ser reemplazada por

la versión 5.1 incorporando mejoras en las opciones de informes y de análisis de los usuarios.

La migración a esta nueva versión posibilitó que durante los ejercicios 1996 y 1997 se desarrollara un modulo de conexión entre el SIGADE y el SIDIF, diseñado y desarrollado en forma conjunta entre la UNCTAD y la Secretaría de Hacienda, constituyéndose en una verdadera experiencia piloto de vinculación entre un sistema cuyo propósito fundamental es la gestión de la deuda pública (SIGADE) con otro sistema, el sistema integrado de informaciones financieras de la Administración Financiera Gubernamental, (SIDIF).

Operativamente la conexión implica que una vez efectuado el registro de la operación en el SIGADE, se ingresa -a través de los llamados "módulo de gastos" y "módulo de recursos"- al SIDIF/LINK, el que toma automáticamente la información contenida en aquél y genera los Formularios de Gastos o de Ingresos para su reflejo en la Contabilidad Central, tal como se describe detalladamente más adelante.

### 7.2.1 Menú Principal del SIGADE

Con el propósito de describir las distintas prestaciones del SIGADE con relación al proceso de administración de la deuda, partiremos del menú principal del sistema. Se debe considerar que la estructura del menú sigue el ciclo típico de un instrumento financiero (préstamo o título).

Los distintos componentes del menú de esta opción se utilizan para las siguientes funciones:

- Archivo : conectarse o desconectarse de la sesión de Windows.
- Administración: introducir todos los datos previos a que el instrumento se encuentre activo: Calendarios de pago, tanto de capital como de intereses y comisiones, desembolsos previstos, participantes, etc. Dentro de esta sección se podrán generar las Tablas de Amortización.
- Movilización: registrar la información de desembolsos reales.
- Servicios: efectuar un seguimiento de los préstamos registrando los pagos de sus servicios.
- Reportes: emitir distintos informes de los prestamos ingresado a la base de datos.
- Analisis: llevar a cabo análisis de variación de los tipo de cambio o de las tasas de interés.
- Soporte: modificar los parámetros del sistema y recalcular totales anuales.
- ?:ingresar a la opción de ayuda en línea con respecto al SIGADE.
- Window: cambiar entre distintas sesiones del sistema.

Un requisito para que el sistema provea información precisa y completa, es la correcta interpretación e introducción de la información básica y el adecuado mantenimiento de la base de datos del SIGADE, para lo cual el usuario debe ingresar la siguiente información relacionada con cada operación de crédito público:

- los términos financieros específicos de cada contrato o bono;
- las características de cada instrumento;
- las informaciones singulares de los participantes de los contratos (prestamista, prestatario, garante, beneficiario, etc.);
- transacciones corrientes e históricas;
- datos sobre las tasas de interés y los tipos de cambio correspondientes a cada contrato o bono.

La información esencial describiendo las características de cada préstamo se registra por medio de códigos interpretados por el sistema a través de un "Diccionario de Datos", códigos que en muchos casos pueden ser modificados a medida del usuario.



7.2.2 Tabla de "Amortización" del SIGADE.

Uno de los aspectos fundamentales del SIGADE consiste en que dentro de la opción de Administración permite el cálculo automático de las tablas de amortización (flujo de fondos de la operación) basándose en la información ingresada al sistema en las distintas bases de datos disponibles, tal como se observa en el siguiente ejemplo de una salida impresa correspondiente a una Euroletra en Yenes:

GESTION NACIONAL DE DEUDA		TABLA DE AMORTIZACION DEL PRESTAMO				LD0030 PAGINA 1	
23/05/1995							
PTNO-ID.....7-0951-000	MONTO.....	2,000,000,000.00	TOTAL CALENDARIOS. 2	FECHA DE FIRMA			
DEUDOR.....REPUBLICA ARGENTINA	ACREEDOR.....	PORTADORES DE BONOS	DIVISA PRESTAMO...701/3PT	19/05/1994			
DIAS EN ADO...340	PAIS ACREEDOR.....	NO CONOCIDO	DIAS EN MES.....BIAS-EXACT	DISPONIBILIDAD			
	REF. ACREEDOR.....	FRN/YENES/96		19/05/1994			
FECHA	SALDO AL PRINCIPIO DEL PERIOD	DESEMBOLSOS	PAGOS DE PRINCIPAL	PAGOS DE INTERESES	PAGOS DE COMISION	BIVI./TIPO	PAGO TOTAL
CALENDARIO.002							
19/05/1994	INTERES EN USO .....	= 0.00000	(TASA CBDO = 059, MARGEN = 1.30000 )				
19/05/1994	0.00	2,000,000,000.00	0.00	0.00	0.00		0.00
19/08/1994	2,000,000,000.00	0.00	0.00	10,830,575.34	0.00		10,830,575.34
19/11/1994	2,000,000,000.00	0.00	0.00	10,865,200.00	0.00		10,865,200.00
19/02/1995	2,000,000,000.00	0.00	0.00	10,783,400.00	0.00		10,783,400.00
19/05/1995	2,000,000,000.00	0.00	0.00	10,062,500.00 ✓	0.00		10,062,500.00
19/08/1995	2,000,000,000.00	0.00	0.00	14,311,111.11	0.00		14,311,111.11
19/11/1995	2,000,000,000.00	0.00	0.00	14,311,111.11	0.00		14,311,111.11
19/02/1996	2,000,000,000.00	0.00	0.00	14,311,111.11	0.00		14,311,111.11
19/05/1996	2,000,000,000.00	0.00	2,000,000,000.00	14,000,000.00	0.00		2,014,000,000.00
CALENDAR 002 TOTALES.....		2,000,000,000.00	2,000,000,000.00	131,453,060.67	0.00		2,131,443,060.67

Dichas tablas permiten conocer el flujo de fondos que genera el préstamo, o sea la previsión de los desembolsos del organismo prestador o de los inversores que constituyen los ingresos de fondos para el país y los servicios de amortización y renta que corresponden al préstamo.

En cuanto a la actualización de los flujos de cada contrato, la misma se produce en forma automática cada vez que se ingresan en tablas específicas e independientes, los valores actualizados de las tasas de interés y los tipo de cambio,

Esta posibilidad que brinda el sistema, se considera de vital importancia, debido a que permanentemente y en forma muy sencilla se obtiene información de la proyección global de la deuda, generada como suma de los flujos pertenecientes a cada tramo.

Tal como se observa en el ejemplo expuesto, la denominada tabla de amortización, a la que se acceden a través de la opción "reportes" del menú principal descrito en el punto anterior consta de:

- . Un encabezamiento en donde figuran los datos característicos del instrumento: monto, moneda y denominación del título, fecha de firma de la resolución que autoriza la contratación o emisión del título, fecha de disponibilidad (fecha a partir de la cual no pueden realizarse nuevos desembolsos) y días en el mes y en el año (datos que el sistema utiliza para el cálculo del servicio de renta).

- . La tabla propiamente dicha en donde observamos: tasa de interés y margen sobre esta tasa, fecha y monto del desembolso inicial, fechas de pago y montos de los servicios de amortización y renta y, finalmente, saldo (principal) de deuda.

- . En la nueva versión del SIGADE la Tabla expuesta en este ejemplo puede además ser visualizada por pantalla, sin ser impresa.

### 7.3 Organización del SIGADE.

En el siguiente gráfico se observa la organización básica del sistema de gestión y administración de la deuda pública, distinguiéndose dos planos funcionales, por un lado el acceso de los datos al sistema cumpliendo los requisitos exigidos para lograr confiabilidad en la información y por otro el correspondiente a la utilización de la información, una vez procesada por el SIGADE .

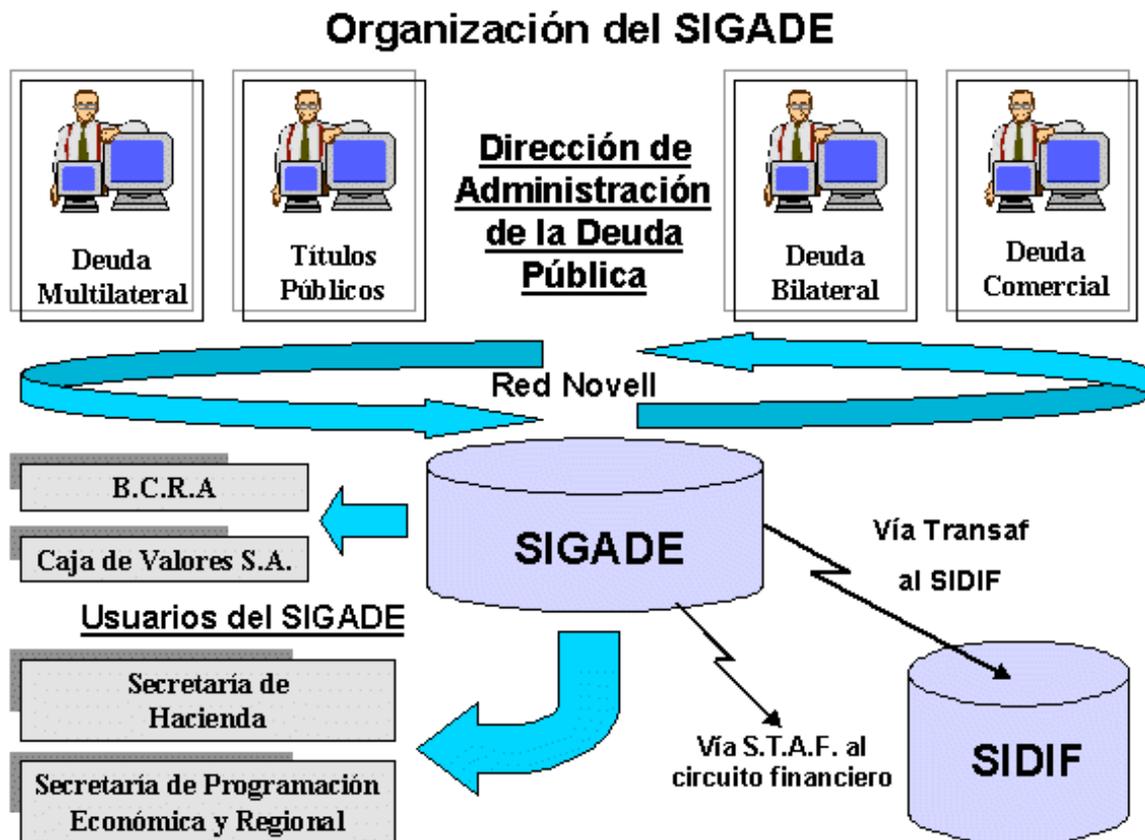
El acceso al sistema, de los datos de las operaciones de crédito público, se realiza a partir de las áreas funcionales de la Dirección de Administración de la Deuda Pública, la que está organizada y especializada por tipo de préstamo. De esta manera se distinguen los grupos de trabajo Títulos Públicos; Organismos Internacionales; Deuda Bilateral y Deuda Comercial.

A su vez el ingreso de datos se centraliza en una base única de datos del SIGADE a través de la red local (Novell).

Una vez ingresada y procesada la información, el SIGADE produce regularmente una serie de reportes para sus distintos usuarios, entre los que se destacan la Secretaría de Hacienda (Oficina Nacional de Presupuesto, Tesorería General de la Nación, Contaduría General de la Nación y la propia Oficina Nacional de Crédito Público) como así también la Secretaría de Programación Económica y Regional y otras áreas del Ministerio de Economía.

A su vez el SIGADE provee de información actualizada de la deuda pública al B.C.R.A. y al circuito financiero, vía el sistema S.T.A.F. (Sistema de Telecomunicaciones del Area Financiera administrado por el B.C.R.A.) y para el caso particular de la administración de los títulos públicos colocados a residentes en el país se vincula con la Caja de Valores S.A., tanto para la colocación de dichos títulos, como para la atención de los pagos por su servicio.

Completa la Arquitectura del sistema la conexión del SIGADE con el SIDIF a través del TRANSAF. sistema específico de correo electrónico de datos para la vinculación del SIDIF con los Servicios Administrativos Financieros (SAF).



#### 7.4 Vinculación entre el SIGADE y el SIDIF:

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

A continuación se explicita el flujo informativo que caracteriza a la vinculación SIDIF-SIGADE en cada uno de sus módulos

##### 7.4.1 Modulo de Gastos:

Funcionalmente este programa permite recibir del SIDIF la siguiente información:

- . la asignación anual del Crédito Presupuestario por partida;
- . la asignación de la respectiva cuota de compromiso y de devengado;
- . la actualización de la tabla de Beneficiarios y Cuentas Bancarias;
- . la actualización de la tabla de las Partidas Presupuestarias;
- . la respuesta en forma correcta o con error de todos los formularios de Gastos;

y transmite al SIDIF los siguientes datos:

- . el formulario de Compromiso (C35);
- . el formulario de Orden de Pago Presupuestario (C41);
- el formulario de Orden de Pago Extrapresupuestario (C42);
- . los formularios de Corrección, Cambio de Imputación, Desafectación y Regularización (distintos tipos de C55);
- . el registro del Pagado después de recibir el formulario SWIFT del Banco Central de la República Argentina;

- . el formulario de Nota de Pago en moneda de origen y con información del acreedor.

Con respecto a los informes el Modulo de Gastos tiene previstos todos los necesarios para la gestión diaria. Existen salidas por cada formulario y en cada uno de los estados posibles: confirmado, devengado, pagado, en espera y con error.

#### 7.4.2 Modulo de Recursos:

Funcionalmente este programa permite recibir del SIDIF la siguiente información:

- . el formulario de recaudación que se genera por ingreso de fondos en las cuentas de la Tesorería General de la Nación;
- . la respuesta en forma correcta o con error de todos los formularios de Recursos;
- . la respuesta en forma correcta o con error del registro de generación de las minutas contables.
- . la actualización de la Tabla de Generación de Formularios para prestamos con Organismos Internacionales (desde las Unidades Ejecutoras de Prestamos);  
y transmite al SIDIF los siguientes datos :
- .el formulario de Regularización de Recursos;
- . el formulario de Corrección de Recursos;

Con respecto a los informes, el Modulo de Recursos tiene previstos todos los necesarios para la gestión diaria. Existen salidas por cada formulario y en cada uno de los estados posibles: confirmado, devengado, ingresado, en espera y con error.

## **8. Procedimientos para el Registro y Atención del Servicio de la Deuda #####**

Es competencia de la Dirección de Administración de la Deuda Pública (DADP), dependiente de la Oficina Nacional de Crédito Público, atender los servicios de la deuda pública de acuerdo a las previsiones presupuestarias y a los compromisos financieros asumidos por la Nación, para lo cual debe:

- . efectuar las previsiones presupuestarias de los servicios de la deuda.
- . emitir las órdenes de pago,
- . instruir la transferencia de fondos a través de la Tesorería General de la Nación (TGN),  
y
- . efectuar el seguimiento de los pagos ordenados.

El SIGADE tiene un rol sustantivo en este proceso de administración de la deuda, dado que el sistema contempla las operaciones de pago en dos planos temporales:

- . programación y/o proyección de los flujos financieros de las operaciones, que integran la "tabla de amortización".
- . registro de desembolsos, devengamiento y pago del servicio de las operaciones, que conforman el "Libro Mayor".

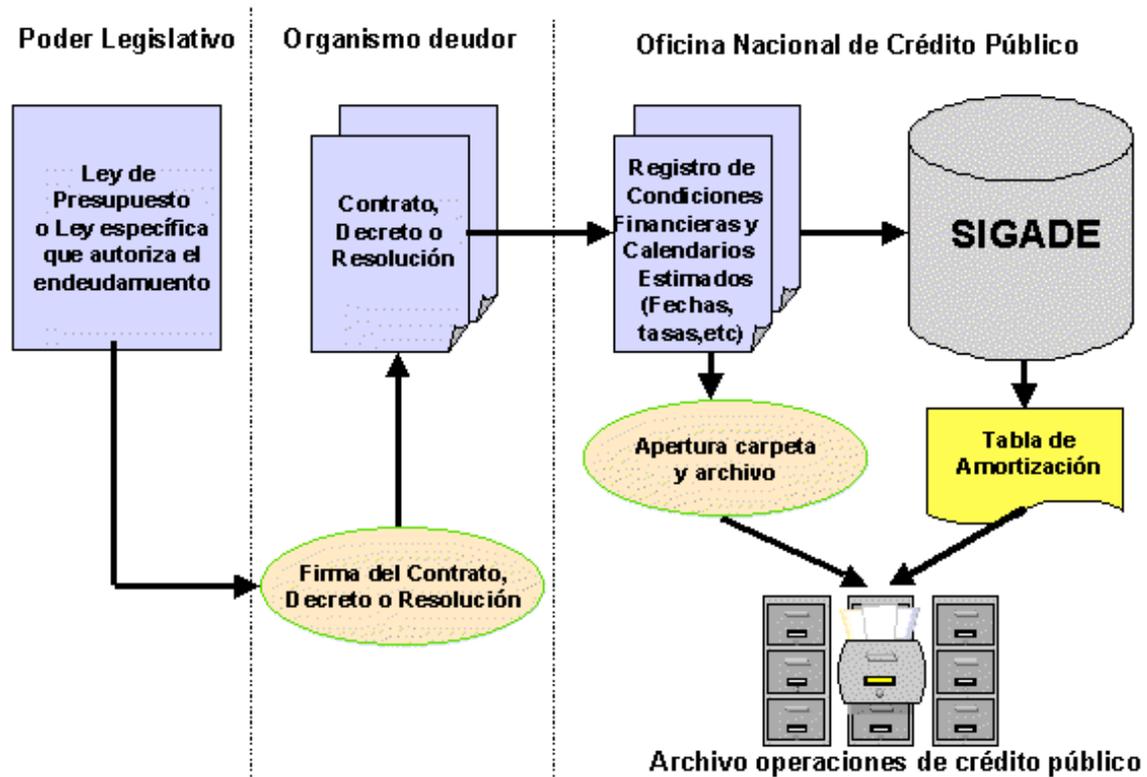
### **8.1 Registro de las Operaciones de Crédito Público**

El proceso de registro de préstamos o bonos consiste básicamente en que una vez autorizado legalmente el endeudamiento y firmado el préstamo o emitido el título, el contrato, Decreto o Resolución aprobatoria de la operación es analizado para cargar al Sistema las condiciones financieras y los parámetros contractuales del mismo (fechas, frecuencia, tasa de interés, etc.), los que dan origen a los calendarios estimados de desembolsos y pagos de capital, intereses y comisiones.

El procedimiento establecido para la carga de información al sistema, abarca tanto los instrumentos que constituyen deuda directa, como así también los que cuentan con garantía o aval de la Nación y a su vez contempla la posibilidad de cargar las operaciones de crédito público en tránsito, en proceso de negociación o que se estime se formalizarán en un determinado período, las que en el SIGADE se denominan "préstamos hipotéticos".

En todos los casos, incluyendo las operaciones hipotéticas en las que no se cuente con información completa, las etapas a seguir para el registro de la información básica y los calendarios estimados son las siguientes:

## Registro de las operaciones de Crédito Público



- Interpretación de la información disponible que puede estar compuesta por el contrato del préstamo o la norma de emisión para el caso de los títulos.
- Ingreso de dicha información en las pantallas del sistema, en donde se destaca la información general (identificación del préstamo, datos de los participantes, identificación de la divisa y del monto del contrato) y la información relacionada con los calendarios estimados de desembolsos y pagos de capital, intereses y comisiones.
- Calculo y emisión por parte de los usuarios de la Tabla de Amortización tanto por pantalla como en formato de reporte gerencial.
- Apertura de la carpeta de la operación, conteniendo la documentación legal disponible, copia del contrato o de la norma de emisión y la impresión de la Tabla de Amortización incorporada al sistema.

## 8.2 Atención del Servicio de la Deuda Pública

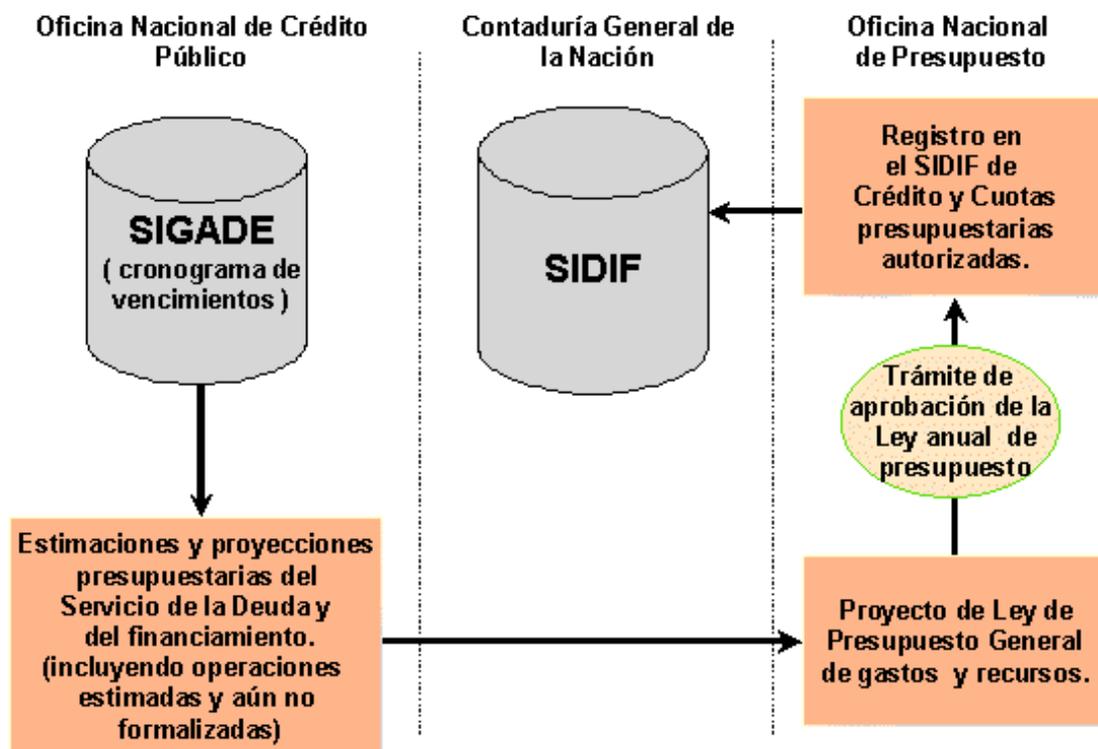
El procedimiento de atención del servicio de la Deuda se lo puede distinguir en tres etapas fundamentales: previsión presupuestaria, emisión orden de pago y transferencia de los fondos tal como se describe a continuación:

Etapas 1: Formulación Presupuestaria.

En septiembre de cada año, la DADP envía a la Oficina Nacional de Presupuesto (ONP) una previsión de los pagos de los servicios de la deuda correspondientes al siguiente ejercicio, esta previsión surge fundamentalmente de la integración de las tablas de amortización del conjunto de préstamos registrados en el SIGADE.

La agregación de la información correspondiente permite a la ONP determinar el crédito a incluir en la Ley de Presupuesto del ejercicio y la cuota correspondiente a la Jurisdicción 90, Servicio Administrativo Financiero (SAF) 355 denominado Servicio de la Deuda Pública.

### Formulación Presupuestaria de servicios de la deuda pública

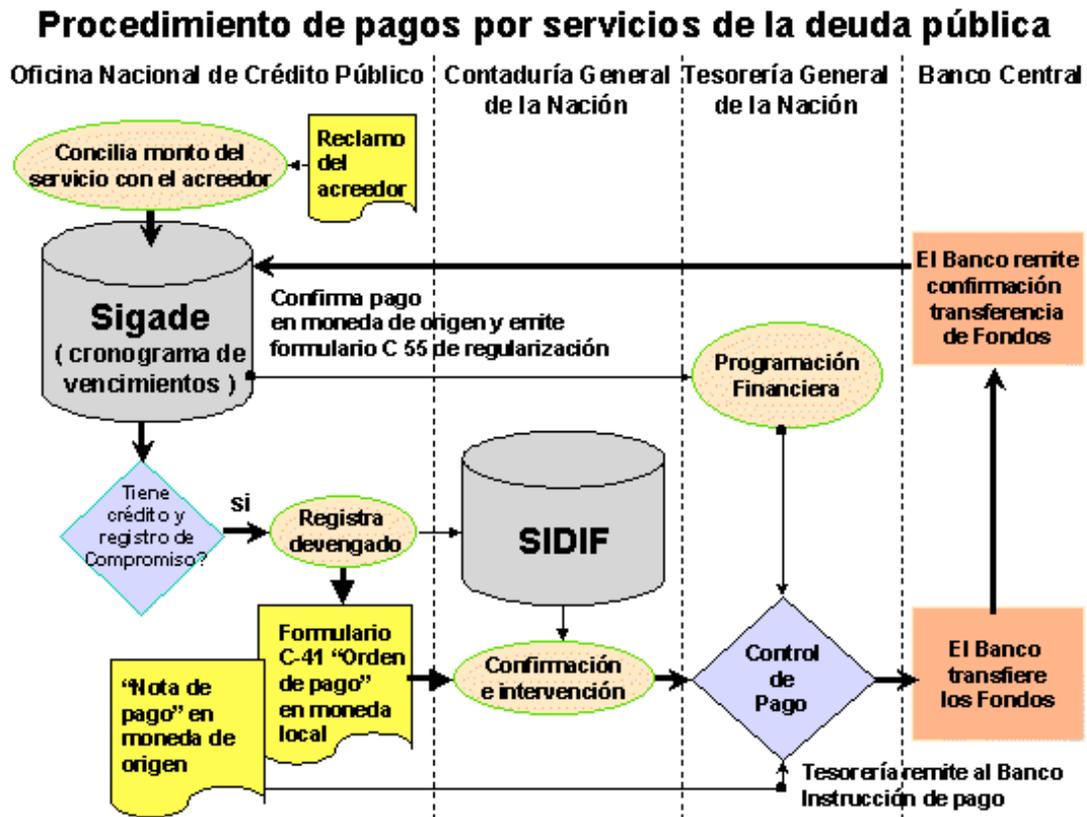


De esta manera, la ONP establece la previsión e imputación presupuestaria. Este es el primer paso del proceso de atención del servicio: establecer una adecuada previsión presupuestaria, previsión que puede estar sujeta a dos tipos de variaciones entre el momento de la presupuestación y el momento del pago:

- . variación de la tasa de interés y
- . variación del tipo de cambio.

Estas eventuales variaciones se corrigen en primera instancia al emitir la orden de pago (etapa N° 2) y se ajustan en definitiva al momento de la transferencia de fondos (etapa N° 3) que realiza el agente financiero (B.C.R.A. en caso de moneda extranjera).

Esta información, junto con la de las cuotas de compromiso y devengado trimestrales, es ingresada por la Oficina Nacional de Presupuesto al SIDIF y desde allí transmitidas a la Dirección de Administración de la Deuda Pública (SAF 355) a través de la vinculación SIDIF-SIGADE.



Etapa 2: Emisión orden y nota de pago.

Generalmente con una anticipación de treinta días a la fecha del pago, la DADP confirma las tasas de interés aplicables y concilia los montos del servicio con el acreedor externo o interno.

Luego se elabora en forma automática por intermedio del SIDIF/Link la denominada "Orden de Pago" (Formulario C-41) que luego de ser validada es transmitida al SIDIF por intermedio del TRANSAF.

Con posterioridad se imprime la OP, la que consiste en un formulario que consta de los siguientes campos:

Encabezamiento: en donde aparecen: ejercicio de pago, lugar, fecha y SAF que origina la OP. También se especifica a este nivel un código de registro en el SIDIF y los datos del beneficiario. Notemos que en el ejemplo observado, el beneficiario de la OP es el BCRA por tratarse del agente de pago del Estado Nacional.

REPUBLICA ARGENTINA SECRETARIA DE HACIENDA		ORDEN DE PAGO		DUPLICADO			
EJERCICIO:	<input type="text"/>	LUGAR:	.....	FECHA:	<input type="text"/>		
JURISDICCION:	<input type="text"/>	.....					
SAF:	<input type="text"/>	DOC. N°	<input type="text"/>	.....			
(NOMBRE BENEFICIARIO)							
PAGUESE A:	.....			CODIGO:	<input type="text"/>		
.....							
DOMICILIO EN:	.....		CDD. POSTAL:	<input type="text"/>	CUIT:	<input type="text"/>	
SE TRANSFIERE: BANCO:	<input type="text"/>	SUC:	<input type="text"/>	TIPO:	<input type="text"/>	CTA. N°	<input type="text"/>
LA SUMA DE:	.....						
<b>0589915</b>							

Una tipificación del pago según los siguientes criterios: momento del gasto (compromiso y devengado o devengado), pagador; clase de gasto y fuente de financiamiento. Dado que los registros operan integralmente, es necesario identificar el número que se le asigna en el SIGADE a la operación de la cual se está atendiendo su servicio.

<b>TIPO DE REGISTRO:</b> DEVENGADO: <input type="checkbox"/>		COMPROMISO Y DEVENGADO: <input type="checkbox"/>		<b>PAGADOR:</b> TGN: <input type="checkbox"/>		SAF: <input type="checkbox"/>		
<b>CLASE DE GASTO:</b>								
<b>PERSONAL:</b>		SUELDOS: <input type="checkbox"/>	APORTES Y CONTRIBUCIONES: <input type="checkbox"/>	OTROS HABERES: <input type="checkbox"/>	BIENES Y SERVICIOS: <input type="checkbox"/>	BIENES DE USO: <input type="checkbox"/>		
TRANSFERENCIAS: <input type="checkbox"/>		GASTOS FIGURATIVOS: <input type="checkbox"/>		OTROS: <input type="checkbox"/>	DEUDA PUBLICA: <input type="checkbox"/>	SIGADE N°: <input type="text"/>		
<b>FUENTE DE FINANCIAMIENTO:</b> <input type="text"/>				<b>DOCUMENTO RESPALDATORIO:</b> TIPO: <input type="text"/>				N°: <input type="text"/> / <input type="text"/>

Imputación presupuestaria del pago: en donde se identifica el nombre de la operación y el monto del servicio expresado en pesos. También se coloca aquí la fecha del pago.

Espacio para la intervención del documento por parte de los funcionarios responsables. En nuestro caso, suscriben la OP un funcionario y el Director de la DADP y el Subsecretario de Financiamiento o el Secretario de Hacienda.

NUMERO DE COMPROMISO	IMPUTACION PRESUPUESTARIA											DESCRIPCION	IMPORTE		
	PRO	SUB	PY	ACT	OB	UG	I	P	P	SUBP	TM				
CONCEPTO DEL PAGO: .....												TOTAL			
OBSERVACIONES: .....												DEDUCCIONES (1)			
												BONIFICACION			
												LIQUIDO A PAGAR			
FACTURA		BONIFICACION		CTA. CTE. TGN		BANCO:									
FECHA RECP.	FECHA VENC.	%	FECHA:												
ESPACIO RESERVADO															
C.G.N															
REGISTRO CONTABLE				RESPONSABLE REGISTRO		RESPONSABLE SAF		SECRETARIO		AREA ADMINISTRATIVA					

Luego, el formulario C-41 es remitido a la Contaduría General de la Nación (CGN), área que tiene a su cargo el control de consistencia entre los datos del formulario C-41 y la información previamente transmitida al SIDIF

Finalmente la Contaduría interviene el formulario según se observa en el ejemplo y lo envía a la TGN, etapa que conforma el momento de mandado a pagar.

Etapa 3: Pago.

Sobre la base de las tablas de amortización del SIGADE las que son remitidas periódicamente por la DADP a la TGN, esta última elabora su Programa de Caja con distintos niveles de agregación. Este Programa de Caja identifica las fuentes con las que se atenderán los distintos pagos del período.

Por otra parte y en forma paralela a la emisión de la orden de pago, la DADP elabora utilizando el SIDIF/Link y en forma automática, la correspondiente nota de pago que consiste en la instrucción de movilización de fondos dirigida al agente pagador.

Este documento se transmite automáticamente vía TRANSAF al SIDIF, y luego es seleccionado por miembros de la TGN, los que una vez chequeado el pago contra el Programa de Caja, el Tesorero o el Subtesorero suscriben la nota de pago, la que es enviada al agente pagador.

Las secciones que caracterizan a dicha nota de pago son la Instrucción al agente pagador, que indica: cuenta del Gobierno Nacional a debitar, cuenta del acreedor a la que deben transferirse los fondos, monto, moneda y tipo de servicio (amortización, renta y/o comisiones) y la Intervención del documento, en general por parte del responsable del SAF (Director de la DADP) y de funcionarios de la TGN (Director de Movimiento de Fondos y Subtesorero General de la Nación).

El agente de pago (BCRA si fuese un pago en moneda extranjera o Banco Nación si fuese en moneda nacional) recibe la nota de movilización de fondos y, a través de su oficina de Mercado Abierto, transfiere los fondos al exterior. Posteriormente, remite a la TGN y a la DADP los comprobantes del swift y del débito en la Cuenta 4000 (Depósitos del Gobierno Nacional en Moneda Extranjera )

El comprobante del swift efectuado por el BCRA está constituido por el documento de la transmisión telegráfica cuyos elementos característicos son:

- . Fecha y hora de la transmisión.
- . Fecha valor, moneda e importe de la transferencia.
- . Banco beneficiario
- . Referencia del pago realizado.
- . Intervención de un funcionario de la DADP que registra el pago en el Libro Mayor del SIGADE

Por último, la DADP elabora el parte contable diario y registra el pago en el libro mayor del SIGADE. Dicho parte contiene tres elementos:

- . nota de instrucción de movimiento de fondos, dirigida al agente pagador, suscripta por el Tesorero General de la Nación
- . comprobante del swift de transferencia de fondos al exterior por parte del agente pagador
- . comprobante del débito en la cuenta bancaria del Gobierno Nacional.

El registro del pagado en el Libro Mayor del SIGADE genera un registro que es transmitido al SIDIF vía TRANSAP, con el cual se registra en forma automática el pagado de la Orden de Pago relacionada con dicho número Sigade, fecha de vencimiento y monto.

Etapa 4: Regularización por diferencias de cambio.

Una vez que confirmado el registro del pagado tanto en moneda de origen como en moneda local, el monto en moneda local ingresado se compara con el monto oportunamente devengado en la orden de pago.

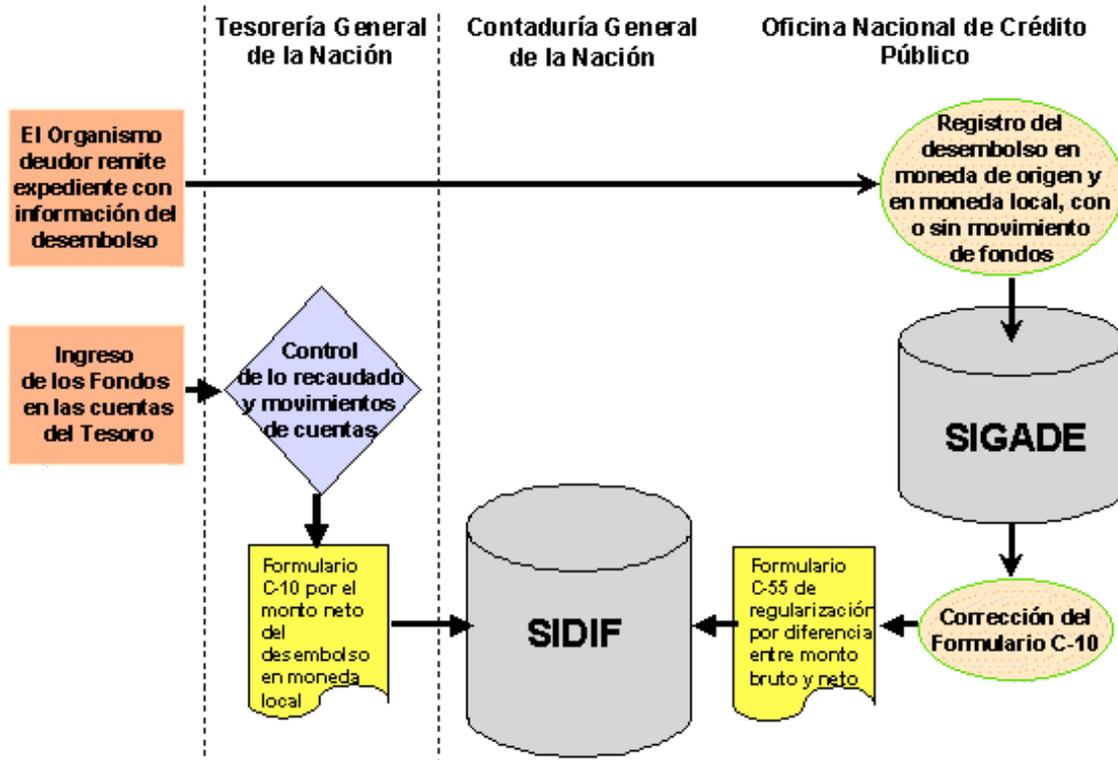
Dado el tiempo transcurrido, es muy probable que existan diferencias no sustantivas provocadas por la variación de la tasa de cambio entre la fecha de devengamiento y emisión de la orden de pago y la fecha de efectivo pago y transferencia de los fondos, lo que da lugar a la emisión de un formulario C 55 de regularización, que no implica movimientos de fondos

Si el monto en moneda local pagado fuera mayor al devengado se realizará una regularización presupuestaria con su consiguiente regularización contable y si fuera menor se producirá una desafectación presupuestaria del saldo de la orden de pago, junto con la consiguiente regularización contable.

### 8.3 Registro de Ingreso de Fondos por uso del Crédito Público

Existen dos grupos de operaciones en los que se refiere al módulo de recursos, que son los ingresos con movimiento de fondos o las colocaciones por reconocimiento de deuda, donde no existe flujo de fondos. Como ejemplo más ilustrativo, se tomará el caso en donde existen ingresos reales en las cuentas de la Tesorería General de la Nación.

## Registro de desembolsos por operaciones de crédito público



La diferencia sustantiva con el procedimiento de registro de recursos sin movimiento en las cuentas bancarias, consiste en que no interviene la Tesorería General de la Nación y el incremento del pasivo lo registra la Oficina Nacional de Crédito Público mediante un Formulario C10 de regularización.

Etapa 1: Registro en el SIGADE.

Ya sea por la colocación de un título o el desembolso de un préstamo, la información del aumento del pasivo del Gobierno Nacional llega a la Dirección de Administración de la Deuda Pública mediante un expediente y con copia adjunta del contrato o resolución respectiva.

Con esta información se carga al libro mayor del SIGADE el desembolso con los siguientes datos:

- . Fecha de la operación.
- . Monto en Moneda de Origen.
- . Monto en Moneda Local.
- . Partida Presupuestaria de Recursos
- . Destino de los Fondos.





### Etapa 3: Complementación del Informe de Recursos:

Luego de recibido electrónicamente el formulario C10 en la Dirección de Administración de la Deuda Pública, este es conciliado con la información ingresada al SIGADE en moneda de origen y en moneda local en la Etapa 1. Dichos datos, extraídos por la Dirección de Administración de la Deuda Pública del expediente, producen automáticamente la corrección del formulario C10 agregando

- . El Monto Bruto de la deuda.
- . El Numero Sigade correspondiente a dicha colocación.
- . La partida presupuestaria relacionada con dicho instrumento.

Por ultimo, por la diferencia entre el monto neto informado en la Etapa2 y el monto total del desembolso ingresado en el SIGADE, el sistema produce automáticamente un formulario C55 de regularización por los gastos y/o comisiones que se generaron como consecuencia de la transacción con lo que cierra el circuito de registro del ingreso de recursos por operaciones de Crédito Público con movimiento en las cuentas bancarias.