

ESTUDIO ESPECIAL

SOBRE ADMINISTRACIÓN DE PASIVOS DEL ESTADO

CANJE DEFAULT 2005

Gerencia de Control de la Deuda Pública

Marzo de 2006

ÍNDICE

<u>I. OBJETO</u>	3
<u>II. ALCANCE</u>	3
<u>III. ACLARACIONES PREVIAS</u>	5
<u>III.1 Introducción</u>	5
<u>III.2 La oferta de reestructuración de la República Argentina</u>	6
<u>III.2.1 Procedimiento para el ofrecimiento</u>	10
<u>III.2.2 Novedades que introdujo esta transacción</u>	10
<u>III.2.3 Ley aplicable y moneda de denominación de los bonos nuevos</u>	17
<u>III.2.4 Cláusulas contenidas exclusivamente en las emisiones sometidas a las leyes extranjeras</u>	18
<u>III.3 Interrupción del canje - Demandas de NML Capital Ltd. contra La República Argentina</u>	19
<u>III.4 Intermediarios participantes de la oferta global - Funciones y Honorarios</u>	28
<u>IV. STOCK DE LA DEUDA PÚBLICA PRE-CANJE Y PROPUESTA DE CANJE DE LA ARGENTINA</u>	45
<u>IV.1. Deuda en Situación de Pago Normal, Deuda Pendiente de Reestructuración, Deuda a Reestructurar y Deuda Elegible</u>	45
<u>IV.2. Propuesta de Canje de la Deuda Elegible</u>	51
<u>IV.3. Resultados de la Propuesta de Canje</u>	55
<u>V. ANÁLISIS DE SUSTENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA</u>	57
<u>V.1. Stock de la Deuda Pública Post-Canje (al 30 de Junio de 2005)</u>	58
<u>V.2. Supuestos macroeconómicos</u>	62
<u>V.3 Egresos Totales: Servicios de la Deuda Pública</u>	65
<u>V.3.1 Servicios de la Deuda en Situación de Pago Regular</u>	66
<u>V.3.2 Servicios de la Deuda Pendiente de Reestructuración</u>	68
<u>V.3.3 Servicios de los Títulos Públicos Elegibles no ingresados al Canje</u>	69
<u>V.3.4 Letra Intransferible al BCRA</u>	70
<u>V.3.5 Títulos ligados al PBI</u>	71
<u>V.3.6 Recompras de Títulos de la Deuda Pública</u>	73
<u>V.4 Ingresos Totales: Superávit Fiscal Primario Disponible y Adelantos Transitorios del BCRA</u>	76
<u>V.5 Resultados de la Sustentabilidad</u>	77
<u>VI. RESUMEN Y CONCLUSIONES</u>	95

**ESTUDIO ESPECIAL SOBRE ADMINISTRACIÓN DE PASIVOS DEL ESTADO –
CANJE DEFAULT 2005**

SEÑORA
MINISTRA DE ECONOMÍA Y PRODUCCIÓN
LIC. FELISA JOSEFINA MICELI
S. / D.

En uso de las facultades conferidas por el artículo 118 de la Ley N° 24.156 la AUDITORÍA GENERAL DE LA NACIÓN procedió a efectuar un estudio especial en el ámbito del Ministerio de Economía y Producción, con el objeto que se detalla a continuación.

I. OBJETO

Operación de canje 2005, Análisis Financiero y Sustentabilidad Fiscal de la Deuda Pública Total.

II. ALCANCE

Estudio especial sobre la reestructuración de la deuda pública efectuada en el período Enero - Abril de 2005; análisis del encuadre normativo de los instrumentos aplicados; análisis de sustentabilidad de la deuda pública post reestructuración.

En nuestro estudio se aplicaron los procedimientos que resultaron pertinentes para el estudio del objeto señalado en el apartado I. De éstos, se distinguen:

- ✓ Análisis de los instrumentos jurídicos que regularon la reestructuración de la deuda nacional.
- ✓ Cálculo de los determinantes de la capacidad de pago de la deuda pública.
- ✓ Diseño y aplicación de muestras estadísticas para la verificación de los saldos iniciales de los bonos elegibles.
- ✓ Entrevistas con funcionarios de la Oficina Nacional de Crédito Público del Ministerio de Economía y Producción (ONCP, en adelante).

Este trabajo se efectuó:

a) con información públicamente disponible elaborada por el Ministerio de Economía y Producción que se encuentra en los siguientes documentos:

- ⇒ Lineamientos de la Reestructuración de la Deuda Soberana, difundido en Dubai, en Septiembre de 2003.
- ⇒ Reunión de los Grupos Consultivos, de Octubre de 2003.
- ⇒ Análisis de Sustentabilidad de la Deuda Argentina, de Diciembre de 2003.
- ⇒ La Oferta de Canje, del 12 de Enero de 2005.
- ⇒ La Oferta de Canje - Anuncio Final, del 18 de Marzo de 2005.

b) Con información obrante en los Expedientes:

⇒ CUDAP: S01-0199146/2003

⇒ CUDAP EXP: 0328792/2004

c) Con información proveniente de los Decretos 319/2004; 1735/200; 1911/2004; y normas complementarias.

Las tareas de campo se desarrollaron entre el 1° de abril de 2005 y el 31 de octubre de 2005.

III. ACLARACIONES PREVIAS

III.1 Introducción

La República Argentina declaró el diferimiento de pagos de la deuda pública hacia fines del año 2001; la reestructuración del segmento conformado por los bonos concluyó en mayo de 2005, alcanzándose un 76,15 % de aceptación, una reducción del 65,6% del valor nominal de la deuda y del 39,25 % del VPN¹.

Este default argentino fue el último episodio de crisis de deuda de las economías emergentes de la década de los '90, pero, a diferencia de aquellos, fue resuelto sin préstamos de salvataje de los Organismos Multilaterales. En rigor, la ausencia de fondos especiales expresa un nuevo paradigma en la arquitectura del sistema financiero internacional en el que los acreedores deben compartir con el deudor los costos de una crisis de pagos. Un fuerte sustento para el cambio de paradigma provino de la observación de que los recursos de los paquetes de ayuda especiales otorgados para superar las crisis de pagos, en numerosas ocasiones, se transformaron en seguros

contra riesgos de los participantes en los mercados de capitales². La falta de recursos adicionales, en buena medida, obliga a efectuar quitas de capital y extender los plazos de repago, tanto más cuanto mayor sea el volumen de la deuda en relación con la capacidad de repago de la economía en cuestión.

No obstante lo expresado, aun se encuentra en estado de debate la selección de procedimientos eficaces para la reestructuración de deudas soberanas que prueben su bondad en el acortamiento de los tiempos de espera y la minimización del riesgo de futuras demandas judiciales.

Entre los procedimientos para la reestructuración de deudas soberanas³ gana aceptación internacional el enfoque *Contractual* que admite la modificación de las condiciones de los bonos, incluyendo las financieras, mediante las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC), con el voto de una supermayoría que reúna entre el 66 2/3 % y el 85%, del principal residual o de los derechos de los tenedores de bonos presentes en una asamblea convenida. Estas CAC ya se encuentran en las emisiones de bonos efectuadas bajo las leyes de Inglaterra, Japón y Luxemburgo, mientras que las realizadas bajo la legislación de Nueva York no las incluía hasta hace poco tiempo. La oferta de reestructuración que presentó la República Argentina contiene esta innovación.

III.2 La oferta de reestructuración de la República Argentina

Con posterioridad a la declaración del diferimiento de pagos, las autoridades pusieron en práctica una estrategia de reestructuración de la deuda pública cuyo objetivo fue “reestructurar

¹ Según lo informado en *Oferta de Canje-Anuncio Final*, 18 de marzo de 2005.

² Esta es la argumentación del *moral hazard*.

³ Existen otros dos enfoques, conocidos como *Código de conducta* (enfoca la cuestión de la fijación de prioridades en la reestructuración) y *Estatutos* (persigue la creación de un régimen de quiebras soberanas al estilo del que se aplica en el sector privado).

obligaciones de deuda pendientes de pago de la Argentina que actualmente están en mora”⁴, que incluyó la contratación de asesores, identificación de los tenedores de bonos y conformación de grupos consultivos integrados por los bonistas, ante quienes se presentaron las propuestas de canje y las características financieras de los nuevos instrumentos de deuda que reemplazarían los mantenidos en mora.

Una versión preliminar de la propuesta de reestructuración de la deuda pública fue presentada el 23 de septiembre de 2003, en la reunión anual del FMI y el Banco Mundial, realizada en la ciudad de Dubai, y su versión definitiva se dio a conocer el 9 de diciembre de 2004, mediante el Decreto 1735/04. Éste dispuso que la reestructuración se lleve a cabo mediante una operación de canje nacional e internacional para la que se facultó la emisión de nuevos instrumentos de deuda por un valor nominal máximo de U\$S 41.800 millones, junto con los Valores Negociables Vinculados al PBI adjuntos a ellos y, a cambio, podrían ser recuperados U\$S 81.836 millones de Deuda Elegible, repartidos en 152 bonos.

El mencionado monto total a recuperar, también denominado Monto Elegible, se integra con:

- ✓ El capital residual en circulación al 31/12/01: **U\$S 79.700 millones.**
- ✓ Los intereses devengados e impagos hasta, pero sin incluir, el 31/12/01: **U\$S 2.100 millones**

La *oferta de la República Argentina* se compone de los siguientes títulos:

- ✓ *Par*, con vencimiento en diciembre de 2038.
- ✓ *Discount*, con vencimiento en diciembre de 2033.
- ✓ *Cuasipar*, con vencimiento en diciembre de 2045.
- ✓ *Títulos vinculados al PBI*, con vencimiento en diciembre de 2035.

La quita introducida a la deuda de capital difirió según las características de cada bono nuevo, de acuerdo al esquema reproducido en el Cuadro N° 1; consecuentemente, el valor nominal de los

⁴ Decreto 1735/04, Anexo II, Suplemento de Prospecto.

bonos recibidos igualará el monto elegible de los títulos elegibles multiplicados por los coeficientes de canje.

Cuadro N° 1

Coefficientes de canje

Bono Nuevo	Coefficiente de canje Por unidad de monto
Par	1,000%
Discount	0,337%
Cuasipar	0,699%

Fuente: Decreto 1735/04, Anexo II, Suplemento de Prospecto.

La oferta fue válida en las jurisdicciones de los EE.UU., Japón, Luxemburgo, Alemania, Italia, Dinamarca, Países Bajos, España y Argentina.

La fecha de emisión de los bonos nuevos fue el 31 de diciembre de 2003, resultando así un pago en efectivo a favor de los acreedores acorde con los servicios de renta devengados, al momento de liquidación de la operación, que obró el 2 de junio de 2005.

El cronograma programado de la oferta, que se consigna en el Cuadro N° 2, se vio alterado por la solicitud de embargo presentada por NML Capital Ltd.; pudo ser retomado a partir de la sentencia de la Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito de los EE.UU.⁵, el 13 de mayo de 2005.⁶

⁵ Cámara de Apelaciones, en adelante.

⁶ La resolución de este caso se desarrolla en el punto III.3, Interrupción del canje.

Cuadro N° 2

Cronograma de la oferta

Fecha	Evento		
T	<i>Fecha de Inicio</i> = Comienza la oferta	<i>Oferta Inicial ó Temprana para los Bonos Par</i>	<i>Período de Presentación de Ofertas</i>
	Es el <i>Período de Presentación</i> de ofertas para los Bonos Par, Con Descuento y Cuasi Par		
T + 18	Fecha límite del <i>Ofrecimiento Inicial</i> para los bonos Par	<i>Oferta Tardía para los Bonos Par</i>	<i>para el Bono Cuasi Par</i>
	Continúa el <i>Período de Presentación</i> de ofertas para los Bonos Par, Con Descuento y Cuasi Par		
T + 39	<i>Vencimiento</i> = Fin de la Oferta		
T + 60	<i>Fecha de anuncio</i>		
T + 74	<i>Fecha de liquidación</i>		

Fuente: Decreto 1735/04, Anexo II, Suplemento de Prospecto.

Para esta oferta se diseñaron tres incentivos económicos que persiguieron una participación mayor y más temprana. Dos de ellos se centraron en los bonos Par, de acuerdo a los cuales: 1) el monto ofrecido de dichos bonos crecía desde U\$S 10.000 millones a los U\$S 15.000 millones, si la aceptación de la oferta superaba el 70%, y 2) la asignación de los bonos Par premiaría las ofertas más tempranas e iguales o inferiores a U\$S 50.000⁷. El tercer incentivo fue común a todos los bonos nuevos y se deriva de su emisión, previa a la liquidación del canje: todos los inversores recibieron un pago en efectivo por los intereses devengados por los bonos nuevos, desde la fecha de emisión, 31 de diciembre de 2003, hasta la fecha de liquidación.

El monto ofrecido de bonos Cuasipar fue de \$ 24.300 millones y su asignación se realizó diariamente y en orden de llegada; no se fijaron límites para la emisión de bonos Discount.

III.2.1 Procedimiento para el ofrecimiento

El tenedor de bonos elegibles debió especificar el tipo de bonos que deseaba recibir y la moneda de denominación; a falta de explicitación se entregaron bonos Discount. Asimismo, se debió designar una cuenta en una caja de compensación para la acreditación de los títulos nuevos y cualquier efectivo al que tuviera derecho.

Las *cajas de compensación* que participaron de la operación fueron: Depository Trust Company (DTC, en adelante, por su sigla en inglés); Euroclear; Clearstream; Caja de Valores S.A y Central de Registro y Liquidaciones del Banco Central de la República Argentina (CRYL, en adelante, por su sigla en castellano). Para evitar el desarrollo de negociaciones que pudieran afectar la valuación de los bonos elegibles, éstos fueron bloqueados para cualquier transacción toda vez que ingresaron a la oferta.

III.2.2 Novedades que introdujo esta transacción

1. *Derechos respecto de futuras ofertas o Cláusula del Inversor mas favorecido:* esta cláusula es aplicable a los bonos de la deuda pública emitidos bajo legislación nacional y extranjera⁸ e implica que si la República Argentina, luego de realizado este canje, ofreciese comprar, canjear o enmendar cualquier bono elegible que no hubiese sido canjeado entonces, los poseedores de bonos nuevos (canjeados) quedan facultados a optar por participar en la nueva operación en base al monto de deuda que tenían originariamente, es decir que recuperan el monto de la acreencia original sin descuentos.

⁷ Todas las ofertas contaron con ese incentivo: las mayores a U\$S 50.000 (o su equivalente en otras monedas) se fraccionarían en dos tramos, uno por ese importe y otro por el monto complementario.

⁸ Las tenencias de bonos de la República Argentina en poder de las AFJP's quedan exentas de este beneficio.

Este derecho podrá ejercerse en caso de que la reapertura del canje se produzca antes del 31 de diciembre de 2014 y durante los treinta días posteriores al anuncio de la oferta.

La cláusula incentiva la mayor participación de tenedores de títulos elegibles en el canje o, visto desde otra óptica, busca reducir cuanto sea posible la existencia de "holdouts". Dentro del Prospecto Adjunto, está ubicada bajo el título "Derechos sobre Ofertas Futuras"⁹ y redactada en los siguientes términos:

"En virtud de las condiciones de los Títulos Par, Títulos Discount y Títulos Cuasipar, si luego del vencimiento de la Oferta hasta el 31 de diciembre de 2014, y excepto como se estipula más adelante, la Argentina voluntariamente hiciera una oferta de compra o canje o solicitara consentimientos para modificar cualquier Título Elegible no ofrecido ni aceptado conforme a la Oferta, la Argentina convino adoptar todas las medidas necesarias, incluida la realización de las presentaciones necesarias, de manera que cada tenedor de Títulos Par, Títulos Discount o Títulos Cuasipar tenga derecho durante un período de no menos de 30 días después del anuncio de dicha oferta, a canjear cualquiera de dichos Títulos Par, Títulos Discount o Títulos Cuasipar de dicho tenedor por (como correspondiere):

- ✓ la contraprestación en efectivo o en especie recibida en relación con dicha compra u oferta de canje, según fuere el caso, o*
- ✓ títulos con condiciones substancialmente idénticas a las resultantes de dicho proceso de modificación,*

en cada caso de acuerdo con los términos y condiciones de esa oferta de canje o proceso de modificación. A estos fines, los Títulos Par, Títulos Discount o los Títulos Cuasipar serán considerados como si fueran Títulos Elegibles que:

⁹ Suplemento de Prospecto - Prospecto Adjunto (traducción pública); página 83.

- ✓ *están en la misma moneda que esos Títulos Par, Títulos Discount o Títulos Cuasipar, y*
- ✓ *tienen un Monto Elegible igual al Monto Elegible de los Títulos Elegibles que originalmente habrían sido canjeados por esos Títulos Par, Títulos Discount o Títulos Cuasipar conforme a la Oferta ..."*

Complementariamente, la ley 26.017, promulgada el 10 de febrero de 2005, impide una futura reapertura del canje para los "holdouts". En los artículos 2°, 3° y 4°, pueden leerse los siguientes términos:

"Artículo 2°: El Poder Ejecutivo nacional no podrá, respecto de los bonos a que se refiere el artículo 1° de la presente, reabrir el proceso de canje establecido en el Decreto N° 1735/04 mencionado."

"Artículo 3°: Prohíbese al Estado nacional efectuar cualquier tipo de transacción judicial, extrajudicial o privada, respecto de los bonos a que refiere el artículo 1° de la presente ley."

"Artículo 4°: El Poder Ejecutivo nacional deberá, dentro del marco de las condiciones de emisión de los respectivos bonos, y de las normas aplicables en las jurisdicciones correspondientes, dictar los actos administrativos pertinentes y cumplimentar las gestiones necesarias para retirar de cotización en todas las bolsas y mercados de valores, nacionales o extranjeros, los bonos a que se refiere el artículo anterior."

2. *Cláusula de acción colectiva (CAC): estas cláusulas son aplicables a los bonos emitidos para el canje regidos por leyes extranjeras. En virtud de estas CAC pueden modificarse las cuestiones reservadas, incluidas las condiciones de pago, de acuerdo a las siguientes mayorías:*

- ✓ *de una serie individual de Títulos Nuevos, con el consentimiento de los tenedores del 75% del monto del capital total en circulación de esa serie;*

- ✓ y de varias series de Títulos Nuevos, con el consentimiento de los tenedores del 85% del monto del capital total en circulación de todas las series afectadas y del 66 2/3 del monto de capital total en circulación de cada serie afectada.

Según lo que se establece en el artículo 1° del Convenio de Fideicomiso¹⁰, se denominan *cuestiones reservadas* las siguientes:

- ✓ Cambio de la fecha de pago del capital o de cualquier pago de intereses de los bonos de una serie.
- ✓ Reducción del monto del capital de los bonos de una serie; la porción del monto del capital que es pagadero por aceleración del vencimiento de los bonos de una serie; la tasa de interés de los bonos de una serie.
- ✓ Cambio de la moneda en la que debe efectuarse el pago relativo a los intereses, prima o capital respecto de los bonos de una serie.
- ✓ Acortamiento del período durante el cual Argentina no está autorizada a rescatar los bonos de una serie, o bien otorgamiento de permiso para rescatar los bonos de una serie cuando el mismo no le hubiese sido conferido con anterioridad.
- ✓ Cambio del porcentaje de votos requeridos para tomar cualquier acción tendiente a la modificación de las cláusulas de los bonos, con respecto a los bonos de una serie.
- ✓ Cambio en la obligación de Argentina respecto del pago de un monto adicional de los bonos de una serie.

¹⁰ Ver III.2.2, punto 5, Convenio de Fideicomiso.

- ✓ Cambio de la ley aplicable a los bonos de una serie.
- ✓ Cambio de la jurisdicción internacional a la que Argentina se ha sometido; la obligación de contratar y mantener un agente para procesos judiciales en Manhattan, Ciudad de Nueva York, y lo vinculado a la renuncia a la inmunidad de jurisdicción vinculada a acciones judiciales llevadas a cabo por cualquier tenedor de bonos de cualquier serie.
- ✓ En relación con la oferta de canje de los bonos de una serie, la modificación de una causal de incumplimiento.
- ✓ Cambio de las condiciones de los bonos de una serie.
- ✓ Autorización al fiduciario, en representación de los tenedores de bonos de una serie, a cambiar o sustituir todos los bonos de una serie o convertir todos los bonos de una serie en otro tipo de obligaciones de Argentina o de cualquier otra persona.

Sin embargo es importante destacar que la Argentina y el fiduciario¹¹ podrán, sin el consentimiento de los tenedores, modificar los bonos de cualquier serie con la finalidad de:

- ✓ Renunciar a algún derecho o facultad conferida por la Argentina.
- ✓ Resguardar los bonos de acuerdo a los requerimientos de los mismos títulos u otros diferentes.
- ✓ Salvar cualquier ambigüedad o bien corregir o complementar cualquier previsión imperfecta o poco clara contenida en los títulos.
- ✓ Modificar cualquier cuestión relativa a los nuevos títulos en la que Argentina y el fiduciario consideren que no perjudica los intereses de los tenedores.

¹¹ Ver III.2.2, punto 5, Convenio de Fideicomiso.

3. *Recompra de títulos nuevos y otras obligaciones de deuda con el Excedente de Capacidad de Pago*¹²: acorde a las condiciones de emisión de los bonos nuevos, la Argentina se compromete a aplicar el excedente de capacidad de pago anual correspondiente a cualquier año en particular hasta 2009, al pago anticipado o recompra de sus bonos nuevos en circulación u otras obligaciones de deuda en circulación.

4. *Recompra de títulos nuevos con el Excedente del PBI*¹³: en virtud de las condiciones de emisión de los bonos nuevos, para cualquier año de referencia desde 2005 hasta 2010, la Argentina se compromete a aplicar para la recompra de dichos bonos en circulación el 5% del excedente del PBI correspondiente al año de referencia pertinente. Las recompras se realizarían durante el año calendario siguiente a la fecha de cálculo para el año de referencia pertinente. La Argentina establecerá qué títulos recomprará.

5. *Convenio de Fideicomiso*: el Convenio de Fideicomiso utilizado permite proteger los flujos de pago de los bonos nuevos de eventuales embargos. De este modo, para dar a los inversores un marco de seguridad adecuado, se separó al Estado Nacional –en su calidad de originante de dichos fondos- del administrador de los mismos. En este caso el *Estado Nacional*, en su carácter de *fiduciante*, instituyó como *fiduciario* al *Bank of New York* (conforme al Decreto 1911/2004 artículo 4°), y como *beneficiarios a los tenedores de bonos canjeados*.

El efecto esencial del fideicomiso es la constitución de un patrimonio de afectación con los bienes fideicomitados que se asignan en propiedad fiduciaria al fiduciario pero que no integran su patrimonio. En consecuencia, los acreedores de éste no tienen acción contra esos bienes, ni tampoco la tienen los acreedores del fiduciante (pues este transfirió los bienes por un acto que se reputa lícito, restándolos de su patrimonio), salvo la acción de fraude. Los acreedores del beneficiario podrán cobrarse de los frutos del fideicomiso que corresponda percibir como beneficiario a su deudor, o subrogarse en los derechos del mismo. Ese patrimonio de afectación

¹² Este tema se amplía en el punto V, Análisis de Sustentabilidad del Canje.

¹³ Este tema se amplía en el punto V, Análisis de Sustentabilidad del Canje.

importa que el fiduciario adquiere la propiedad fiduciaria (símil del “trust” del derecho anglosajón) sobre los activos fideicomitidos, con las implicancias establecidas en el título VII del libro III del Código Civil y la Ley 24.211, de la República Argentina.

Sin embargo el Convenio de Fideicomiso no se utilizó para la totalidad de los nuevos bonos emitidos, sino sólo para los que se rigen por derecho inglés y del Estado de Nueva York. El Convenio no se refiere expresamente a cuáles son los bonos que integran o pueden integrar los activos fideicomitidos. El fundamento normativo debe buscarse en el Anexo IV del Decreto 1735/2004 (B.O. 10/12/04) denominado “Condiciones de Emisión de los Títulos Nuevos” (a fs. 1178 y siguientes del Expediente N° S01:0328792/2004 del Registro del Ministerio de Economía y Producción). Dicho Anexo, cuando se refiere a los términos y condiciones de cada uno de los bonos y específicamente en el apartado sobre ley aplicable, determina si los mismos se encuentran sujetos o no al Fideicomiso.

El rol del *fiduciario* en este Convenio puede sintetizarse diciendo que es un “representante de los intereses de los tenedores”, conforme lo establece –entre otras- la Sección 5.2 (viii). Al respecto cabe destacar los siguientes aspectos:

El Convenio de Fideicomiso dispone que el fiduciario tenga su oficina de fiducia societaria (oficina principal) en el condado de Manhattan y que mantenga oficinas en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Debe tener capacidad para ejercer poderes de fiducia societaria de acuerdo al derecho de cualquiera de los estados que integran los Estados Unidos de América o del Distrito de Columbia. El Convenio contiene dos referencias expresas a la ley aplicable:

- ✓ Con respecto a los títulos de deuda de una serie que se rige por las leyes del Estado de Nueva York, tanto el Convenio de Fideicomiso como dichos títulos se registrarán e interpretarán por dicha ley excepto en lo que se refiere a autorización y formalización por parte de la Argentina, que se registrará por el derecho argentino.

- ✓ Con respecto a los títulos de deuda de una serie que se rigen por la ley inglesa, tanto el Convenio de Fideicomiso como dichos títulos de deuda se regirán e interpretarán por las leyes de Inglaterra y Gales excepto en lo que se refiere a autorización y formalización por parte de la Argentina, que se regirá por el derecho argentino.

III.2.3 Ley aplicable y moneda de denominación de los bonos nuevos

El criterio aplicado a la determinación de las monedas de denominación de los bonos nuevos consistió en mantener las denominaciones previas, transformar todas las emisiones en monedas europeas en euros y ofrecer en todos los casos la opción por las nuevas emisiones en pesos. Este criterio se complementa con las leyes aplicables de los bonos originales. La estructura resultante, según moneda y ley, se presenta en el Cuadro N° 3.

Cuadro N° 3

Correspondencia entre las monedas de emisión y leyes aplicables de los bonos elegibles y nuevos.

Bonos elegibles		Se canjean por	Bonos nuevos	
Moneda	Ley		Moneda	Ley
US\$	Estado de Nueva York	⇒	US\$	Estado de Nueva York
US\$	Reino Unido		\$	República Argentina
US\$	República Argentina	⇒	US\$	República Argentina
			\$	República Argentina
Euro	Reino Unido	⇒	Euro	Inglesa
Euro	Alemania		\$	República Argentina
Euro	Italia			
Euro	España			
Euro	Estado de Nueva York			
Libra	Reino Unido	⇒	Euro	Inglesa
Franco Suizo	Suiza		\$	República Argentina
Yen	Japón	⇒	Yen	Japón
			\$	República Argentina
Yen	Reino Unido	⇒	Euro	Inglesa
			\$	República Argentina
Pesos	Estado de Nueva York	⇒		
Pesos	Reino Unido		\$	República Argentina
Pesos	República Argentina			

Fuente: Decreto 1735/04, Anexo II, Suplemento de Prospecto.

Los bonos Cuasipar se emitieron, exclusivamente, en pesos argentinos y se rigen por la ley argentina. Por su parte, los títulos vinculados al PBI se rigen por la ley que corresponde a los bonos nuevos a los cuales estén adjuntos.

III.2.4 Cláusulas contenidas exclusivamente en las emisiones sometidas a las leyes extranjeras

En el marco de este Canje se emitieron diferentes clases de bonos sujetos, fundamentalmente, a cuatro derechos aplicables:

- ✓ Derecho argentino

- ✓ Derecho japonés

- ✓ Derecho del Estado de Nueva York

- ✓ Derecho inglés

En las emisiones sujetas a los dos últimos derechos mencionados se han incluido una serie de cláusulas que no se incorporaron a las emisiones bajo la ley argentina:

- ✓ **Cláusulas de Acción Colectiva**, cuya explicación ya se desarrolló en este texto.

- ✓ **Pari Passu**: implica igualdad y ausencia de preferencias entre los acreedores en el mercado de capitales. Esta cláusula busca garantizar un tratamiento equitativo entre todos los acreedores del país deudor.

- ✓ **Negative Pledge**: constituye un acuerdo con el acreedor mediante el cual el deudor no podrá otorgar mejores garantías a favor de otro acreedor sin la aprobación del primero o sin extender el beneficio de dicha garantía a éste.

- ✓ **Default -Cross Default:** cualquier incumplimiento del deudor torna a las demás obligaciones inmediatamente exigibles, aún antes de su vencimiento, y cualquier otro acreedor se encuentra facultado para iniciar acciones de cobro. La finalidad de esta cláusula es proteger a los acreedores de cualquier probable incumplimiento del deudor, ya sea respecto del capital, intereses o cualquier otra suma que haya sido otorgada por los acreedores. Se parte de la premisa de que si el deudor no ha sido capaz de cumplir con una obligación establecida en un acuerdo determinado, es posible que tampoco cumpla con otras obligaciones contraídas mediante otros acuerdos y con diferentes acreedores.

La utilización de las cláusulas descritas deviene obligatoria bajo las respectivas leyes de emisión e importan un reaseguro para los derechos del inversor. Es importante tener en cuenta que los títulos regidos por los derechos del Estado de Nueva York e inglés se encuentran sujetos a las disposiciones del Convenio de Fideicomiso.

III.3 Interrupción del canje - Demandas de NML Capital Ltd. contra La República Argentina

En el curso de la implementación del canje NML Capital Ltd. , un acreedor de la deuda pública externa de la Argentina, solicitó una medida precautoria a fin de resguardar sus intereses y evitar que una vez dictada la sentencia el recupero de su acreencia se torne ilusorio. Estos hechos, desarrollados entre el 29 de marzo de 2005 y el 13 de mayo de 2005, cuando se levantó el embargo, interrumpieron el desenvolvimiento del cronograma estipulado, presentado más arriba.

NML Ltd. inició dos acciones judiciales contra la República Argentina ante los tribunales del Estado de Nueva York que aún se encuentran pendientes de resolución:

- ✓ *NML Capital Ltd. v. The Republic of Argentina, 03 Civ. 8845 (SDNY) (TPG)*

Iniciado el 7 de Noviembre del 2003 por el incumplimiento en el pago de:

⇒ Los Bonos Globales 12%, emitidos por Argentina, cuyo vencimiento se produciría el 1° de Febrero de 2020. NML es titular de Bonos Globales 12%, por un total de U\$S 60.244.000. Un 92% de este monto fue adquirido por NML o sus afiliadas antes del 29 de Noviembre del 2001, a un promedio de 55% de su valor nominal.

⇒ Los Bonos Globales 10,25%, emitidos por Argentina, cuyo vencimiento se produciría el 21 de julio de 2030. NML es titular de Bonos Globales 10,25%, por un total de U\$S 111.909.000. Más de un 97% de este monto fue adquirido por NML o sus afiliadas antes del 28 de noviembre del 2001, a un promedio de 62% de su valor nominal.

✓ *NML Capital Ltd. v. The Republic of Argentina 05 Civ. 2434 (SDNY) (TPG)*

Iniciado el 28 de Febrero del 2005 por el incumplimiento en el pago de:

⇒ “*Floating Rate Accrual Notes*” o “*FRANs*” emitidos por la Argentina, cuyo vencimiento se produciría el 10 de abril de 2005.

Estos juicios aún no han sido resueltos.

1) Solicitud de Embargo

La solicitud de embargo se basó en tres tipos de argumentos: antecedentes jurisprudenciales, hechos y normativa procesal.

✓ *Antecedentes Jurisprudenciales*

NML argumentó que la misma Corte interviniente ya había otorgado un *summary judgement*¹⁴ en los siguientes autos:

- ⇒ Lightwater Corporation Ltd.
- ⇒ Old Castle Holdings Ltd. y
- ⇒ Allan Applestein TTEE FBO DCA

En los citados casos el Juzgado determinó que:

- ⇒ la obligación de pago de la República era incondicionada;
- ⇒ se ha dispensado la inmunidad soberana;
- ⇒ Argentina entró en *default* cuando dejó de pagar los intereses.

✓ *Hechos*

NML argumentó que el Gobierno argentino estaría realizando todo lo que estaba a su alcance para evitar los embargos en el extranjero desde antes del *default*. Entre otros ejemplos, argumentó que:

- ⇒ se retiraron reservas del Banco Central de la República Argentina que estaban depositadas en los bancos de Nueva York;
- ⇒ se repatriaron fondos del Banco de la Nación Argentina que estaban en su sucursal neoyorquina;
- ⇒ se abonaron sueldos de los funcionarios en el exterior con depósitos en la Argentina o con envíos en las denominadas valijas diplomáticas;
- ⇒ el avión presidencial evita los aterrizajes en países donde los tenedores de bonos han pedido embargos;
- ⇒ la Fragata Libertad también esquivó ciertos puertos;

¹⁴ Es un tipo de juicio de prueba muy limitada, contemplado por el derecho del Estado de Nueva York, en el cual el actor debe demostrar la evidencia claramente y, en virtud de ella, obtener una sentencia favorable.

⇒ el Ministerio de Economía y Producción les paga en la Argentina a los tenedores extranjeros de Boden¹⁵

✓ *Normativa Procesal*

Según la Regla N° 64 de las Reglas Federales de Procedimiento Civil (EE.UU.), un tribunal puede otorgar un embargo preventivo de acuerdo a las circunstancias y conforme a las leyes del Estado en donde se encuentra situado el tribunal, en este caso, el Estado de Nueva York. De acuerdo a la ley de ese Estado, se puede solicitar un embargo preventivo si se dan los siguientes supuestos:

- ⇒ que se trate de un reclamo pecuniario;
- ⇒ que la acción tenga mérito suficiente;
- ⇒ que existan uno o más de los elementos enumerados en el artículo 6201 de las Leyes y Reglas de la Práctica Civil del Estado de Nueva York (CPLR § 6201);
- ⇒ que el monto reclamado exceda el monto total de reconversiones de la demanda contra el acreedor¹⁶.

El tribunal interviniente en el pedido de embargo de NML entendió que se daban los cuatro supuestos. Por ello, el 21 de marzo del 2005, se decretó un embargo por U\$S 7.000 millones sobre los bonos entregados por acreedores que aceptaron los términos de reestructuración de la deuda argentina. Esos bonos se encontraban depositados en el Banco de Nueva York. Para el cálculo del monto del embargo se tuvo en cuenta:

- ⇒ que para poder hacer efectivo el cobro de su total acreencia, NML debía vender los títulos en *default* en el mercado secundario. De acuerdo a lo estimado por los abogados de NML,

¹⁵ NML basó su argumentación en un artículo periodístico que fuera publicado por REBOSSIO, Alejandro, “El Gobierno se Protege de los Embargos”, La Nación, febrero 5, 2004.

¹⁶ Con la finalidad de garantizar que el demandante pueda hacer efectivo el cobro del crédito que se reclama en el juicio, se establece que el monto a embargar sea superior al total que se requiere judicialmente, teniendo en cuenta las posibles variaciones de que este último pueda ser objeto.

si la venta de títulos se hiciera a un 30% de su valor nominal –aproximadamente el precio de mercado de los títulos a esa fecha- se necesitarían U\$S 1.200 millones para satisfacer su crédito;

⇒ como el valor de mercado secundario podría disminuir, se solicitó una ampliación del monto a U\$S 7.000 millones, que alcanzarían a cubrir la acreencia de NML aún a un valor de esos bonos de un 5% de su valor nominal.

2) Levantamiento del Embargo y Otras Medidas Cautelares

Con posterioridad a la traba del embargo, el Juez de Distrito convocó a una audiencia para el 29 de marzo del 2005, ya que consideraba que la Argentina había aportado suficientes elementos para cuestionar la validez del embargo. En la audiencia participaron, además de los representantes de NML Ltd., otros acreedores que se habían sumado al embargo decretado o que habían obtenido otras medidas de no innovar. Entre otros, estuvieron presentes: Lightwater Corporation Limited, Old Castle Holdings Ltd., Allen D.C.A., Grantor Trust, Pedro Aldermen, Scott R. Harris y Vathani Emmanuel and Glencore Ltd.

Todas las partes intervinientes en la citada audiencia tuvieron oportunidad de esgrimir sus consideraciones. El juez, por su parte, consideró que “existen méritos suficientes en los argumentos de ambas partes y también dificultades en los argumentos de ambas”. Finalmente, el juez resolvió levantar el embargo y dejar sin efecto las medidas de no innovar decretadas. Entre los argumentos esgrimidos durante esta etapa podemos analizar los siguientes:

✓ Propiedad de los Bonos

El juez entendió que los bonos eran propiedad de los bonistas que decidieron adherir a la reestructuración: los bonos hubiesen sido propiedad de la República Argentina si se hubiera completado el canje, tal como estaba previsto, para el 1° de Abril de 2005. Por ello, el juez

decidió dejar sin efecto el embargo para permitir el derecho contractual y esencial del contrato de canje, que es la cancelación de los bonos en *default* entregados.

✓ *Plazos y revocabilidad de la aceptación de la oferta de canje por parte de los bonistas y la Argentina*

El suplemento del prospecto expresa que “una vez que los Títulos Elegibles hayan sido ofrecidos en virtud de la Oferta, los tenedores oferentes no podrán retirar sus presentaciones, salvo en ciertas circunstancias limitadas (...)

Entre los “Factores de Riesgo” incluidos en el suplemento del prospecto, la Argentina advertía a los acreedores que: “(...) los tenedores deberán tener presente que las condiciones de la Oferta permiten a la Argentina terminar o prorrogar la Oferta, retirar o modificar la Oferta en una o más jurisdicciones, y rechazar ofrecimientos válidos de Títulos Elegibles, en cada caso a exclusivo criterio de la Argentina (...) En consecuencia, no es posible asegurar que el canje de Títulos Elegibles por Títulos Nuevos en virtud de la Oferta será completado (en cualquier jurisdicción o en todas)”.

Sin embargo, el suplemento del prospecto establece que “una vez que la Argentina haya anunciado la aceptación de los ofrecimientos...la aceptación de la Argentina será irrevocable. Los ofrecimientos, así aceptados, constituirán obligaciones vinculantes de los tenedores oferentes y de la Argentina respecto de la liquidación del canje...”

Teniendo presente la cantidad de juicios iniciados, si bien la Argentina no ha supeditado la aceptación de los ofrecimientos o la consumación de la oferta a ningún nivel mínimo de participación por los tenedores de Títulos Elegibles en el prospecto, expresamente advirtió en el Suplemento del mismo que “...no es posible asegurar que se completará de conformidad con el calendario o las condiciones especificadas en este suplemento de prospecto”, haciendo referencia a los diferentes juicios que tramitan en su contra.

Por lo expuesto, y siguiendo el texto del prospecto, el juez fundó su argumentación en las siguientes cuestiones:

- ⇒ hasta que la Argentina realizara el anuncio de la aceptación de los ofrecimientos de los titulares de los bonos, a su solo criterio, podía rechazar uno, varios o todos los ofrecimientos;
- ⇒ el 18 de marzo del 2005, la República Argentina realizó el anuncio por medio del cual aceptaba la totalidad de las ofertas de canje realizadas por titulares de los Títulos Elegibles dándole carácter irrevocable a su aceptación;
- ⇒ al aceptar el canje, la Argentina adquirió el derecho contractual (futuro) sobre los bonos que van a ser canjeados.

✓ *Elementos Esenciales del Contrato de Canje de Deuda*

El juez consideró que hay una obligación contractual de la República Argentina de aceptar o rechazar los ofrecimientos y, ante el supuesto de aceptación, los bonos serían liquidados y pasarían a ser propiedad de la Argentina. En esta línea, el juez sostuvo que una oferta de canje se basa en un “canje”, como su nombre lo indica y es por ello que la República Argentina tiene el derecho de cancelar los bonos sometidos al canje. Por lo tanto, bajo la oferta del canje, la Argentina no sólo tiene derecho a recibir los bonos entregados sino también a su cancelación.

Otro de los argumentos esgrimidos por el Juez de Distrito en la audiencia fue que existe un derecho contractual de cancelación de los bonos entregados a la Argentina, derecho que se vería afectado en caso de mantenerse los embargos. Ese derecho de cancelación de los bonos entregados es, según el juez, una de las condiciones esenciales del proceso de reestructuración.

Sin la cancelación de los bonos en default no podría llevarse a cabo la operación de canje de deuda ya que faltaría uno de los elementos fundamentales del contrato de canje de deuda. Sin la posibilidad de realizar el canje, por lo tanto, todo el proceso de reestructuración iniciado por Argentina se vería imposibilitado de continuar. Por ello, el juez determinó que el incumplimiento

de un elemento esencial del contrato de canje hace inexistente el contrato en si, por lo que la reestructuración carece de posibilidad de continuar.

Por todas estas argumentaciones, es que el Juez de Distrito decidió dejar sin efecto el embargo, para permitir el derecho contractual y esencial del contrato de canje, que es la cancelación de los bonos en default entregados.

3) Apelación de la Decisión del Juez de Distrito. Efecto Suspensivo

La decisión del Juez de Distrito de levantar el embargo fue apelada, entre otros, por el apoderado del fondo EM Limited (“EM”). El representante, presente en la audiencia, explicó que si se levantaba el embargo y se dejaban sin efecto las medidas de no innovar, se llevaría a cabo la oferta de canje y se cancelarían los bonos. Ante esta situación no habría oportunidad alguna para revertir la situación ante una eventual apelación.

Por ello solicitó que –en base al § 7 (b) (1) de las Reglas Federales de Procedimiento Civil- se mantenga el statu quo anterior a la audiencia, hasta tanto la Cámara de Apelaciones resolviera la apelación. El Juez de Primera Instancia dio curso a esta solicitud ordenando el levantamiento del embargo con efecto suspensivo¹⁷ hasta que la Cámara de Apelaciones resolviera la apelación.

4) Fundamentos de la Apelación

En los juicios iniciados por NML Ltd. se esgrimieron diferentes argumentaciones con respecto a la propiedad de los bonos:

¹⁷ Significa que una medida no se hace efectiva en forma inmediata: en este caso no se levantaría el embargo hasta tanto la Corte de Apelaciones resolviera la cuestión.

- ✓ El Juez de Distrito entendió que la propiedad de los bonos en *default* no pertenecía a la Argentina por cuanto ésta sólo mantenía un derecho contractual a canjear y cancelar los bonos.
- ✓ Argentina sostuvo que la transferencia se da en forma simultánea e instantánea con la liquidación y que, como máximo, la Argentina adquirirá la propiedad de los bonos por sólo un “nanosegundo” antes de completar la cancelación de los bonos.
- ✓ *EM* argumenta que la transferencia y cancelación de los bonos ocurrirá en dos etapas distintas:
 - ⇒ En una primera etapa se transferirá la propiedad a Argentina, aún cuando dicha transferencia sólo tenga la duración de un “nanosegundo”;
 - ⇒ sólo en una segunda etapa Argentina procederá a cancelar los bonos en *default*. Es decir, Argentina tendría, conforme esta interpretación, para sí la propiedad de los bonos en *default* al menos por un “nanosegundo”, instante en el cual los bonos de propiedad de Argentina podrían ser embargados conforme los términos del artículo 5201 (b) del Código de Procedimiento Civil del Estado de Nueva York.
- ✓ El artículo 5201 (b) del Código de Procedimiento Civil del Estado de Nueva York, que resulta aplicable al caso en virtud de ser la ley procesal del lugar donde tramita el juicio, dispone que “es embargable toda propiedad que pueda ser transferida o cedida, ya sea que consista en derechos presentes o futuros, incluso si aún no hubiesen quedado consolidados”.
- ✓ *EM* sostiene, asimismo, que Argentina tendría un derecho futuro contractual de recibir los bonos en *default* de los tenedores aceptantes del canje, o sea un derecho futuro. Es decir que, aún cuando se entendiera que los bonos no son propiedad de Argentina, si le pertenece a Argentina el derecho futuro a recibir esos bonos. Por otra parte, considera que tienen un incuestionable valor económico ya que continúan cotizándose en el mercado secundario.

- ✓ Argentina rechaza esa idea sosteniendo que ese derecho futuro no tiene valor económico ya que no constituyen activos ni son propiedad de la Argentina. Por el contrario, son un pasivo de la Argentina y, como tal, su naturaleza misma impide que sean objeto de embargo.

5) Sentencia de la Cámara de Apelaciones

El 13 de mayo de 2005, la Cámara de Apelaciones se pronunció respecto de la apelación relativa al levantamiento del embargo. En dicha sentencia confirmó lo decidido por el Juez de Distrito, dejando sin efecto la medida cautelar.

Entre los aspectos más salientes de dicha resolución es importante destacar:

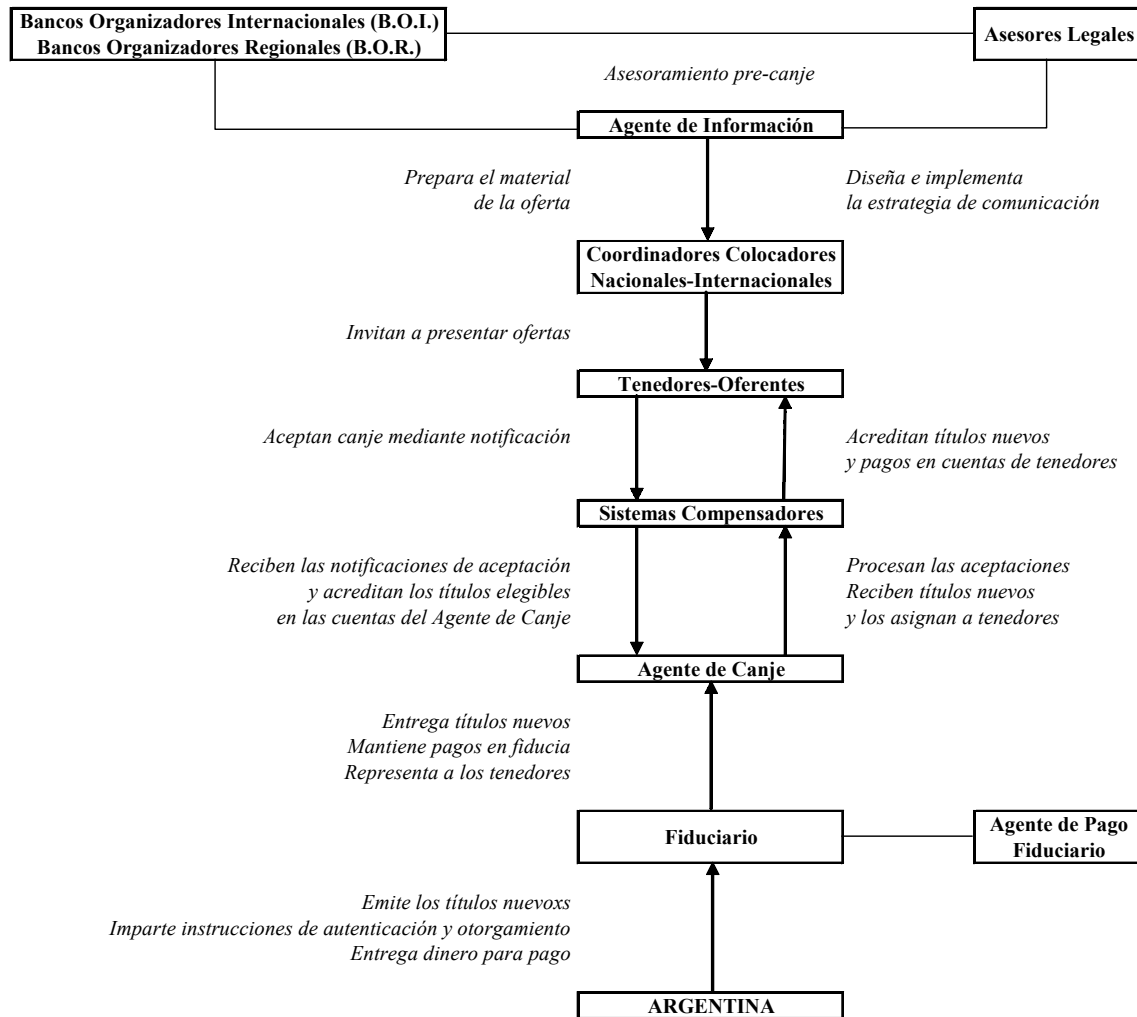
- ✓ el tribunal omitió pronunciarse sobre la naturaleza de los bonos viejos, la susceptibilidad de los mismos para ser objeto de embargo y a quién corresponde su propiedad;
- ✓ confirmó lo resuelto por el Juez de Distrito en el sentido que la traba del embargo implica un riesgo sustancial para el proceso de reestructuración de deuda;
- ✓ destacó, asimismo, que la reestructuración es de vital importancia para la salud económica de una Nación.

III.4 Intermediarios participantes de la oferta global - Funciones y Honorarios

En este punto se presentan los intermediarios jurídicos y financieros participantes de la Oferta Global, una descripción de sus funciones y las comisiones y honorarios acordados para cumplir con las tareas comprometidas.

Cuadro N° 4

Esquema de los intermediarios participantes de la Oferta Global



Fuente: Elaboraciones propias.

Bancos Organizadores Internacionales¹⁸ (BOI)

Barclays Capital Inc.

Merrill Lynch; Pierce, Fenner & Smith Incorporated

UBS Securities LLC.

Sus funciones están definidas en la *Carta de Contratación* y en la *Enmienda Previa a la entrada en vigor de la Carta de Contratación*, aprobadas por el Decreto 319/04, de la siguiente manera:

- ✓ Asesorar a la Argentina respecto a la ejecución de una o más operaciones de reestructuración de deuda relativas a la cartera de deuda externa que se incluye en esta operación de canje.
- ✓ Desempeñarse como principales coordinadores colocadores regionales en la operación de reestructuración de deuda.

Dentro del marco de estas dos premisas básicas, deben prestar los servicios que son habituales y adecuados para este tipo de contratación, entre ellos:

- ✓ Prestar asistencia a la Argentina en la estructuración y definición de los nuevos títulos valores que se creen en relación con las operaciones de reestructuración de deuda.
- ✓ Prestar asistencia para definir y gestionar los mecanismos y procedimientos de canje, cuando corresponda.
- ✓ Prestar asistencia en la preparación de la documentación relativa a cualquier canje de deuda o procedimiento de enmienda u operaciones conexas.

¹⁸ Los BOI también se desempeñaron como Coordinadores Colocadores Internacionales, y su función era invitar a la presentación de ofertas de canje y comunicarse con los agentes de bolsa, operadores, bancos comerciales y

- ✓ Asesorar a la Argentina respecto de la recopilación de información sobre el mercado y las comunicaciones con los inversores.
- ✓ Prestar asistencia en la implementación y ejecución del canje de deuda, procedimiento de enmienda u operaciones conexas.
- ✓ Prestar asistencia para examinar y comunicar a los inversores la situación macroeconómica y fiscal de la Argentina y su perfil de servicio de la deuda.

La Carta de Contratación se rige por las leyes del Estado de Nueva York.

Los honorarios y gastos de los BOI están establecidos en el artículo 4° del Decreto 319/04 (que aprueba su designación), en la *Carta de Contratación* y en el Anexo B de la *Enmienda previa a la entrada en vigor de la Carta de Contratación de fecha 9 de febrero de 2004*, y se dividen en tres conceptos:

1. Definición de Honorarios, Gastos y Términos Conexos.
2. Monto y Condiciones de Pago de los Honorarios.
3. Gastos.

A continuación se enumeran los honorarios y gastos pactados¹⁹:

- ✓ *Comisión u Honorario de Colocación*: el 0,275% sobre el monto de capital de los títulos elegibles. Corresponde a los BOI la distribución de esta comisión entre ellos y los Colocadores, según se trate de Comisiones de Colocación de tenedores institucionales o

compañías fiduciarias, siendo autorizados para usar y distribuir el Material de la Oferta. En virtud de ello, percibieron exclusivamente los honorarios y comisiones pactadas para los BOI.

minoristas, e informar dicha distribución al Ministerio de Economía y Producción. Las comisiones de colocación serán deducibles de la Comisión de Incentivo, si llegase a existir.

- ✓ *Comisión de Servicio u Honorario por Disponibilidad:* cada BOI recibirá la suma de U\$S 475.000 por mes durante los primeros seis meses y de U\$S 300.000 mensuales por el resto de la contratación; ésta se pacta por nueve meses con opción a tres meses más. En el primer mes, la Comisión de Servicio será pagada dentro de los primeros diez días de vigencia de la Carta de Contratación y los pagos posteriores, el mismo día de cada mes siguiente. Esta Comisión será deducible de la Comisión de Colocación, a excepción de un monto de U\$S 100.000 mensuales por cada BOI.
- ✓ *Comisión u Honorario de Incentivo:* se abona si el monto de capital de los títulos elegibles canjeados supera el 66,66% del monto sujeto a reestructurar y fue fijada en 0,35% sobre el monto de capital en circulación de los títulos que sean reestructurados menos los montos correspondientes a las Comisiones u Honorarios de Colocación y de Servicio. Esta comisión será pagadera en oportunidad del cierre del canje de deuda.
- ✓ *Gastos:* consisten en (i) los honorarios razonables de los abogados que seleccionen los BOI en los E.E.U.U. y en otra tercera jurisdicción y (ii) siempre que alguna de las firmas contratadas no posea una oficina en tal tercera jurisdicción, los honorarios razonables de abogados en cada jurisdicción en que se lleve a cabo el proceso de canje.

La Enmienda, además, define otras dos clases de gastos en la cláusula I, a saber:

- ⇒ *Otros gastos menores:* gastos de viaje de los BOI, incluidos los pasajes por avión y otros medios de transporte, gastos de alojamiento y comunicaciones, y otros gastos varios. Estas erogaciones, según la cláusula III, 2) son pagados por los BOI directamente.

¹⁹ Los ítems a desarrollar reciben diferente denominación en el Decreto 319/04 y en el Anexo de la Enmienda Previa; la primera denominación en cada punto es la que indica el Decreto, la segunda corresponde al Anexo.

⇒ *Gastos de la República*: los paga la República Argentina directamente e incluyen, entre otros, los relativos a impresión y distribución del material de la oferta; honorarios de los abogados y otros asesores de la República y demás honorarios de los intermediarios del canje.

La cláusula III, B) del *Anexo B* de la Enmienda se refiere a los impuestos aplicables y establece que nuestro país se compromete a reembolsar las sumas deducidas de los honorarios de los BOI por aplicación de impuestos argentinos.

El Convenio con los BOI se pactó por nueve meses con opción a tres meses más.

Bancos Organizadores Locales o Bancos Organizadores para la República Argentina (BOR)²⁰

Banco de la Nación Argentina

BBVA Banco Francés S.A.

Banco de Galicia y Buenos Aires

Sus funciones están descriptas en el punto 1 de la *Carta de Compromiso* contenida en el Decreto 319/04, y resultan similares a las atribuidas a los BOI, con la diferencia de que su actuación se restringe al territorio de la República Argentina. En la mencionada *Carta*, los BOR se comprometen a coordinar sus tareas con los BOI.

Se aclara, en la parte final del punto 1, que los servicios a prestar por los BOR no tendrán por objeto los títulos elegibles de propiedad de las entidades financieras, administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones, fondos comunes de inversión, ni compañías de seguros, constituidas y/o habilitadas para actuar como tales en la Argentina.

²⁰ Los BOR también desempeñaron las funciones de Coordinadores Colocadores para la República y, en virtud de ello, percibieron exclusivamente los honorarios y comisiones pactadas para los BOR.

La interpretación, cumplimiento y ejecución de la *Carta de Compromiso* se regirán por la ley argentina, sometiéndose las partes exclusivamente a la jurisdicción de los Tribunales en lo Contencioso Administrativo Federal de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires con expresa renuncia a otro fuero o jurisdicción.

Las comisiones pactadas entre la República Argentina y los BOR están detalladas, con similares términos, en el artículo 5° del Decreto 319/04 y en la cláusula 3, Comisiones, de la *Carta de Compromiso* aprobada por el mencionado instrumento legal, cuyo detalle se transcribe a continuación.

- ✓ *Comisión de Resultado*: 0,12% sobre el valor nominal de los títulos elegibles que efectivamente resulten objeto del canje de deuda, presentados a través de Caja de Valores S.A., pagadera en la moneda de los títulos dentro de los diez días hábiles bancarios contados a partir de la liquidación en las respectivas cuentas de los BOR en el Banco Central de la República Argentina.
- ✓ *Comisión de Éxito*: se abona si el monto de capital de los títulos elegibles canjeados supera el 66,66% del monto sujeto a reestructurar y fue fijada como una suma adicional a la Comisión de Resultado, del 0,03% sobre el valor nominal de los títulos elegibles que sean canjeados. Esta comisión será pagadera con igual criterio y siguiendo el mismo procedimiento que para la Comisión de Resultado.
- ✓ *Comisión de Servicio*: en caso de que se decida la extinción anticipada de los términos de la Carta de Compromiso por Mutuo Acuerdo²¹, sin que se haya efectuado la oferta de canje, los BOR tendrán derecho al cobro de una compensación única de \$ 50.000 cada uno de ellos, por cada mes transcurrido desde la fecha de publicación del Decreto y hasta la fecha de dicho

²¹ Cláusula 6 de la Carta: se refiere al mutuo consentimiento por escrito de los BOR y la República Argentina.

Mutuo Acuerdo, pagadera con el mismo criterio y procedimiento que las comisiones anteriores.

✓ *Gastos*: la República Argentina afrontará los siguientes:

⇒ los correspondientes al asesoramiento jurídico para el canje, quedando entendido y aceptado que en caso de que los BOR deseen contar con el asesoramiento de cualquier otro estudio jurídico distinto del que sea designado por la Argentina, los costos y gastos resultantes de su contratación, serán por exclusiva cuenta de los BOR.

⇒ Los correspondientes a publicaciones, prospectos y demás medios de difusión de la oferta de reestructuración, siempre y cuando tales gastos resulten razonables.

⇒ Todo otro gasto que haya sido previamente aprobado por la República.

⇒ Los correspondientes al asesoramiento financiero para el canje que requieran los BOR, siempre con el previo consentimiento de la República Argentina que, en ningún caso, podrán superar el equivalente al 8% de las comisiones establecidas.

El *Convenio* con los BOR es de un plazo de nueve meses con opción a tres meses más.

Agente de Información

La designación de la firma *Georgeson Shareholder Communications Inc.* (GSC, en adelante) para cumplir las funciones de Agente de Información Global figura en el artículo 4° del Decreto 1911/04, mientras que los servicios a su cargo se describen en el *Apéndice A* del Decreto 1911/04; entre ellos se encuentran los siguientes:

✓ Proveer un servicio global de *identificación del inversor y de sus títulos elegibles*.

✓ *Desempeñar funciones de Agente de Información global:*

- ⇒ Consultoría.
- ⇒ Difusión de la documentación oficial.
- ⇒ Elaboración y distribución de documentación no obligatoria para ayudar al mercado a comprender debidamente las condiciones de la oferta y los procedimientos a seguir.
- ⇒ Apoyo a la República Argentina y sus asesores en la elaboración de *road shows* destinados a presentar la oferta en el mercado.
- ⇒ Mantener comunicaciones con los tenedores institucionales y facilitar el enlace entre éstos y las autoridades encargadas de la reestructuración; también mantener comunicaciones con los restantes agentes e intermediarios del canje.
- ⇒ Cobertura en la Web.

✓ Disponer de un *centro de llamadas* para inversores institucionales.

Las leyes del Estado de Nueva York regulan el convenio firmado con GSC y las controversias se sujetan a la jurisdicción de los tribunales federales y estatales del Condado de Manhattan, Ciudad de Nueva York.

Los *honorarios y gastos* pactados para esta contratación se enuncian de manera general en la *Carta Convenio* aprobada por Decreto 1911/04 y, en forma más detallada, en el *Apéndice B* que la acompaña.

✓ *Pago inicial* de U\$S 555.000, distribuido del siguiente modo:

- ⇒ U\$S 160.000, como pago del primer mes de contratación de GSC por los servicios de Agente de Información Global.
- ⇒ U\$S 240.000, como compromiso mínimo por llamadas telefónicas y para cubrir costos de instalación y capacitación de personal.

⇒ U\$S 155.000, a pagar como 50% del monto total adeudado con respecto al servicio de identificación de tenedores de títulos.

- ✓ *Como Agente de Información Global* se acuerda un honorario mensual, pagadero desde el segundo mes después de la formalización del Convenio, equivalente a U\$S 160.000.
- ✓ *Por la identificación de los Tenedores de Títulos*, al momento de la entrega del Informe Marco, GSC recibirá un pago adicional de U\$S 155.000.
- ✓ *Por el Centro de llamadas*, la Argentina abona a GSC U\$S 4,50 por cada llamada entrante. El cargo telefónico máximo equivaldrá a U\$S 500.000 y será sólo para los primeros cuatro meses de la retención de memoria, suponiendo que no se introducen cambios en las condiciones de la Oferta. De producirse cambios en el momento, volumen o alcance de la contratación, el honorario máximo mencionado será nulo y sin efecto, facturándose por llamada. Luego del pago del compromiso mínimo por llamadas (incluido dentro del pago inicial) la Argentina pagará el monto devengado dentro del quinto día de cada mes.
- ✓ *Servicios de cobro*: los honorarios por cada notificación de aceptación recibida y procesada por GSC son variables y dependen de la cantidad de notificaciones. Los valores unitarios fluctúan entre € 3,25 (si las notificaciones alcanzan a 50.000) y € 1,55, si superan las 700.000. El pago de estos honorarios será de: a) € 150.000, en oportunidad del lanzamiento de la Oferta, b) 50% del total de honorarios, a los siete días posteriores a la fecha de vencimiento de la Oferta, c) el saldo, en la fecha de liquidación.

Además de las sumas detalladas precedentemente, el apartado c) de la *Carta Convenio* hace mención de los *Gastos Menores* convenidos, respecto de los que la Argentina puede:

- ✓ Reembolsar a GSC dichos costos y gastos.
- ✓ Pagar dichos costos y gastos directamente.
- ✓ Adelantar fondos suficientes a GSC para su pago.

Los siguientes rubros son considerados como *Gastos Menores*:

- ✓ gastos incurridos por la entrega de material relacionado con la Oferta, incluyendo cargos por franqueo y flete.
- ✓ Gastos incurridos por GSC al trabajar con sus agentes u otras partes que participen en la Oferta, incluyendo cargos por listas umbral de los bancos, procesamiento de datos, ayuda telefónica, transmisión de faxes u otras formas de comunicación electrónica
- ✓ Gastos realizados por GSC a pedido de la Argentina, que incluyen costos de copiado, impresión de material adicional y/o complementario y costos de viaje de los ejecutivos de GSC
- ✓ Cualquier otro honorario y gasto autorizado por la Argentina y resultante de contingencias extraordinarias que surjan en el curso de la Oferta, incluidos los honorarios y gastos por publicidad, relaciones con los medios y servicios analíticos.

No obstante lo expuesto, GSC no podrá incurrir en gastos de representación que excedan U\$\$ 50.000, sin obtener previamente por escrito la aprobación de la Argentina.

Con la formalización del Convenio, la Argentina autoriza expresamente la realización de gastos por parte de GSC, por aproximadamente U\$\$ 50.000 vinculados a la preparación del informe de identificación de los tenedores de títulos.

El convenio está fechado el 1 de noviembre de 2004, y fue pactado por un plazo de cuatro meses a partir de ese momento y por un período máximo igual al plazo de la Oferta y cualquier prórroga de ella.

Agente de Canje, Fiduciario, Agente de pago y Registro- Bank of New York

El Bank of New York fue designado Agente de Canje, Fiduciario, Agente de Pago y Registro, según lo determina el artículo 4° del Decreto 1911/04.

I. Función de Agente de Canje

Como tal, es el responsable de recibir y procesar los ofrecimientos presentados por los tenedores en virtud de la oferta, a través de los respectivos sistemas compensadores y, tras producirse la liquidación de la oferta, de entregar los títulos nuevos a los tenedores oferentes. Para recibir los títulos elegibles, abrirá cuentas en cada uno de los sistemas compensadores principales.

Sus honorarios, detallados en el *Anexo E* del Decreto 1911/04, son los siguientes:

✓ *Honorario de Aceptación*: U\$S 600.000, como retribución por los siguientes servicios:

- ⇒ Examen de los documentos de la Oferta.
- ⇒ Creación inicial de cuentas.
- ⇒ Instrumentación de los procedimientos para el procesamiento del canje.
- ⇒ Coordinación con los Sistemas Compensadores para organizar el canje.
- ⇒ Formulación y programación de una plataforma relativa a la opción de ofrecimiento que incluya la integración de sistemas y mecanismos de cálculo.

✓ *"Honorario de Administración"*: U\$S 350.000 como retribución por los siguientes servicios:

- ⇒ Funciones normales de administración en virtud del Convenio.
- ⇒ Agente de Canje para los Sistemas Compensadores.
- ⇒ Mantener en custodia los títulos ofrecidos hasta sesenta días después de la fecha de vencimiento.

- ⇒ Proporcionar informes de situación, periódicos y multifacéticos; por título valor y con inclusión de los participantes, las elecciones y los montos ofrecidos.
- ✓ *Honorarios de Actividad de Procesamiento*: su pago debe ser efectuado en la fecha de liquidación. No obstante, si hubiera una cancelación, los siguientes importes resultarán vencidos y pagaderos dentro de los tres días hábiles siguientes al anuncio de tal cancelación:
- ⇒ Por instrucción de consentimiento a Sistemas Compensadores: U\$S 10.
- ⇒ Por ofrecimiento incompleto o incorrecto (sólo si son aceptados o subsanados por la República): U\$S 50.
- ⇒ Honorario de actividad por retiro: U\$S 35.
- ⇒ Por llamada al número 800 del Bank of New York: U\$S 2,50.
- ✓ *Gastos de franqueo y honorarios de courier transferidos*: según su valor.
- ✓ *Prórroga*: U\$S 150.000. El pago deberá ser efectuado un día hábil antes de la fecha de liquidación. Este ítem será deducido de los Honorarios de Actividad de Procesamiento correspondientes a los primeros U\$S 75.000 que ocurran durante el período de prórroga.
- ✓ *Cancelación o Retiro (por la Argentina) de toda la Oferta*: U\$S 250.000; estos honorarios, así como los honorarios por actividad de procesamiento por los ofrecimientos procesados hasta la cancelación o retiro, deberán pagarse tres días hábiles después de su anuncio. Este ítem no se deduce de los Honorarios de Actividad de Procesamiento.
- ✓ *Honorarios de Asesor Legal*: el asesor legal del Bank of New York cobrará un monto máximo de U\$S 150.000 aun cuando la transacción no se llevara a cabo.
- ✓ El contrato se inició el 17 de diciembre de 2004 y su conclusión, de acuerdo a la cláusula 20 del *Convenio*, registra una serie de alternativas: i) el 18 de enero de 2005, o la fecha posterior que establezca la Argentina; ii) el 45° día hábil siguiente a la Liquidación de la Oferta; iii) tras

la cancelación o retiro de la Oferta; o iv) el retiro con causa del Agente de Canje. De todas estas fechas, la que ocurra primero.

II. Función de Fiduciario, Agente de Pago y Registro

La descripción de estas funciones se encuentra en el Convenio de Fideicomiso (*Trust Indenture*). De éstas, se destacan las siguientes:

- ✓ Autenticar, otorgar y administrar los títulos nuevos.
- ✓ Registrar el monto de capital de cada serie de títulos de deuda, la fecha de emisión, todas las transferencias y cambios de titularidad posteriores, y los nombres, números de identificación tributaria y direcciones de los Tenedores.
- ✓ Recibir de la Argentina las sumas de dinero que correspondan a los pagos que deban efectuarse.
- ✓ Mantener en fiducia para los tenedores las sumas de dinero recibidas en virtud de los títulos de deuda y aplicarlas a los pagos adeudados en razón de los títulos.
- ✓ Pagar los servicios de los títulos de los bonos a sus tenedores.

Las comisiones y honorarios a percibir por el cumplimiento de sus funciones se estipularon en el Anexo V del Decreto 1911/04 y se transcriben a continuación

- ✓ *Honorario de aceptación*: U\$S 20.000, que se paga por única vez en oportunidad del cierre e incluye:

⇒ Examen de los documentos de la Oferta.

⇒ Creación inicial de cuentas.

⇒ Asistencia al pre-cierre y al cierre del canje en la ciudad de Nueva York, si fuera necesario.

✓ *Honorario anual de administración*: U\$S 75.000, que se paga en la fecha de cierre y posteriormente, en cada aniversario de la misma

✓ *Honorarios del asesor legal del Bank of New York*, que pueden alcanzar un monto máximo de U\$S 60.000.

✓ *Honorarios relativos a deberes no especificados* en el Convenio de Fideicomiso, si existieren, correrán por cuenta de la Argentina, hasta el límite del 20% del honorario de administración; cuando lo superasen, serán renegociados en el marco de convenios de honorarios separados.

El Convenio establece que el cumplimiento y liberación del Convenio de Fideicomiso sucederá cuando la Argentina hubiera pagado capital e intereses de todos los títulos de deuda, ya sea que esto ocurra antes o a la fecha de vencimiento de los mismos, de lo que se infiere que el plazo del contrato se extiende hasta que esto suceda.

Asesores legales para USA y Europa

El estudio *Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton* actuó como asesor jurídico de la República Argentina desde el año 1989, cuando comenzaron las negociaciones del Plan Brady y, posteriormente, en las operaciones de crédito público realizadas en los mercados de los EE.UU. y Europa. En el año 2002, se designó a esta firma, a través del Decreto 749/02, para cumplir tareas orientadas a la reestructuración de la deuda de nuestro país. Dicha norma contiene en su Anexo las condiciones de contratación de estos profesionales, especificando que el Estudio brindará servicios con relación a:

✓ la reestructuración de la deuda externa de la República Argentina;

- ✓ la representación de la República Argentina en cualquier litigio en los EE.UU. y en cualquier otra jurisdicción en la que el Estudio esté autorizada a comparecer ante sus tribunales;
- ✓ cualquier otra tarea que la República Argentina desee confiar al Estudio.

Cuando el Estudio suministre estos servicios, se guiará por las *American Bar Association's Model Rules of Professional Conduct* (Normas Patrón de Conducta Profesional de la Asociación Americana de Abogados) y el *New York State Bar Association's Code of Professional Responsibility* (Código de Responsabilidad Profesional del Colegio de Abogados del Estado de Nueva York)

Los parámetros para el cobro de los honorarios de la firma están detallados en el apartado "Cuestiones de Facturación" que forma parte del Anexo del Decreto 749/02 y son los que rigieron para la operación de Canje 2005 con los ajustes correspondientes, aclarando que los pagos efectuados por nuestro país quedan documentados en las respectivas facturas. Dicho apartado se expresa en los siguientes términos:

"Los honorarios por servicios prestados a la República reflejarán el valor razonable de esos servicios en base a una serie de factores en forma compatible con las Normas Patrón de Conducta Profesional de la Asociación Americana de Abogados y el Código de Responsabilidad Profesional del Colegio de Abogados del Estado de Nueva York. Tales honorarios se basarán en el tiempo insumido en la tarea.

Los honorarios por hora para los profesionales en el equipo argentino variarán dependiendo principalmente en la experiencia y años de práctica de cada abogado, y esos honorarios por hora podrán ser ajustados periódicamente por la Firma.

Los honorarios por hora para los paralegales oscilan entre \$ 125 y \$ 180, para los asociados desde \$ 195 hasta \$ 415 y para los socios entre \$ 495 y \$ 625. En nuestra experiencia, el cargo promedio por hora para servicios a la República Argentina ha sido del orden de \$ 375 la hora.

Los honorarios y gastos serán facturados a la República Argentina trimestralmente y esas facturas resultarán pagaderas dentro de los 30 días posteriores a su presentación..... Cualquier modificación o enmienda a lo precedente deberá estar por escrito y ser autorizada por escrito por la Firma y la República, respectivamente".

Asesores legales en Japón

Mediante la Resolución MEyP N° 20/05 se designa al estudio de abogados *Tokyo Aoyama Aoki Law Office* para desarrollar tareas de asesoramiento jurídico en las negociaciones con los acreedores externos que lleve adelante el Ministerio de Economía y Producción en Japón y realizar gestiones relacionadas con la oferta de canje.

Según se desprende de los considerandos de la mencionada Resolución, sus antecedentes de trabajo con la República Argentina se remontan a 1996, año en el cual la firma, cuya razón social por ese entonces era "Aoki, Christensen & Nomoto", comienza a asesorar jurídicamente a la República Argentina y presta sus servicios desde entonces en todas las operaciones de crédito público realizadas en el mercado financiero japonés.

Con relación a los honorarios de este estudio de abogados, se nos informó a través de la Dirección de Financiamiento Externo, que no hay un convenio específico al efecto, sino que los pagos se documentaron a través de facturas.

No obstante, cabe señalar que la Oficina Nacional de Crédito Público en su Memorando N° 353/2004²², incluyó a título ilustrativo un detalle de los costos horarios por categoría de abogado de la firma japonesa, vigentes a noviembre de 2004, que oscilan entre U\$S 435 y U\$S 485, aproximadamente, para la categoría *Lawyer*, en tanto que para la categoría *Paralegal* los valores

²² Obrante a fs. 1/7 del Expediente CUDAP:EXP-S01:0328792/2004

fluctúan entre los U\$S 135 y U\$S 250 por hora, con la salvedad de que las tarifas pueden sufrir variaciones anualmente.

IV. STOCK DE LA DEUDA PÚBLICA PRE-CANJE Y PROPUESTA DE CANJE DE LA ARGENTINA

IV.1. Deuda en Situación de Pago Normal, Deuda Pendiente de Reestructuración, Deuda a Reestructurar y Deuda Elegible

Al 31 de Diciembre de 2004, la Deuda Pública Bruta ascendía a U\$S 191.296 millones, discriminados de la siguiente forma:

Cuadro N° 5**Deuda del Sector Público Nacional por Instrumento y Situación al 31 de diciembre de 2004.**

(En millones de U\$S)

I- TOTAL DEUDA PÚBLICA (II + V)	191.296
II- SALDO DEUDA A VENCER (III + IV)	145.966
III- EN SITUACIÓN DE PAGO NORMAL	80.928
- Como porcentaje del Total de Deuda Pública.	42,31%
TÍTULOS PÚBLICOS	20.800
- Moneda nacional	7.030
- Moneda extranjera	13.770
PRÉSTAMOS	60.128
PRÉSTAMOS GARANTIZADOS	14.646
ORGANISMOS INTERNACIONALES	30.601
DEUDA GARANTIZADA - DECRETO 1579/02 (BOGAR)	10.208
ANTICIPO - BCRA	4.468
OTROS	206
IV- EN SITUACIÓN DE PAGO DIFERIDO (*)	65.038
- Como porcentaje del Total de Deuda Pública.	34,00%
TÍTULOS PÚBLICOS	61.216
- Moneda nacional	2.574
- Moneda extranjera	58.641
PRÉSTAMOS	3.822
ORGANISMOS OFICIALES	3.258
OTROS	564
V- ATRASOS	45.330
- Como porcentaje del Total de Deuda Pública.	23,70%
CAPITAL	30.482
INTERÉS	14.848

(*) Incluye Intereses Capitalizados desde diciembre de 2001 de los bonos elegibles a reestructurar.

Fuente: Ministerio de Economía y Producción y Elaboraciones propias.

Como muestra el Cuadro 5, U\$S 80.928 millones (el 42,31% del total) correspondían a Títulos y Préstamos en Situación de Pago Normal; U\$S 65.038 millones (el 34,00% del total) a Títulos y Préstamos en Situación de Pago Diferido y U\$S 45.330 millones (23,70% del total) a Atrasos de capital e intereses, discriminados del siguiente modo:

Cuadro N° 6**Atrasos por Instrumento y por Tipo de Plazo**

(En millones de U\$S)

	Total	Capital	Intereses
I- TOTAL ATRASOS (II+III)	45.330		
II- MEDIANO Y LARGO PLAZO	45.330		
TÍTULOS PÚBLICOS	41.320		
- Moneda nacional	6.638	6.340	298
- Moneda extranjera	34.682	20.839	13.844
PRÉSTAMOS	4.010		
PRÉSTAMOS GARANTIZADOS	0		
ORGANISMOS INTERNACIONALES	0		
ORGANISMOS OFICIALES	3.483		
DEUDA GARANTIZADA - DECRETO 1579/02 (BOGAR)	0		
OTROS (Banca Comercial y Otros Acreedores)	527		
III- CORTO PLAZO	0		
ADELANTOS TRANSITORIOS BCRA	0		

Fuente: Ministerio de Economía y Producción y Elaboraciones propias.

Como muestra el Cuadro 6, U\$S 41.320 millones (el 91,15% del total) correspondían a Atrasos de Títulos Públicos en Situación de Pago Diferido, de los cuales U\$S 27.179 millones corresponden a los vencimientos de Capital y U\$S 14.141 millones, a los vencimientos de Intereses, mientras que el resto, U\$S 8.020 millones (el 17,69% del total), a los Atrasos de Préstamos (Club de París, Préstamos Bilaterales, de la Banca Comercial y Otros Acreedores).

Deuda en Situación de Pago Normal

La Deuda en Situación de Pago Normal ascendía a U\$S 80.928 millones, y estaba compuesta por:

- ✓ Títulos Públicos en Moneda Extranjera y Nacional (algunas series de Bocones y los Boden que se emitieron para cubrir los diversos desequilibrios generados por la crisis económico-financiera de finales de 2001).

✓ Préstamos:

⇒ Garantizados: que se emitieron en el marco del Canje Fase 1 (de noviembre de 2001).

⇒ de Organismos Internacionales (FMI, BIRF, BID, FONPLATA y FIDA).

⇒ BOGAR: que se emitieron en el marco del Proceso de Reestructuración de las deudas provinciales normado por el Decreto 1579/01 y la Resolución 539/02. Debe aclararse que el BOGAR entró a las cuentas públicas como “deuda indirecta” del Estado Nacional, en virtud de la garantía subsidiaria que el mismo cedió para el caso de que las jurisdicciones no pudiesen afrontar (con el 15% de sus ingresos por Coparticipación Federal de Impuestos), el total de los servicios del título en concepto de capital e intereses.

⇒ Anticipos de Corto Plazo del BCRA y Otros.

Deuda Pendiente de Reestructuración

Comprende los Préstamos de los Organismos Oficiales (Club de París, Bilaterales), de la Banca Comercial y Otros Acreedores, y sus correspondientes Atrasos; con todos ellos aun está pendiente la iniciación de negociaciones para regularizar el estado de estos pasivos.

Cuadro N° 7**Deuda Pendiente de Reestructuración**

(En millones de U\$S)

DEUDA PENDIENTE DE REESTRUCTURACIÓN	7.832
PRÉSTAMOS	3.822
ORGANISMOS OFICIALES	3.258
OTROS	564
Atrasos (sobre Préstamos)	4.010
ORGANISMOS OFICIALES	3.483
OTROS	527

*Fuente: Ministerio de Economía y Producción y Elaboraciones propias.***Deuda en Títulos Públicos a Reestructurar y Deuda Elegible****Cuadro N° 8****Deuda en Títulos Públicos a Reestructurar**

(En millones de U\$S)

DEUDA EN TÍTULOS PÚBLICOS A REESTRUCTURAR	102.536
TÍTULOS PÚBLICOS (*)	61.216
- Moneda nacional	2.574
- Moneda extranjera	58.641
Atrasos (sobre Títulos Públicos)	41.320
- Moneda nacional	6.638
de Capital	6.340
de Interés	298
- Moneda extranjera	34.682
de Capital	20.839
de Interés	13.844

(*) Incluye Intereses Capitalizados desde diciembre de 2001 de los bonos elegibles a reestructurar.

Fuente: Ministerio de Economía y Producción y Elaboraciones propias.

La deuda instrumentada en Títulos públicos en Situación de Pago Diferido y sus respectivos atrasos al 31/12/04, era de U\$S 102.536 millones, integrada por U\$S 61.216 millones de saldo de capital y U\$S 41.320 millones de atrasos de capital e intereses, valuada a los tipos de cambio de dicha fecha.

A los efectos de la Propuesta de Canje de Enero de 2005, la Argentina reconoció como Deuda Elegible el stock de capital residual de los Títulos Públicos en moneda local y extranjera y los intereses devengados por dichos títulos al 31 de diciembre de 2001 y que permanecían impagos, lo que ascendió a U\$S 81.836 millones, valuados a los tipos de cambio del 31 de diciembre de 2003.

Cuadro N° 9

Tipos de Cambio al 31/12/03

Moneda	por Dólar
Peso Argentino	2,9175
Franco Suizo	1,2409
Euro (1)	0,7945
Libra Esterlina	0,5599
Yen Japonés	107,3900

(1) Las monedas predecesoras al euro se convertirán según las tasas de conversión al 31/12/03

Fuente: Reuters Group INC.

Para el cómputo de la Deuda Elegible, la Argentina dedujo, además, el importe estimado proveniente de la liberación y rescate de la Garantía de los bonos Par y Discount del Plan Brady, habiendo supuesto como fecha para tal liberación febrero de 2003. La fecha efectiva del rescate será la Fecha de Liquidación del canje, cuando los tenedores de esos bonos (Par y Discount del Brady) recibirán los fondos en efectivo resultantes del rescate.

IV.2. Propuesta de Canje de la Deuda Elegible

La Propuesta de Canje consistió en la conversión de los **U\$S 81.836 millones** de Deuda Elegible repartidos en 152 bonos (que se amplían a 178 productos financieros²³), en Deuda Nueva:

✓ Emitida al 31/12/03.

✓ Por un monto máximo de:

⇒ *Escenario I*: **U\$S 38.500 millones**, si la aceptación era igual o inferior al 70% del monto elegible.

⇒ *Escenario II*: **U\$S 41.800 millones**, si la aceptación era superior al 70% de dicho monto elegible.

✓ Dividida en tres clases de títulos: **Par, Discount y Cuasipar**, con las siguientes características y montos máximos de emisión para cada Escenario:

²³ “Strip Coupon” de Letras Externas Euro Fixed-rate 2006, 2011, 2016, 2021, 2026; “Strip Interest” y “Strip Principal” de Letras Externas U\$S BADLAR+2,98% 2004, de Letras Externas U\$S ENCUESTA+4,95% 2004.

Cuadro N° 10

Condiciones de la Deuda Nueva

Tipo de Bono	Descuento (o Quita)	Suma Emitida Máxima (en millones US\$) < ó = 70%	Suma Emitida Máxima (en millones US\$) > 70%	Vencimiento	Amortización Comienzo	Cupón (Pagos de Intereses)			Pagos de Amortización
						Año	Efectivo	Capitalización	
Par (en US\$)	0,0%	10.000	15.000	31/12/2038	30/09/2029	1a5	1,33%		Semestrales e Iguales
						6a15	2,50%		
						16a25	3,75%		
						26+	5,25%		
Par (en euros)	0,0%	10.000	15.000	31/12/2038	30/09/2029	1a5	1,20%		Semestrales e Iguales
						6a15	2,26%		
						16a25	3,38%		
						26+	4,74%		
Par (en yenes)	0,0%	10.000	15.000	31/12/2038	30/09/2029	1a5	0,24%		Semestrales e Iguales
						6a15	0,45%		
						16a25	0,67%		
						26+	0,94%		
Par (en pesos)	0,0%	10.000	15.000	31/12/2038	30/09/2029	1a5	0,63%		Semestrales e Iguales. El capital ajustable por CER
						6a15	1,18%		
						16a25	1,77%		
						26+	2,48%		

Tipo de Bono	Descuento (o Quita)	Suma Emitida Máxima (en millones US\$) < ó = 70%	Suma Emitida Máxima (en millones US\$) > 70%	Vencimiento	Amortización Comienzo	Cupón (Pagos de Intereses)			Pagos de Amortización
						Año	Efectivo	Capitalización	
Discount (en US\$)	66,3%	20.200	18.500	31/12/2033	30/06/2024	1a5	3,97%	4,31%	Semestrales e Iguales
						6a10	5,77%	2,51%	
						11+	8,28%	0,00%	
Discount (en euros)	66,3%	20.200	18.500	31/12/2033	30/06/2024	1a5	3,75%	4,07%	Semestrales e Iguales
						6a10	5,45%	2,37%	
						11+	7,82%	0,00%	
Discount (en yenes)	66,3%	20.200	18.500	31/12/2033	30/06/2024	1a5	2,07%	2,26%	Semestrales e Iguales
						6a10	3,02%	1,32%	
						11+	4,33%	0,00%	
Discount (en pesos)	66,3%	20.200	18.500	31/12/2033	30/06/2024	1a5	2,79%	3,04%	Semestrales e Iguales. El capital ajustable por CER
						6a10	4,06%	1,77%	
						11+	5,83%	0,00%	

Tipo de Bono	Descuento (o Quita)	Suma Emitida Máxima (en millones US\$) < ó = 70%	Suma Emitida Máxima (en millones US\$) > 70%	Vencimiento	Amortización Comienzo	Cupón (Pagos de Intereses)			Pagos de Amortización
						Año	Efectivo	Capitalización	
Cuasi Par (en pesos)	30,1%	8.300	8.300	31/12/2045	30/06/2036	1a10		3,31%	Semestrales e Iguales. El capital ajustable por CER
						11+	3,31%		

Fuente: Suplemento Prospecto Oferta de Canje.

Según la Propuesta de Canje los tenedores de los Títulos Par y Discount recibirían el 1° de abril de 2005 (fecha de liquidación programada originalmente), junto a los bonos nuevos, los intereses que devengaron los mismos a esa fecha, desde el 31 de diciembre de 2003 (la fecha de emisión); y las **Unidades Ligadas al Crecimiento del PBI**, regidas por la ley que rige los títulos nuevos a los que se adjuntaron originalmente, calculadas del siguiente modo:

Cuadro N° 11

Unidad Ligada al Crecimiento del PBI

Unidad Ligada al Crecimiento del PBI				
Cantidad de Referencia:	Por el monto del capital de la Deuda "Elegible" efectivamente canjeada, se emitirá igual cantidad de "Unidades Vinculadas al PBI"			
Moneda de Cálculo:	Pesos			
Moneda de Pago:	La correspondiente al bono al cual la Unidad esté originalmente ligada			
Vencimiento:	30 años			
Fecha de Cálculo:	1 de Noviembre de cada año, a partir de 2006			
Fecha de Pago:	15 de Diciembre de cada año, a partir de 2006			
Año de Referencia:	El año que termina el 31 de Diciembre del año anterior a la fecha de cálculo, a partir de 2005			
Monto de Pago:	Proporcionalmente, el 5% del EXCEDENTE DEL PBI EN EL AÑO DE REFERENCIA			
Excedente del PBI:	La diferencia entre el PBI real observado y el "Caso Base del PBI" (expresada en pesos corrientes)			
Caso Base del PBI:	Año de Referencia	Caso Base (en millones \$ de 1993) (*)	Año de Referencia	Caso Base (en millones \$ de 1993) (*)
	2005	287.012,52	2020	458.555,87
	2006	297.211,54	2021	472.312,54
	2007	307.369,47	2022	486.481,92
	2008	317.520,47	2023	501.076,38
	2009	327.968,83	2024	516.108,67
	2010	338.675,94	2025	531.591,93
	2011	349.720,39	2026	547.539,69
	2012	361.124,97	2027	563.965,88
	2013	372.753,73	2028	580.884,85
	2014	384.033,32	2029	598.311,40
	2015	395.554,32	2030	616.260,74
	2016	407.420,95	2031	634.748,56
	2017	419.643,58	2032	653.791,02
	2018	432.232,88	2033	673.404,75
	2019	445.199,87	2034	693.606,89
Condiciones para el Pago:	Para el año de referencia: * cuando el PBI real observado exceda el Caso Base del PBI * cuando la tasa de crecimiento real observada exceda la tasa de crecimiento del Caso Base del PBI *siempre que no supere el tope establecido: el monto total que se pagará durante toda la vigencia de los Títulos Vinculados al PBI, por unidad de Título Vinculado al PBI, no será superior a 0,48 medido en unidad de moneda. Alcanzado este límite máximo de pago para un Título Vinculado al PBI en un año de pago anterior al vencimiento programado, se considerará que los Títulos Vinculados al PBI han vencido ese año.			
Lev Aplicable:	La misma del bono al cual la Unidad está ligada			

(*) Caso Base del PBI: Es el PBI proyectado a precios de 1993.

Fuente: *Suplemento Prospecto Oferta de Canje.*

La Propuesta de Canje también incluía, como incentivo, la posibilidad de:

✓ La recompra, por parte del Gobierno, de títulos nuevos y otras obligaciones de deuda con el Excedente de Capacidad de Pago Anual correspondiente a cualquier año en particular hasta 2009, de acuerdo a estas definiciones:

⇒ *Excedente de capacidad de pago anual* es la diferencia entre la capacidad de pago anual y los montos en efectivo de capital e intereses que la Argentina debe pagar respecto de los Títulos Nuevos en circulación, emitidos en virtud de la Propuesta o de otro modo, en cualquier año calendario.

⇒ *Capacidad de pago anual* es la obligación de pago de la Argentina en virtud de los Títulos Nuevos si lograra la participación del 100% de los tenedores en la Oferta y debiera emitir, en U\$, (i) el monto de capital total máximo de títulos Par y Cuasipar que puede emitir en virtud de las condiciones especificadas en el suplemento de prospecto y (ii) Títulos Discount en la medida que la demanda de Par y Cuasipar exceda esos límites.

Cuadro N° 12

Capacidad de Pago Anual

Año Calendario	Capacidad de pago anual (millones U\$)
2004	891
2005	973
2006	1.007
2007	1.042
2008	1.079
2009	1.616

Fuente: Suplemento Prospecto Oferta de Canje.

⇒ Recompra de títulos nuevos con el Excedente del PBI: en virtud de la Propuesta, para cualquier año de referencia desde 2005 hasta 2010, la Argentina se compromete a aplicar para la recompra de los Títulos Nuevos en circulación el 5% del excedente del PBI

correspondiente al año de referencia pertinente. Las recompras se realizarían durante el año calendario siguiente a la fecha de cálculo para el año de referencia pertinente.

IV.3. Resultados de la Propuesta de Canje

La Propuesta de Canje tuvo una adhesión del 76,15%, y materializó el Escenario II (aceptación mayor al 70%), por un monto de **U\$S 62.318 millones**, sobre los U\$S 81.836 millones reconocidos como Deuda Elegible.

Cuadro N° 13

Resultados del Canje

(En millones de U\$S equivalentes)

Resultados Globales			
Deuda "Elegible"			81.836
Deuda Canjeada			62.318
% de Aceptación			76,15%
Tipo de Bono	Deuda Vieja Canjeada (Ofertas)	Deuda Nueva (Emisiones)	Descuento
Bonos Par	15.000	15.000	0,0%
Bonos Discount	35.405	11.932	-66,3%
Bonos Cuasipar	11.913	8.329	-30,1%
Total	62.318	35.261	-43,4%

Fuente: República Argentina, Oferta de Canje - Anuncio Final, 18/03/05.

Como muestra el Cuadro 13, del total de la Deuda Elegible:

- ✓ U\$S 15.000 millones en ofertas de los tenedores se dirigieron a Bonos Par que, por estar sujetos a un descuento nominal del 0,0%, se emitieron por U\$S equivalentes 15.000 millones, distribuidos de la siguiente forma:

Cuadro N° 14**Emisión de Bonos Par**

(En millones de U\$S equivalentes)

	Dólares		Euros (ley Inglaterra)	Yenes (ley Japón)	Pesos (ley Argentina)
	Ley EE.UU.	Ley Argentina			
Bono Par	5.313,00	1.249,00	6.390,00	195,00	1.853,00
Total	15.000,00				

Fuente: República Argentina, Oferta de Canje - Anuncio Final, 18/03/05.

- ✓ U\$S 35.405 millones en ofertas de los tenedores se dirigieron a Bonos Discount que, por estar sujetos a un descuento nominal del 66,3%, se emitieron por U\$S equivalentes 11.932 millones, distribuidos de la siguiente forma:

Cuadro N° 15**Emisión de Bonos Discount**

(En millones de U\$S equivalentes)

	Dólares		Euros (ley Inglaterra)	Yenes (ley Japón)	Pesos (ley Argentina)
	Ley EE.UU.	Ley Argentina			
Bono Discount	3.088,00	566,00	2.879,00	54,00	5.344,00
Total	11.931,00				

Fuente: República Argentina, Oferta de Canje - Anuncio Final, 18/03/05.

- ✓ U\$S 11.913 millones en ofertas de los tenedores se dirigieron a Bonos Cuasipar que, por estar sujetos a un descuento nominal del 30,1%, se emitieron por U\$S equivalentes 8.329 millones, distribuidos de la siguiente forma:

Cuadro N° 16**Emisión de Bonos Cuasipar**

(En millones de U\$S equivalentes)

	Dólares		Euros (ley Inglaterra)	Yenes (ley Japón)	Pesos (ley Argentina)
	Ley EE.UU.	Ley Argentina			
Bono Cuasipar					8.329,00
Total	8.329,00				

Fuente: República Argentina, Oferta de Canje - Anuncio Final, 18/03/05.

Del Cuadro 13 surge que del total de la Deuda Elegible (U\$S 81.836 millones):

- ✓ se presentó al Canje U\$S 62.318 millones, o el 76,15%,
- ✓ se transformó en Deuda Nueva (Bonos Par, Discount y Cuasipar), U\$S 35.261 millones, o el **43,1% de la Deuda Elegible.**

Se pagó, además, en efectivo, U\$S 644,83 millones de intereses devengados por esos bonos nuevos, desde la fecha de emisión de los mismos (31 de diciembre de 2003) hasta la fecha de liquidación; se entregaron las Unidades Ligadas al Crecimiento del PBI y se capitalizaron intereses por U\$S 759,42 millones.

La diferencia entre los U\$S 81.839 millones y los U\$S 62.318 millones, es decir U\$S 19.521 millones, es la **Deuda Elegible no Ingresada al Canje**, o **holdouts** y puede, por el momento, considerarse como un riesgo eventual que dejó, como subproducto, la reestructuración.

V. ANÁLISIS DE SUSTENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA

Se desarrolló un modelo para medir la sustentabilidad de la deuda pública posterior al canje que relaciona la suficiencia de los recursos del Superávit Fiscal Primario Disponible para atender:

- ✓ los servicios de la Deuda en Situación de Pago Regular,
- ✓ los servicios de la Deuda Pendiente de Reestructuración, conformada por Préstamos (y sus correspondientes Atrasos) de Organismos Oficiales (Club de París, Bilaterales, de la Banca Comercial) y de Otros,
- ✓ en un horizonte de largo plazo estimado en 41 años (dada la vida de los Bonos emitidos en el marco de la Propuesta de reestructuración del Gobierno).

V.1. Stock de la Deuda Pública Post-Canje (al 30 de Junio de 2005)

El stock de la Deuda Pública Bruta²⁴ posterior al Canje, del que parten las proyecciones de los servicios recién enumerados, se obtuvo de la información publicada por la ONCP al 30 de junio de 2005:

Cuadro N° 17

Deuda del Sector Público Nacional por Instrumento y Situación

(En millones de U\$S)

²⁴ La Deuda Pública Bruta no incluye los siguientes activos financieros: Garantías del Plan Brady; Garantías por títulos colocados con cargo al BCRA, con cargo al Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, y en cartera de la Tesorería General de la Nación; Garantías de Organismos Internacionales; Activos financieros por Boden; Garantías con cargo a Provincias.

I- TOTAL DEUDA PÚBLICA (II + III + IV)	126.466
II- EN SITUACIÓN DE PAGO REGULAR - Como porcentaje del Total de Deuda Pública.	119.130 94,20%
TÍTULOS PÚBLICOS	60.458
- Moneda nacional	26.961
- Moneda extranjera	33.497
PRÉSTAMOS	58.672
PRÉSTAMOS GARANTIZADOS	15.083
ORGANISMOS INTERNACIONALES	27.400
DEUDA GARANTIZADA - DECRETO 1579/02 (BOGAR)	10.995
ADELANTOS TRANSITORIOS BCRA	4.949
OTROS	245
III- PENDIENTE DE REESTRUCTURACIÓN (Club de París y Otros) - Como porcentaje del Total de Deuda Pública.	2.911 2,30%
PRÉSTAMOS NO VENCIDOS	2.911
ORGANISMOS OFICIALES	2.457
OTROS	454
IV- ATRASOS CON CLUB DE PARÍS Y OTROS BILATERALES - Como porcentaje del Total de Deuda Pública.	4.426 3,50%
CAPITAL	3.699
INTERÉS	727

Fuente: Ministerio de Economía y Producción.

Cuadro N° 18**Títulos Públicos en Moneda Extranjera**

(En millones de U\$S)

Denominación	Tipo de tasa	Vencimiento	Valor nominal actualizado en circulación
<i>BODEN y OCMO (Opción de Conversión a Moneda de Origen)</i>			13.747
BODEN PAGARÉ-DTO. 905/02 2012	LIBOR	2012	368
BODEN 2006	LIBOR	2006	16
BODEN 2012	LIBOR	2012	11.376
BODEN 2013	LIBOR / (3% Max.)	2013	1.964
OCMO		2013	23
<i>BONOS DE LA REESTRUCTURACIÓN</i>			19.719
PAR EN U\$S	TASA FIJA	2038	6.559
PAR EN EUROS	TASA FIJA	2038	6.136
PAR EN YENES	TASA FIJA	2038	190
DISCOUNT EN U\$S	TASA FIJA	2033	3.863
DISCOUNT EN EUROS	TASA FIJA	2033	2.917
DISCOUNT EN YENES	TASA FIJA	2033	55
<i>AMPAROS Y EXCEPCIONES</i>			32
TOTAL GENERAL			33.497

Fuente: Ministerio de Economía y Producción.

Cuadro N° 19

Títulos Públicos en Moneda Nacional (En millones de U\$S)

Denominación	Tipo de tasa	Vencimiento	Valor nominal actualizado en circulación
<i>BOCONES</i>			42
PRE 5	CAJA DE AHORRO	2010	24
PRO 7	CAJA DE AHORRO	2016	18
<i>OTROS</i>			305
Bono del Tesoro Consolidado 2089		2089	305
<i>AMPAROS Y EXCEPCIONES</i>			10
TÍTULOS PÚBLICOS EN MONEDA NACIONAL			358
<i>BODEN - PAGARÉ</i>			5.866
PAGARÉ - DTO. 905	2,00%	2007	249
BODEN 2007	2,00%	2007	762
BODEN 2008	2,00%	2008	745
BODEN 2011	2,00%	2011	2.093
BODEN 2014	2,00%	2014	2.016
<i>BONOS DE CONSOLIDACIÓN</i>			2.174
PRE 8	2,00%	2010	937
PRO 11	2,00%	2010	94
PR 12	2,00%	2016	994
PRE 9	2,00%	2014	102
PR 13	2,00%	2024	46
<i>BONOS DE LA REESTRUCTURACIÓN</i>			18.244
PAR EN PESOS	TASA FIJA	2038	2.093
DISCOUNT EN PESOS	TASA FIJA	2033	6.274
CUASIPAR EN PESOS	TASA FIJA	2045	9.877
<i>OTROS</i>			109
CCF (Certificado de Crédito Fiscal) / PESIFICADO	2,00%	2006	109
<i>AMPAROS Y EXCEPCIONES</i>			211
TÍTULOS PÚBLICOS EN MONEDA NACIONAL AJUSTABLE POR CER			26.603
TOTAL GENERAL			26.961

Fuente: Ministerio de Economía y Producción.

Cuadro N° 20

Títulos Públicos Elegibles no ingresados al Canje

(En millones de U\$S)

I- TOTAL DEUDA NO INGRESADA AL CANJE (II + III)	23.381
II- SUB-TOTAL DEUDA NO PRESENTADA AL CANJE NO VENCIDA	10.713
Moneda nacional	109
Moneda extranjera	10.604
III- SUB-TOTAL DEUDA NO PRESENTADA AL CANJE VENCIDA	12.668
Capital	7.391
Interés	5.277

Fuente: Ministerio de Economía y Producción.

V.2. Supuestos macroeconómicos

Los supuestos macroeconómicos utilizados en el modelo fueron:

1) *Tipo de Cambio Nominal (pesos por dólar):* se trabajó con el tipo de cambio del 30 de Junio de 2005, de **2,887** pesos por dólar, utilizado por la ONCP en la elaboración de las proyecciones de los servicios de la Deuda en Situación de Pago Regular y de la Deuda Pendiente de Reestructuración.

2) *Producto Bruto Interno (PBI), en millones de pesos corrientes:* se trabajó con una serie compuesta por:

- 2005-2008: los datos proyectados en la Ley de Presupuesto 2006,
- 2009-2045: los datos obtenidos según las tasas de crecimiento proyectadas por la Secretaría de Política Económica del Ministerio de Economía y Producción.

3) *CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia)*: se trabajó con una serie compuesta por:

- 2005-2008: los datos proyectados según las tasas de crecimiento del IPC de la Ley de Presupuesto 2006,
- 2009-2045: los datos obtenidos según las tasas de crecimiento proyectadas en el Modelo de Sustentabilidad elaborado por el Ministerio de Economía y Producción).

Cuadro N° 21

Proyección del PBI Nominal y CER

(En millones de \$ corrientes)

Año	PIB Nominal	Tasa de Variación	Año	CER	Tasa de Variación
<i>Proyección Ley de Presupuesto 2006</i>			<i>Proyección Ley de Presupuesto 2006</i>		
2005	525.331		2005	1,72	
2006	593.974	13,07%	2006	1,87	9,10%
2007	658.426	10,85%	2007	2,03	8,10%
2008	729.180	10,75%	2008	2,18	7,50%
<i>Proyección ONCP-Propia</i>			<i>Proyección ONCP-Propia</i>		
2009	803.483	10,19%	2009	2,30	5,50%
2010	880.763	9,62%	2010	2,40	4,70%
2011	962.431	9,27%	2011	2,47	2,70%
2012	1.045.816	8,66%	2012	2,54	2,70%
2013	1.128.102	7,87%	2013	2,60	2,70%
2014	1.206.392	6,94%	2014	2,68	2,70%
2015	1.290.116	6,94%	2015	2,75	2,70%
2016	1.379.779	6,95%	2016	2,82	2,70%
2017	1.475.673	6,95%	2017	2,90	2,70%
2018	1.578.232	6,95%	2018	2,98	2,70%
2019	1.687.920	6,95%	2019	3,06	2,70%
2020	1.805.399	6,96%	2020	3,14	2,70%
2021	1.931.055	6,96%	2021	3,22	2,70%
2022	2.065.456	6,96%	2022	3,31	2,70%
2023	2.209.212	6,96%	2023	3,40	2,70%
2024	2.362.973	6,96%	2024	3,49	2,70%
2025	2.527.436	6,96%	2025	3,59	2,70%
2026	2.704.356	7,00%	2026	3,68	2,70%
2027	2.893.661	7,00%	2027	3,78	2,70%
2028	3.096.218	7,00%	2028	3,88	2,70%
2029	3.312.953	7,00%	2029	3,99	2,70%
2030	3.544.859	7,00%	2030	4,10	2,70%
2031	3.793.000	7,00%	2031	4,21	2,70%
2032	4.058.510	7,00%	2032	4,32	2,70%
2033	4.342.605	7,00%	2033	4,44	2,70%
2034	4.646.588	7,00%	2034	4,56	2,70%
2035	4.971.849	7,00%	2035	4,68	2,70%
2036	5.319.878	7,00%	2036	4,81	2,70%
2037	5.692.270	7,00%	2037	4,94	2,70%
2038	6.090.729	7,00%	2038	5,07	2,70%
2039	6.517.080	7,00%	2039	5,21	2,70%
2040	6.973.275	7,00%	2040	5,35	2,70%
2041	7.461.404	7,00%	2041	5,49	2,70%
2042	7.983.703	7,00%	2042	5,64	2,70%
2043	8.542.562	7,00%	2043	5,79	2,70%
2044	9.140.541	7,00%	2044	5,95	2,70%
2045	9.780.379	7,00%	2045	6,11	2,70%

Fuente: Subsecretaría de Política Económica del MEyP, Modelo de Sustentabilidad del MEyP, Mensaje del Proyecto de la Ley de Presupuesto General del Ejercicio Fiscal 2006, y Elaboraciones propias.

V.3 Egresos Totales: Servicios de la Deuda Pública

Cuadro N° 22

Servicios de Capital de la Deuda Pública

(En millones de US\$)

Año	SERVICIOS DE CAPITAL DE LA DEUDA PÚBLICA															
	Deuda en Situación de Pago Regular											Deuda Pendiente de Reestructuración	Títulos Públicos no ingresados al Canje	Letra Intransferible al BCRA	TOTAL	
	Organismos Internacionales				Préstamos Garantizados	Bogar	Adelantos Transitorios del BCRA	Títulos Públicos Viejos		Títulos Públicos Nuevos						Otros
	FMI	BIRF	BID/FIDA	Otros				Mon. Nac.	Mon. Extr.	Mon. Nac.	Mon. Extr.					
2005 (*)	0	511	286	2	684	0	2.594	602	1.468	0	0	41	521	0	0	6.709
2006	0	1.085	1.483	13	1.603	0	2.355	1.313	1.732	0	0	500	802	0	0	10.887
2007	0	1.123	1.567	24	1.468	0	2.475	1.087	1.716	0	0	401	705	0	0	10.566
2008	0	1.020	1.097	30	1.371	0	2.475	810	1.716	0	0	409	570	0	0	9.498
2009	0	870	826	38	5.346	0	2.475	536	1.716	0	0	413	110	0	0	12.330
2010	0	768	802	39	2.832	0	2.475	561	1.716	0	0	193	63	0	0	9.450
2011	0	642	755	32	3.062	0	2.475	1.004	1.716	0	0	122	89	0	0	9.896
2012	0	554	664	32	952	0	2.475	832	1.716	0	0	122	38	0	0	7.384
2013	0	435	603	32	168	0	2.475	854	248	0	0	122	30	0	0	4.967
2014	0	373	562	21	1	0	2.475	878	0	0	0	116	22	0	0	4.447
2015	0	380	476	11	281	0	2.475	0	0	0	0	110	22	0	9.530	13.285
2016	0	351	429	11	925	0	2.475	0	0	0	0	8	15	0	0	4.214
2017	0	193	416	9	1.861	0	2.475	0	0	0	0	14	15	0	0	4.982
2018	0	175	337	7	498	0	2.475	0	0	0	0	8	15	0	0	3.514
2019	0	24	287	7	49	0	2.475	0	0	0	0	8	15	0	0	2.864
2020	0	17	246	0	62	0	2.475	0	0	0	0	8	14	0	0	2.821
2021	0	9	205	0	0	0	2.475	0	0	0	0	8	13	0	0	2.708
2022	0	0	124	0	0	0	2.475	0	0	0	0	8	13	0	0	2.619
2023	0	0	106	0	0	0	2.475	0	0	0	0	8	10	0	0	2.599
2024	0	0	86	0	0	0	2.475	0	0	1.472	899	4	10	0	0	4.946
2025	0	0	40	0	0	0	2.475	0	0	1.512	899	3	9	0	0	4.938
2026	0	0	32	0	0	0	2.475	0	0	1.553	899	3	0	0	0	4.962
2027	0	0	32	0	556	0	2.475	0	0	1.595	899	4	0	0	0	5.560
2028	0	0	32	0	0	0	2.475	0	0	1.638	899	3	0	0	0	5.047
2029	0	0	0	0	0	0	2.475	0	0	1.911	1.544	3	0	0	0	5.933
2030	0	0	0	0	163	0	2.475	0	0	2.195	2.188	3	60	0	0	7.085
2031	0	0	0	0	2.128	0	2.475	0	0	2.255	2.188	3	0	0	0	9.049
2032	0	0	0	0	0	0	2.475	0	0	2.316	2.188	3	0	0	0	6.981
2033	0	0	0	0	0	0	2.475	0	0	2.378	2.188	3	0	0	0	7.044
2034	0	0	0	0	0	0	2.475	0	0	520	1.289	3	0	0	0	4.287
2035	0	0	0	0	0	0	2.475	0	0	534	1.289	3	0	0	0	4.301
2036	0	0	0	0	0	0	2.475	0	0	4.003	1.289	3	0	0	0	7.769
2037	0	0	0	0	0	0	2.475	0	0	4.111	1.289	3	0	0	0	7.877
2038	0	0	0	0	0	0	2.475	0	0	4.515	1.934	3	0	0	0	8.926
2039	0	0	0	0	0	0	2.475	0	0	3.741	0	3	0	0	0	6.219
2040	0	0	0	0	0	0	2.475	0	0	3.842	0	3	0	0	0	6.320
2041	0	0	0	0	0	0	2.475	0	0	3.946	0	3	0	0	0	6.424
2042	0	0	0	0	0	0	2.475	0	0	4.053	0	3	0	0	0	6.530
2043	0	0	0	0	0	0	2.475	0	0	4.162	0	3	0	0	0	6.640
2044	0	0	0	0	0	0	2.475	0	0	4.274	0	3	0	0	0	6.752
2045	0	0	0	0	0	0	2.475	0	0	4.390	0	3	0	0	0	6.867

(*) 2do. Semestre

Fuente: ONCP y Elaboraciones propias.

Cuadro N° 23

Servicios de Intereses de la Deuda Pública

(En millones de US\$)

Año	SERVICIOS DE INTERESES DE LA DEUDA PÚBLICA														TOTAL	
	Deuda en Situación de Pago Regular											Deuda Pendiente de Reestructuración	Títulos Públicos no ingresados al Canje	Letra Intransferible al BCRA		
	Organismos Internacionales				Préstamos Garantizados	Bogar	Adelantos Transitorios del BCRA	Títulos Públicos Viejos		Títulos Públicos Nuevos						Otros
	FMI	BIRF	BID/FIDA	Otros				Mon. Nac.	Mon. Extr.	Mon. Nac.	Mon. Extr.					
2005 (*)	0	159	284	3	289	0	0	65	208	94	214	3	71	0	0	1.390
2006	0	322	509	13	651	0	0	121	475	208	436	39	111	0	381	3.266
2007	0	281	450	18	711	0	0	103	413	229	447	34	74	0	380	3.140
2008	0	233	369	18	705	0	0	91	346	248	460	28	42	0	379	2.918
2009	0	190	324	17	631	0	0	80	277	385	682	20	20	0	380	3.007
2010	0	152	286	14	490	0	0	73	209	412	765	14	14	0	381	2.809
2011	0	121	249	12	388	0	0	62	141	430	776	11	11	0	381	2.581
2012	0	95	215	9	270	0	0	46	73	449	788	9	7	0	383	2.342
2013	0	73	184	7	260	0	0	30	5	469	799	6	5	0	383	2.221
2014	0	56	156	4	264	0	0	13	0	1.312	1.028	5	5	0	383	3.226
2015	0	41	130	3	264	0	0	0	0	1.348	1.028	3	4	0	385	3.206
2016	0	26	108	2	253	0	0	0	0	1.384	1.028	2	3	0	0	2.806
2017	0	14	87	1	169	0	0	0	0	1.421	1.028	1	1	0	0	2.726
2018	0	6	68	1	121	0	0	0	0	1.460	1.028	1	3	0	0	2.688
2019	0	1	53	0	110	0	0	0	0	1.509	1.104	1	3	0	0	2.780
2020	0	1	39	0	111	0	0	0	0	1.561	1.179	0	2	0	0	2.893
2021	0	0	28	0	113	0	0	0	0	1.603	1.179	0	1	0	0	2.924
2022	0	0	19	0	116	0	0	0	0	1.646	1.179	0	0	0	0	2.961
2023	0	0	14	0	119	0	0	0	0	1.690	1.179	0	0	0	0	3.003
2024	0	0	9	0	122	0	0	0	0	1.715	1.161	0	0	0	0	3.008
2025	0	0	6	0	126	0	0	0	0	1.674	1.089	0	0	0	0	2.894
2026	0	0	4	0	129	0	0	0	0	1.630	1.016	0	0	0	0	2.779
2027	0	0	3	0	125	0	0	0	0	1.582	944	0	0	0	0	2.654
2028	0	0	1	0	108	0	0	0	0	1.531	871	0	0	0	0	2.511
2029	0	0	0	0	110	0	0	0	0	1.491	890	0	0	0	0	2.492
2030	0	0	0	0	110	0	0	0	0	1.440	861	0	0	0	0	2.411
2031	0	0	0	0	54	0	0	0	0	1.365	725	0	0	0	0	2.144
2032	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.285	589	0	0	0	0	1.874
2033	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.199	453	0	0	0	0	1.652
2034	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.136	335	0	0	0	0	1.471
2035	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.154	271	0	0	0	0	1.425
2036	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.143	207	0	0	0	0	1.350
2037	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.045	143	0	0	0	0	1.188
2038	0	0	0	0	0	0	0	0	0	941	88	0	0	0	0	1.029
2039	0	0	0	0	0	0	0	0	0	825	0	0	0	0	0	825
2040	0	0	0	0	0	0	0	0	0	721	0	0	0	0	0	721
2041	0	0	0	0	0	0	0	0	0	612	0	0	0	0	0	612
2042	0	0	0	0	0	0	0	0	0	496	0	0	0	0	0	496
2043	0	0	0	0	0	0	0	0	0	374	0	0	0	0	0	374
2044	0	0	0	0	0	0	0	0	0	244	0	0	0	0	0	244
2045	0	0	0	0	0	0	0	0	0	107	0	0	0	0	0	107

(*) 2do. Semestre

Fuente: ONCP y Elaboraciones propias.

V.3.1 Servicios de la Deuda en Situación de Pago Regular

La Deuda en Situación de Pago Regular estaba compuesta (Cuadro N° 17) por Títulos Públicos en Moneda Extranjera y Nacional, Préstamos Garantizados, Préstamos de Organismos Internacionales (FMI, BIRF, BID, FONPLATA y FIDA), el BOGAR, los Adelantos Transitorios del BCRA y Otros. Las proyecciones originales fueron elaboradas por la ONCP y publicadas en el Boletín Fiscal.

Ajustes a las Proyecciones:

➤ *Préstamos de Organismos Internacionales (FMI, BIRF, BID, FONPLATA y FIDA):* las proyecciones elaboradas por la ONCP, en relación a los flujos de pagos con el BIRF, el BID, FONPLATA y FIDA, se ajustaron con los valores de desembolsos, reembolsos, intereses y comisiones previstos por el SIGADE (Sistema Integrado de Gestión de la Deuda Pública), y los flujos de pagos previstos con el FMI, se ajustaron teniendo en cuenta:

- el Decreto 1601/05, que dispuso en su primer artículo la "cancelación total de la deuda contraída con el FONDO MONETARIO INTERNACIONAL con reservas de libre disponibilidad que excedan el porcentaje establecido en el Artículo 4º de la Ley 23.928 y sus modificaciones,
- y el Decreto 1599/05, que modificó la Ley 23.928 para establecer que las reservas del Banco Central (BCRA) que excedan el 100% de la Base Monetaria puedan ser destinadas al pago de obligaciones contraídas con organismos financieros internacionales, siempre que esas operaciones resulten de un efecto monetario neutro.

➤ *Préstamos Garantizados y Títulos Públicos Nacionales "Viejos":* **las proyecciones elaboradas por la ONCP no incluían el efecto de las actualizaciones por CER que estipulaban los contratos de emisión originales** y debieron ajustarse a partir de las condiciones específicas de los viejos Préstamos Garantizados y los Boden en pesos 2007, 2008, 2011 y 2014.

➤ *Bonos Garantizados Provinciales (Bogar):* este título se emitió en el marco del Proceso de Reestructuración de las Deudas Provinciales normado por el Decreto 1579/01 y la Resolución 539/02, y contaba con la garantía primaria del 15% de los ingresos de las jurisdicciones por Coparticipación Federal de Impuestos; las

proyecciones elaboradas por la ONCP se ajustaron con el supuesto de que no sería necesaria la utilización de la garantía subsidiaria del Estado Nacional.

➤ *Títulos Públicos Nacionales Nuevos (Post-Reestructuración):* **las proyecciones elaboradas por la ONCP no incluían el efecto de las capitalizaciones y las actualizaciones por CER que estipulaban los contratos de emisión originales** y debieron ajustarse a partir de las condiciones específicas de los Par, Discount y Cuasi-Par, según el Prospecto de Reestructuración de Deuda Nacional de Enero de 2005.

➤ *Adelantos Transitorios del BCRA:* a las proyecciones elaboradas por la ONCP sólo para 2005 y 2006, se les aplicó un promedio simple, para estimar los adelantos del período 2007-2045.

V.3.2 Servicios de la Deuda Pendiente de Reestructuración

Supuestos para la Proyección: la Deuda Pendiente de Reestructuración estaba compuesta (Cuadro N° 17) por los Préstamos de Organismos Oficiales (Club de París y Otros Bilaterales), de la Banca Comercial y Otros Acreedores. Las proyecciones originales fueron elaboradas por la ONCP y publicadas en el Boletín Fiscal (sin incluir los Atrasos acumulados de capital e intereses).

Ajustes a las Proyecciones:

Escenario 1: por tratarse de obligaciones que seguirán en default y pendientes de renegociación, las proyecciones de la ONCP se ajustaron con **la hipótesis de refinanciación del 100% de los servicios totales entre 2005 y 2045.**

Escenario 2²⁵: las proyecciones de la ONCP se ajustaron con la **hipótesis de refinanciación del stock total al 30 de junio de 2005 (Préstamos Vencidos por US\$ 2.911 millones más Atrasos por US\$ 4.426 millones, es decir US\$ 7.336 millones), mediante un bono similar al Par utilizado en el Canje (Par 2 en US\$), que se emitirá en el momento del canje (la fecha de emisión no será 31/12/03 sino 01/01/06):**

Cuadro N° 24

Condiciones de Emisión del Bono Par 2

Fecha de Emisión (Par 2 en US\$):	01/01/2006	
Plazo (años):	35	
Intereses:	Año	TNA
	1a5	1,33%
	6a15	2,50%
	16a25	3,75%
	26+	5,25%
Amortización	Iguales, durante los 10 últimos años	
Descuento:	0%	

Fuente: Elaboraciones propias.

*V.3.3 Servicios de los
Títulos Públicos Elegibles*

no ingresados al Canje

Supuestos para la Proyección: la ONCP no realizó proyecciones de flujos de pagos en relación a estos títulos. Sin embargo:

Ajustes a las Proyecciones:

Escenario 1: en el Estado de la Deuda Pública al 2do. Trimestre de 2005, hoja A.1.2, la ONCP señala que “en el Prospecto presentado para el canje, en el apartado denominado “Risk Factors” o factores de riesgo, se pone de manifiesto como primer factor de riesgo que aquellos títulos elegibles para el canje que no se presenten, podrán permanecer impagos indefinidamente”; de modo que no se incluyeron flujos de pagos para estos títulos.

²⁵ El Escenario no incluye el reconocimiento de intereses.

Escenario 2: se trabajó con la hipótesis de refinanciación del stock total al 30 de junio de 2005 (Deuda no presentada al Canje no vencida por US\$ 10.713 millones más Deuda no presentada al Canje vencida por US\$ 12.668 millones, es decir US\$ 23.381 millones), mediante un bono similar al Discount utilizado en el Canje (Discount 2 en US\$), que se emitirá en el momento del canje (la fecha de emisión no será 31/12/03 sino 01/01/06):

Cuadro Nº 25

Condiciones de Emisión del Bono Discount 2

Fecha de Emisión (Discount 2 en US\$):	01/01/2006		
Plazo:	30		
Intereses:	Año	TNA (cash)	TNA (cap)
	1a5	3,97%	4,31%
	6a10	5,77%	2,51%
	11+	8,28%	0,00%
Amortización	Iguales, durante los 10 últimos años		
Descuento:	66,3%		

Fuente: Elaboraciones propias.

V.3.4 Letra Intransferible al BCRA

Supuestos para la Proyección: en virtud del Decreto 1601/05, que dispuso la cancelación total de la deuda contraída con el FMI con reservas de libre disponibilidad; del Decreto 1599/05, que modificó la Ley 23.928, para establecer que las reservas del BCRA, que excedan el 100% de la Base Monetaria, podrán ser destinadas al pago de obligaciones contraídas con organismos financieros internacionales; y de la Resolución 49/2005, que encomendó al BCRA la cancelación total de la deuda contraída con el FMI e instruyó a la Secretaría de Hacienda y a la Secretaría de Finanzas, a implementar el canje de los pasivos que el Gobierno mantiene con el BCRA como contrapartida de la deuda con el mencionado Fondo; la Resolución Conjunta 4/2006 y 1/2006, dispuso la emisión de la "Letra Intransferible Vencimiento 2016", con las siguientes condiciones:

- a) Valor nominal: U\$S 9.530.110.689,
- b) Moneda de emisión: Dólares Estadounidenses,
- c) Fecha de emisión: 3 de enero de 2006,
- d) Fecha de vencimiento: 3 de enero de 2016,
- e) Plazo: DIEZ (10) años,
- f) Amortización: íntegra al vencimiento,
- g) Interés: la tasa de interés anual equivalente en Dólares Estadounidenses que devenguen las Reservas Internacionales del BCRA para el mismo período y hasta un máximo igual al de la tasa LIBOR anual menos un punto porcentual, pagadera semestralmente todos los 3 de enero y 3 de julio de cada año hasta el vencimiento (primer fecha de pago el 3 de julio de 2006).

V.3.5 Títulos ligados al PBI

Las proyecciones fueron elaboradas por la ONCP, según los procedimientos detallados en el Prospecto de Reestructuración de Deuda Nacional de Enero de 2005 (Cuadro N° 11), y ajustadas con los valores de PBI nominal del Cuadro N° 21.

Cuadro N° 26

Títulos ligados al PBI

(En millones de US\$)

Año	TÍTULOS LIGADOS AL PBI			
	PBI a precios corrientes (en millones \$)		Tipo de Cambio Nominal (pesos / dólar)	Cupón Ligado al PBI (en millones US\$) (4)
	Caso Base (1)	Proyección (2)	Proyección (3)	(4) = $\frac{[(2)-(1)]*(0,05*0,76)}{(3)}$
2005	514.348	525.331	2,887	
2006	581.096	593.974	2,887	145
2007	649.632	658.426	2,887	170
2008	721.418	729.180	2,887	116
2009	786.142	803.483	2,887	102
2010	849.962	880.763	2,887	228
2011	901.376	962.431	2,887	405
2012	955.902	1.045.816	2,887	804
2013	1.013.721	1.128.102	2,887	1.183
2014	1.072.174	1.206.392	2,887	1.506
2015	1.134.156	1.290.116	2,887	1.767
2016	1.199.723	1.379.779	2,887	2.053
2017	1.269.080	1.475.673	2,887	2.370
2018	1.342.444	1.578.232	2,887	2.719
2019	1.420.051	1.687.920	2,887	3.104
2020	1.502.144	1.805.399	2,887	3.526
2021	1.588.984	1.931.055	2,887	3.992
2022	1.680.842	2.065.456	2,887	4.502
2023	1.778.010	2.209.212	2,887	5.062
2024	1.880.799	2.362.973	2,887	5.676
2025	1.989.527	2.527.436	2,887	6.347
2026	2.104.543	2.704.356	2,887	7.080
2027	2.226.206	2.893.661	2,887	7.895
2028	2.354.903	3.096.218	2,887	8.785
2029	2.491.038	3.312.953	2,887	9.758
2030	2.635.047	3.544.859	2,887	10.818
2031	2.787.380	3.793.000	2,887	11.975
2032	2.948.516	4.058.510	2,887	13.236
2033	3.118.971	4.342.605	2,887	14.610
2034	3.299.278	4.646.588	2,887	16.106
2035		4.971.849	2,887	17.734

Fuente: Subsecretaría de Política Económica del MEyP y Elaboraciones propias.

V.3.6 Recompras de Títulos de la Deuda Pública

Las proyecciones fueron elaboradas por la ONCP, según los procedimientos detallados en el Prospecto de Reestructuración de Deuda Nacional de Enero de 2005, y ajustadas con los valores de PBI nominal del Cuadro N° 21.

Para cualquier año de referencia desde 2005 hasta 2010, la Argentina se comprometía a aplicar para la recompra de los Títulos Nuevos en circulación **el 5% del excedente del PBI correspondiente al año de referencia pertinente**. Las recompras se realizarían durante el año calendario siguiente a la fecha de cálculo para el año de referencia pertinente.

A diferencia de lo que ocurre con los Títulos Ligados al PBI, que sólo implican para el modelo de Sustentabilidad **flujos negativos (egresos)** por los pagos del premio en los sucesivos años, desde el 2006 hasta el 2035, las recompras de Títulos de Deuda Pública implican para el análisis:

- a) igualmente **flujos negativos (egresos)** por el rescate de los bonos elegibles en circulación, desde 2006 hasta 2011,
- b) pero como el rescate implica dar de baja de los stocks los títulos que se vayan recomprando durante esos años,
- c) habrá **también ahorros futuros (flujos positivos o ingresos)** de pagos previstos de capital e intereses de esos títulos, y que de otro modo tendrían que afrontarse entre 2006 y 2045.

Cuadro N° 27

Ahorro Futuro por la Recompra de Títulos de Deuda Pública

(En millones de U\$S)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Total (Valor Nominal)
Recompras	190	223	152	134	300	533	1.534
	Ahorro en los pagos futuros de Capital (entre el 2006 y el 2045)						1.534
	Ahorro en los pagos futuros de Intereses (entre el 2006 y el 2045)						1.312
	Ahorro Total						2.845
	Efecto Multiplicador en el ahorro de pagos futuros						186%

Fuente: Elaboraciones propias.

Como este último análisis de Ahorro Futuro por la Recompra de Títulos de D.P., no fue elaborado por la ONCP, debió realizarse íntegramente a partir de los siguientes supuestos simplificadores:

- ✓ la recompra de títulos se dirigía exclusivamente a los bonos Par en dólares y Par en euros (porque no capitalizaban ni actualizaban por CER), en porcentajes fijos (52% Par en dólares y 48% Par en euros),
- ✓ la recompra se realizaba a VN US\$ 100 por cada título (es decir, al 100%).

Cuadro N° 28

Recompras de Títulos de la Deuda Pública y Ajuste por la Incidencia en los flujos futuros de las Recomendaciones de Títulos de Deuda Pública.

(En millones de US\$)

Año	RECOMPRAS DE TÍTULOS DE D.P. (en Valor Nominal)						
	PBI a precios corrientes (en millones \$)		Tipo de Cambio Nominal (pesos / dólar)	Recompra de Títulos de DP (en millones US\$)	Ajuste por Incidencia de Recomendaciones de D.P.		
	Caso Base (1)	Proyección (2)	Proyección (3)	(4) = $\frac{[(2)-(1)]*(0,05)}{(3)}$	Capital (5)	Intereses (6)	Total (7) = (5)+(6)
2005	514.348	525.331	2,887				
2006	581.096	593.974	2,887	190	0	2	2
2007	649.632	658.426	2,887	223	0	5	5
2008	721.418	729.180	2,887	152	0	7	7
2009	786.142	803.483	2,887	134	0	13	13
2010	849.962	880.763	2,887	300	0	24	24
2011	901.376	962.431	2,887	533	0	37	37
2012	955.902	1.045.816	2,887		0	37	37
2013	1.013.721	1.128.102	2,887		0	37	37
2014	1.072.174	1.206.392	2,887		0	37	37
2015	1.134.156	1.290.116	2,887		0	37	37
2016	1.199.723	1.379.779	2,887		0	37	37
2017	1.269.080	1.475.673	2,887		0	37	37
2018	1.342.444	1.578.232	2,887		0	37	37
2019	1.420.051	1.687.920	2,887		0	46	46
2020	1.502.144	1.805.399	2,887		0	55	55
2021	1.588.984	1.931.055	2,887		0	55	55
2022	1.680.842	2.065.456	2,887		0	55	55
2023	1.778.010	2.209.212	2,887		0	55	55
2024	1.880.799	2.362.973	2,887		0	55	55
2025	1.989.527	2.527.436	2,887		0	55	55
2026	2.104.543	2.704.356	2,887		0	55	55
2027	2.226.206	2.893.661	2,887		0	55	55
2028	2.354.903	3.096.218	2,887		0	55	55
2029	2.491.038	3.312.953	2,887		77	66	142
2030	2.635.047	3.544.859	2,887		153	71	224
2031	2.787.380	3.793.000	2,887		153	63	217
2032	2.948.516	4.058.510	2,887		153	56	209
2033	3.118.971	4.342.605	2,887		153	48	201
2034	3.299.278	4.646.588	2,887		153	40	194
2035		4.971.849	2,887		153	33	186
2036			2,887		153	25	178
2037			2,887		153	17	171
2038					230	11	240
2039					0	0	0
2040					0	0	0
2041					0	0	0
2042					0	0	0
2043					0	0	0
2044					0	0	0
2045					0	0	0
Total				1.534	1.534	1.312	2.845

Fuente: Subsecretaría de Política Económica del MEyP y Elaboraciones propias.

V.4 Ingresos Totales: Superávit Fiscal Primario Disponible y Adelantos Transitorios del BCRA

Cuadro N° 29

Superávit Fiscal Primario Disponible y Adelantos Transitorios del BCRA (En millones de U\$S)

Año	SUPERÁVIT FISCAL PRIMARIO DISPONIBLE Y ADELANTOS TRANSITORIOS DEL BCRA					
	PBI Nominal	TCN	PBI Nominal	Superávit Fiscal Primario Disponible	Adelantos Transitorios	TOTAL
	(en millones \$)	Peso / Dólar	(en millones US\$)			
2005 (*)	525.331	2,887	181.964	2.729	2.594	5.323
2006	593.974	2,887	205.741	6.172	2.355	8.528
2007	658.426	2,887	228.066	6.842	2.475	9.317
2008	729.180	2,887	252.574	7.577	2.475	10.052
2009	803.483	2,887	278.311	8.349	2.475	10.824
2010	880.763	2,887	305.079	9.152	2.475	11.627
2011	962.431	2,887	333.367	10.001	2.475	12.476
2012	1.045.816	2,887	362.250	10.868	2.475	13.342
2013	1.128.102	2,887	390.752	11.723	2.475	14.197
2014	1.206.392	2,887	417.870	12.536	2.475	15.011
2015	1.290.116	2,887	446.871	13.406	2.475	15.881
2016	1.379.779	2,887	477.928	14.338	2.475	16.812
2017	1.475.673	2,887	511.144	15.334	2.475	17.809
2018	1.578.232	2,887	546.669	16.400	2.475	18.875
2019	1.687.920	2,887	584.662	17.540	2.475	20.014
2020	1.805.399	2,887	625.355	18.761	2.475	21.235
2021	1.931.055	2,887	668.879	20.066	2.475	22.541
2022	2.065.456	2,887	715.433	21.463	2.475	23.938
2023	2.209.212	2,887	765.227	22.957	2.475	25.431
2024	2.362.973	2,887	818.487	24.555	2.475	27.029
2025	2.527.436	2,887	875.454	26.264	2.475	28.738
2026	2.704.356	2,887	936.736	28.102	2.475	30.577
2027	2.893.661	2,887	1.002.307	30.069	2.475	32.544
2028	3.096.218	2,887	1.072.469	32.174	2.475	34.649
2029	3.312.953	2,887	1.147.542	34.426	2.475	36.901
2030	3.544.859	2,887	1.227.870	36.836	2.475	39.311
2031	3.793.000	2,887	1.313.820	39.415	2.475	41.889
2032	4.058.510	2,887	1.405.788	42.174	2.475	44.648
2033	4.342.605	2,887	1.504.193	45.126	2.475	47.600
2034	4.646.588	2,887	1.609.487	48.285	2.475	50.759
2035	4.971.849	2,887	1.722.151	51.665	2.475	54.139
2036	5.319.878	2,887	1.842.701	55.281	2.475	57.756
2037	5.692.270	2,887	1.971.690	59.151	2.475	61.625
2038	6.090.729	2,887	2.109.709	63.291	2.475	65.766
2039	6.517.080	2,887	2.257.388	67.722	2.475	70.196
2040	6.973.275	2,887	2.415.405	72.462	2.475	74.937
2041	7.461.404	2,887	2.584.484	77.535	2.475	80.009
2042	7.983.703	2,887	2.765.398	82.962	2.475	85.437
2043	8.542.562	2,887	2.958.975	88.769	2.475	91.244
2044	9.140.541	2,887	3.166.104	94.983	2.475	97.458
2045	9.780.379	2,887	3.387.731	101.632	2.475	104.107

(*) 2do. Semestre

Fuente: Subsecretaría de Política Económica del MEyP, Modelo de Sustentabilidad del MEyP, y Elaboración Propia.

Los recursos necesarios para hacer frente al total de estos servicios proyectados de la Deuda Pública, surgieron de dos fuentes:

- 1) *del Superávit Fiscal Primario Disponible*: definido como un porcentaje fijo **del 3% sobre el Producto Interno Bruto Nominal** (según el supuesto basado en el Modelo de Sustentabilidad elaborado por el Ministerio de Economía y Producción).
- 2) *Los Anticipos Transitorios de BCRA*: descritos más arriba dentro de los servicios de la Deuda en Situación de Pago Regular, **también fueron incluidos como parte de los ingresos**, equivalentes, según la carta orgánica del Banco Central, **al 12% de la Base Monetaria (para el financiamiento de todo tipo de gastos)**.

V.5 Resultados de la Sustentabilidad

De la confrontación de los Servicios Totales de la Deuda Pública y las dos fuentes de recursos (el Superávit Fiscal Primario Disponible y los Anticipos Transitorios del BCRA), surge que, para el período bajo análisis y el:

✓ Escenario 1:

Cuadro N° 30

Resultados de la Sustentabilidad (Escenario 1) (En millones de U\$S)

Año	RESULTADOS DE LA SUSTENTABILIDAD - ESCENARIO 1												Resultado Bruto	
	Ingresos Totales			Egresos Totales						Letra Intransferible al BCRA	Títulos ligados al PBI y Recompensas de Títulos de DP	Resultado Bruto		
	Superávit Fiscal Primario Disponible	Adelantos Transitorios del BCRA	Ajuste por Incidencia de Recompensas de D.P.	Deuda en Situación de Pago Regular		Deuda Pendiente de Reestructuración		Títulos Elegibles no ingresados al Canje						
				Capital	Intereses	Capital	Intereses	Capital	Intereses					
2005 (*)	2.729	2.594	0	-6.188	-1.319	0	0	0	0	0	0	0	0	-2.184
2006	6.172	2.355	2	-10.085	-2.774	0	0	0	0	0	-381	-335	-335	-5.045
2007	6.842	2.475	5	-9.861	-2.686	0	0	0	0	0	-380	-393	-393	-3.998
2008	7.577	2.475	7	-8.928	-2.497	0	0	0	0	0	-379	-268	-268	-2.013
2009	8.349	2.475	13	-12.220	-2.607	0	0	0	0	0	-380	-237	-237	-4.608
2010	9.152	2.475	24	-9.387	-2.414	0	0	0	0	0	-381	-529	-529	-1.060
2011	10.001	2.475	37	-9.807	-2.189	0	0	0	0	0	-381	-939	-939	-803
2012	10.868	2.475	37	-7.346	-1.953	0	0	0	0	0	-383	-804	-804	2.893
2013	11.723	2.475	37	-4.937	-1.833	0	0	0	0	0	-383	-1.183	-1.183	5.897
2014	12.536	2.475	37	-4.425	-2.838	0	0	0	0	0	-383	-1.506	-1.506	5.895
2015	13.406	2.475	37	-3.732	-2.817	0	0	0	0	-9.530	-385	-1.767	-1.767	-2.314
2016	14.338	2.475	37	-4.199	-2.803	0	0	0	0	0	0	-2.053	-2.053	7.794
2017	15.334	2.475	37	-4.967	-2.723	0	0	0	0	0	0	-2.370	-2.370	7.786
2018	16.400	2.475	37	-3.499	-2.685	0	0	0	0	0	0	-2.719	-2.719	10.008
2019	17.540	2.475	46	-2.849	-2.778	0	0	0	0	0	0	-3.104	-3.104	11.330
2020	18.761	2.475	55	-2.807	-2.891	0	0	0	0	0	0	-3.526	-3.526	12.066
2021	20.066	2.475	55	-2.696	-2.923	0	0	0	0	0	0	-3.992	-3.992	12.985
2022	21.463	2.475	55	-2.607	-2.961	0	0	0	0	0	0	-4.502	-4.502	13.922
2023	22.957	2.475	55	-2.589	-3.003	0	0	0	0	0	0	-5.062	-5.062	14.832
2024	24.555	2.475	55	-4.936	-3.008	0	0	0	0	0	0	-5.676	-5.676	13.464
2025	26.264	2.475	55	-4.929	-2.894	0	0	0	0	0	0	-6.347	-6.347	14.623
2026	28.102	2.475	55	-4.962	-2.779	0	0	0	0	0	0	-7.080	-7.080	15.810
2027	30.069	2.475	55	-5.560	-2.654	0	0	0	0	0	0	-7.895	-7.895	16.489
2028	32.174	2.475	55	-5.047	-2.511	0	0	0	0	0	0	-8.785	-8.785	18.361
2029	34.426	2.475	142	-5.933	-2.492	0	0	0	0	0	0	-9.758	-9.758	18.861
2030	36.836	2.475	224	-7.025	-2.411	0	0	0	0	0	0	-10.818	-10.818	19.281
2031	39.415	2.475	217	-9.049	-2.144	0	0	0	0	0	0	-11.975	-11.975	18.938
2032	42.174	2.475	209	-6.981	-1.874	0	0	0	0	0	0	-13.236	-13.236	22.766
2033	45.126	2.475	201	-7.044	-1.652	0	0	0	0	-1.652	0	-14.610	-14.610	24.495
2034	48.285	2.475	194	-4.287	-1.471	0	0	0	0	0	0	-16.106	-16.106	29.089
2035	51.665	2.475	186	-4.301	-1.425	0	0	0	0	0	0	-17.734	-17.734	30.865
2036	55.281	2.475	178	-7.769	-1.350	0	0	0	0	0	0	0	0	48.814
2037	59.151	2.475	171	-7.877	-1.188	0	0	0	0	0	0	0	0	52.730
2038	63.291	2.475	240	-8.926	-1.029	0	0	0	0	0	0	0	0	56.051
2039	67.722	2.475	0	-6.219	-825	0	0	0	0	0	0	0	0	63.153
2040	72.462	2.475	0	-6.320	-721	0	0	0	0	0	0	0	0	67.895
2041	77.535	2.475	0	-6.424	-612	0	0	0	0	0	0	0	0	72.973
2042	82.962	2.475	0	-6.530	-496	0	0	0	0	0	0	0	0	78.410
2043	88.769	2.475	0	-6.640	-374	0	0	0	0	0	0	0	0	84.231
2044	94.983	2.475	0	-6.752	-244	0	0	0	0	0	0	0	0	90.462
2045	101.632	2.475	0	-6.867	-107	0	0	0	0	0	0	0	0	97.132

(*) 2do. Semestre

Fuente: ONCP y Elaboraciones propias.

Definido como la diferencia entre los Ingresos y Egresos Totales, el **Resultado Bruto** sería negativo para los años **2005 a 2011, y 2015** (cuando vence la Letra Intransferible al BCRA). Para el financiamiento de los mismos se supuso **la emisión de Bonos de Roll-Over “bullet” (de amortización única al vencimiento) con las mismas características contractuales del Boden 2015:**

- *Plazo:* de **10 años**,

- *Tasa o Cupón:* de **7,0% anual**.

Cuadro N° 31**Resultados Adicionales de la Sustentabilidad (Escenario 1)**

(En millones de U\$S)

Año	RESULTADOS DE LA SUSTENTABILIDAD - ESCENARIO I					
	Resultado Bruto	Bonos de "Roll Over"			Resultado Neto	Requerimientos de Financiación
		Emisiones	Capital	Intereses		
2005 (*)	-2.184	2.184	0	0	0	2.184
2006	-5.045	5.198	0	-153	0	5.198
2007	-3.998	4.514	0	-517	0	4.514
2008	-2.013	2.846	0	-833	0	2.846
2009	-4.608	5.640	0	-1.032	0	5.640
2010	-1.060	2.487	0	-1.427	0	2.487
2011	-803	2.404	0	-1.601	0	2.404
2012	2.893	0	0	-1.769	1.124	0
2013	5.897	0	0	-1.769	4.128	0
2014	5.895	0	0	-1.769	4.126	0
2015	-2.314	6.267	-2.184	-1.769	0	6.267
2016	7.794	0	-5.198	-2.055	542	0
2017	7.786	0	-4.514	-1.691	1.580	0
2018	10.008	0	-2.846	-1.375	5.787	0
2019	11.330	0	-5.640	-1.176	4.514	0
2020	12.066	0	-2.487	-781	8.798	0
2021	12.985	0	-2.404	-607	9.974	0
2022	13.922	0	0	-439	13.484	0
2023	14.832	0	0	-439	14.393	0
2024	13.464	0	0	-439	13.026	0
2025	14.623	0	-6.267	-439	7.918	0
2026	15.810	0	0	0	15.810	0
2027	16.489	0	0	0	16.489	0
2028	18.361	0	0	0	18.361	0
2029	18.861	0	0	0	18.861	0
2030	19.281	0	0	0	19.281	0
2031	18.938	0	0	0	18.938	0
2032	22.766	0	0	0	22.766	0
2033	24.495	0	0	0	24.495	0
2034	29.089	0	0	0	29.089	0
2035	30.865	0	0	0	30.865	0
2036	48.814	0	0	0	48.814	0
2037	52.730	0	0	0	52.730	0
2038	56.051	0	0	0	56.051	0
2039	63.153	0	0	0	63.153	0
2040	67.895	0	0	0	67.895	0
2041	72.973	0	0	0	72.973	0
2042	78.410	0	0	0	78.410	0
2043	84.231	0	0	0	84.231	0
2044	90.462	0	0	0	90.462	0
2045	97.132	0	0	0	97.132	0

(*) 2do. Semestre

Fuente: Elaboraciones propias.

Los Resultados Brutos negativos de **2005 a 2011, y 2015**, generarían **en dichos años**, Requerimientos de Financiación y por ende Emisiones de Bonos de Roll-Over por un monto total de **US\$ 31.540 millones**, resultantes de la necesidad de cubrir ya no sólo los Déficit Brutos (diferencia entre Ingresos y Egresos Totales), sino también los Egresos derivados de los Servicios de Capital e Intereses de esos bonos de refinanciación.

✓ Escenario 2:

Cuadro N° 32

Resultados de la Sustentabilidad (Escenario 2) (En millones de US\$)

Año	RESULTADOS DE LA SUSTENTABILIDAD - ESCENARIO 2													
	Ingresos Totales				Egresos Totales									Resultado Bruto
	Superávit Fiscal Primario Disponible	Adelantos Transitorios del BCRA	Ajuste por Incidencia de Recompras de D.P.	Deuda en Situación de Pago Regular	Deuda Pendiente de Reestructuración		Títulos Elegibles no ingresados al Canje		Letra Intransferible al BCRA		Títulos ligados al PBI y Recompras de Títulos de DP			
					Capital	Intereses	Capital	Intereses	Capital	Intereses		Capital	Intereses	
2005 (*)	2.729	2.594	0	-6.188	-1.319	0	0	0	0	0	0	0	-2.184	
2006	6.172	2.355	2	-10.085	-2.774	0	-98	0	-313	0	-381	-335	-5.455	
2007	6.842	2.475	5	-9.861	-2.686	0	-98	0	-326	0	-380	-393	-4.422	
2008	7.577	2.475	7	-8.928	-2.497	0	-98	0	-340	0	-379	-268	-2.451	
2009	8.349	2.475	13	-12.220	-2.607	0	-98	0	-355	0	-380	-237	-5.060	
2010	9.152	2.475	24	-9.387	-2.414	0	-98	0	-370	0	-381	-529	-1.528	
2011	10.001	2.475	37	-9.807	-2.189	0	-183	0	-561	0	-381	-939	-1.548	
2012	10.868	2.475	37	-7.346	-1.953	0	-183	0	-576	0	-383	-804	2.134	
2013	11.723	2.475	37	-4.937	-1.833	0	-183	0	-590	0	-383	-1.183	5.124	
2014	12.536	2.475	37	-4.425	-2.838	0	-183	0	-605	0	-383	-1.506	5.107	
2015	13.406	2.475	37	-3.732	-2.817	0	-183	0	-620	-9.530	-385	-1.767	-3.117	
2016	14.338	2.475	37	-4.199	-2.803	0	-183	0	-912	0	0	-2.053	6.699	
2017	15.334	2.475	37	-4.967	-2.723	0	-183	0	-912	0	0	-2.370	6.690	
2018	16.400	2.475	37	-3.499	-2.685	0	-183	0	-912	0	0	-2.719	8.913	
2019	17.540	2.475	46	-2.849	-2.778	0	-183	0	-912	0	0	-3.104	10.234	
2020	18.761	2.475	55	-2.807	-2.891	0	-183	0	-912	0	0	-3.526	10.971	
2021	20.066	2.475	55	-2.696	-2.923	0	-275	0	-912	0	0	-3.992	11.798	
2022	21.463	2.475	55	-2.607	-2.961	0	-275	0	-912	0	0	-4.502	12.735	
2023	22.957	2.475	55	-2.589	-3.003	0	-275	0	-912	0	0	-5.062	13.645	
2024	24.555	2.475	55	-4.936	-3.008	0	-275	0	-912	0	0	-5.676	12.277	
2025	26.264	2.475	55	-4.929	-2.894	0	-275	0	-912	0	0	-6.347	13.436	
2026	28.102	2.475	55	-4.962	-2.779	0	-275	-1.101	-912	0	0	-7.080	13.521	
2027	30.069	2.475	55	-5.560	-2.654	0	-275	-1.101	-821	0	0	-7.895	14.292	
2028	32.174	2.475	55	-5.047	-2.511	0	-275	-1.101	-730	0	0	-8.785	16.254	
2029	34.426	2.475	142	-5.933	-2.492	0	-275	-1.101	-638	0	0	-9.758	16.846	
2030	36.836	2.475	224	-7.025	-2.411	0	-275	-1.101	-547	0	0	-10.818	17.357	
2031	39.415	2.475	217	-9.049	-2.144	-734	-385	-1.101	-456	0	0	-11.975	16.262	
2032	42.174	2.475	209	-6.981	-1.874	-734	-347	-1.101	-365	0	0	-13.236	20.219	
2033	45.126	2.475	201	-7.044	-1.652	-734	-308	-1.101	-274	0	0	-14.610	22.079	
2034	48.285	2.475	194	-4.287	-1.471	-734	-270	-1.101	-182	0	0	-16.106	26.802	
2035	51.665	2.475	186	-4.301	-1.425	-734	-231	-1.101	-91	0	0	-17.734	28.708	
2036	55.281	2.475	178	-7.769	-1.350	-734	-193	0	0	0	0	0	47.888	
2037	59.151	2.475	171	-7.877	-1.188	-734	-154	0	0	0	0	0	51.843	
2038	63.291	2.475	240	-8.926	-1.029	-734	-116	0	0	0	0	0	55.202	
2039	67.722	2.475	0	-6.219	-825	-734	-77	0	0	0	0	0	62.342	
2040	72.462	2.475	0	-6.320	-721	-734	-39	0	0	0	0	0	67.123	
2041	77.535	2.475	0	-6.424	-612	0	0	0	0	0	0	0	72.973	
2042	82.962	2.475	0	-6.530	-496	0	0	0	0	0	0	0	78.410	
2043	88.769	2.475	0	-6.640	-374	0	0	0	0	0	0	0	84.231	
2044	94.983	2.475	0	-6.752	-244	0	0	0	0	0	0	0	90.462	
2045	101.632	2.475	0	-6.867	-107	0	0	0	0	0	0	0	97.132	

(*) 2do. Semestre

Fuente: ONCP y Elaboraciones propias.

Definido como la diferencia entre los Ingresos y Egresos Totales, el **Resultado Bruto** sería igualmente negativo (aunque mayor) para los años **2005 a 2011, y 2015** (cuando vence la Letra Intransferible al BCRA). Y para el financiamiento de los mismos se supuso la emisión de Bonos de Roll-Over con las características explicitadas para el Escenario 1.

Cuadro N° 33

Resultados Adicionales de la Sustentabilidad (Escenario 2)

(En millones de U\$S)

Año	RESULTADOS DE LA SUSTENTABILIDAD - ESCENARIO 2					
	Resultado Bruto	Bonos de "Roll Over"			Resultado Neto	Requerimientos de Financiación
		Emisiones	Capital	Intereses		
2005 (*)	-2.184	2.184	0	0	0	2.184
2006	-5.455	5.608	0	-153	0	5.608
2007	-4.422	4.967	0	-545	0	4.967
2008	-2.451	3.344	0	-893	0	3.344
2009	-5.060	6.187	0	-1.127	0	6.187
2010	-1.528	3.089	0	-1.560	0	3.089
2011	-1.548	3.325	0	-1.777	0	3.325
2012	2.134	0	0	-2.009	125	0
2013	5.124	0	0	-2.009	3.115	0
2014	5.107	0	0	-2.009	3.098	0
2015	-3.117	7.310	-2.184	-2.009	0	7.310
2016	6.699	1.277	-5.608	-2.368	0	1.277
2017	6.690	342	-4.967	-2.065	0	342
2018	8.913	0	-3.344	-1.741	3.827	0
2019	10.234	0	-6.187	-1.507	2.540	0
2020	10.971	0	-3.089	-1.074	6.808	0
2021	11.798	0	-3.325	-858	7.615	0
2022	12.735	0	0	-625	12.110	0
2023	13.645	0	0	-625	13.020	0
2024	12.277	0	0	-625	11.652	0
2025	13.436	0	-7.310	-625	5.501	0
2026	13.521	0	-1.277	-113	12.130	0
2027	14.292	0	-342	-24	13.926	0
2028	16.254	0	0	0	16.254	0
2029	16.846	0	0	0	16.846	0
2030	17.357	0	0	0	17.357	0
2031	16.262	0	0	0	16.262	0
2032	20.219	0	0	0	20.219	0
2033	22.079	0	0	0	22.079	0
2034	26.802	0	0	0	26.802	0
2035	28.708	0	0	0	28.708	0
2036	47.888	0	0	0	47.888	0
2037	51.843	0	0	0	51.843	0
2038	55.202	0	0	0	55.202	0
2039	62.342	0	0	0	62.342	0
2040	67.123	0	0	0	67.123	0
2041	72.973	0	0	0	72.973	0
2042	78.410	0	0	0	78.410	0
2043	84.231	0	0	0	84.231	0
2044	90.462	0	0	0	90.462	0
2045	97.132	0	0	0	97.132	0

(*) 2do. Semestre

Fuente: Elaboraciones propias.

Los Resultados Brutos negativos de **2005 y 2011, y 2015**, generarían **en dichos años, y en 2016 y 2017**, Requerimientos de Financiación y por ende Emisiones de Bonos de Roll-Over por un monto total (aún mayor), de **U\$S 37.634 millones**, resultantes de la necesidad de cubrir ya no sólo los Déficit Brutos (diferencia entre Ingresos y Egresos Totales), sino también los Egresos derivados de los Servicios de Capital e Intereses de esos bonos de refinanciación.

✓ **Escenarios 1 y 2 (Resumen de Resultados y Conclusiones del Modelo):**

El Escenario 1 suponía la **refinanciación del 100%** de los servicios totales derivados de las deudas con Organismos Oficiales y Otros Bilaterales y la no contabilización de los servicios totales probables de los Títulos Públicos Elegibles no ingresados al Canje; y el Escenario 2 suponía la refinanciación del stock de deudas con Organismos Oficiales y Otros Bilaterales al 30 de junio de 2005, mediante **un bono similar al Par utilizado en el Canje (Par 2 en U\$S)**, y del stock Títulos Públicos Elegibles no ingresados al Canje, mediante **un bono similar al Discount utilizado en el Canje (Discount 2 en U\$S)**:

Cuadro N° 34

Resumen de Resultados

(En millones de U\$S)

RESULTADOS DE LA SUSTENTABILIDAD - RESUMEN														
Escenario	Resultado Bruto (Ingresos Totales menos Egresos Totales)													
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Acumulado
Escenario 1	-2.184	-5.045	-3.998	-2.013	-4.608	-1.060	-803	2.893	5.897	5.895	-2.314	7.794	7.786	8.240
Escenario 2	-2.184	-5.455	-4.422	-2.451	-5.060	-1.528	-1.548	2.134	5.124	5.107	-3.117	6.699	6.690	-12
Escenario	Préstamos de "Roll-Over" (Requerimientos de Financiación)													
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Acumulado
Escenario 1	2.184	5.198	4.514	2.846	5.640	2.487	2.404				6.267			31.540
Escenario 2	2.184	5.608	4.967	3.344	6.187	3.089	3.325				7.310	1.277	342	37.634

Fuente: Elaboraciones propias.

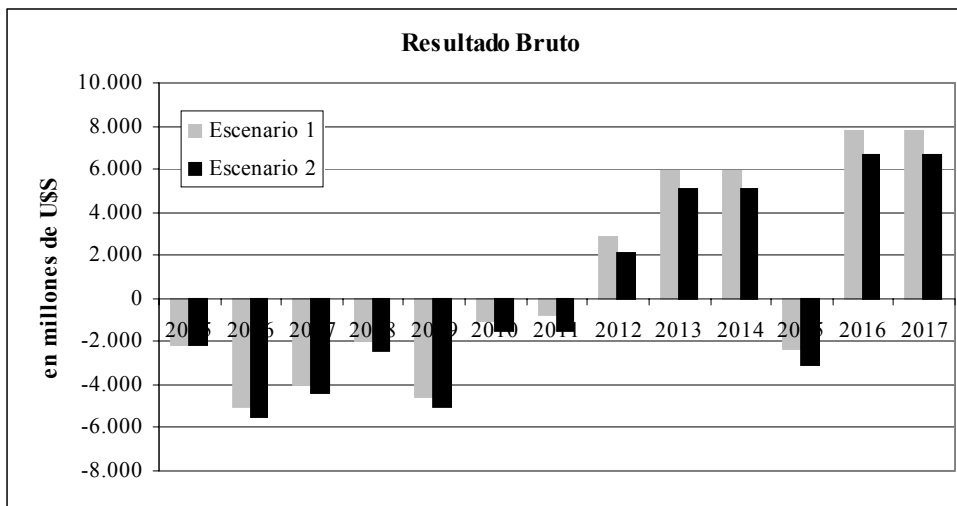
Como puede notarse, la consideración del Escenario 2 implicaría, en relación al Escenario 1:

- ✓ *un empeoramiento de los Resultados Brutos* (en términos acumulados, por U\$S 8.252 millones durante los primeros 13 años), dado que se necesitaría cubrir los mayores gastos (el pago de los bonos Par 2 y Discount 2) con la misma fuente de recursos.
- ✓ *un incremento de las emisiones de Bonos de “Roll-Over”* (en términos acumulados, por U\$S 6.094 millones), resultante de: el empeoramiento de los Resultados Brutos, y los mayores egresos derivados de los Servicios de Capital e Intereses devengados por la más elevada emisión de dichos bonos de refinanciación.

Gráfico N° 1

Resultado Bruto

(En millones de U\$S)

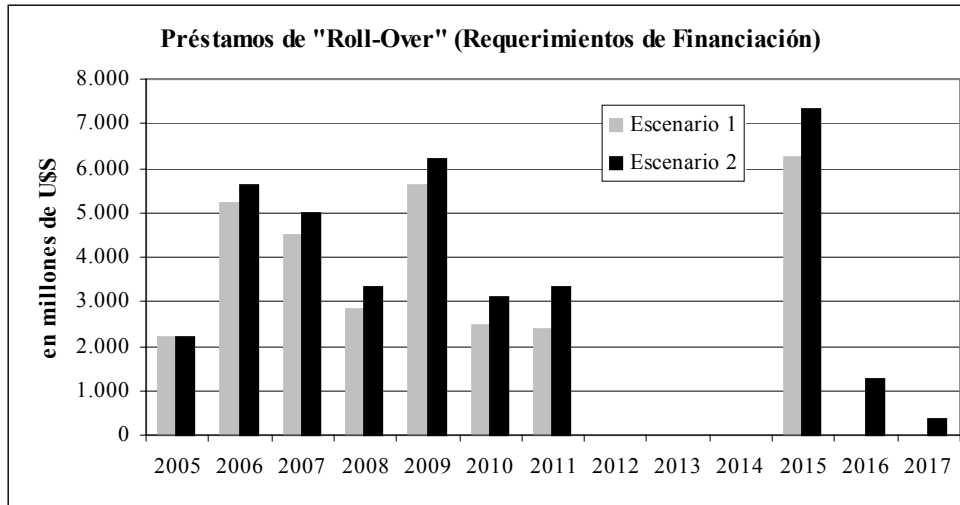


Fuente: Elaboraciones propias.

Gráfico N° 2

Préstamos de "Roll-Over" (Requerimientos de Financiación)

(En millones de U\$S)



Fuente: Elaboraciones propias.

Los resultados de ambos escenarios están sujetos al comportamiento de algunas variables nominales, tales como el tipo de cambio, CER y PBI. En los puntos 1, 2 y 3, a continuación, se estima el impacto en las proyecciones del período 2006-2009 que producen distintas trayectorias de las variables indicadas.

1. Variación del tipo de cambio

Como se mencionó en el apartado de Supuestos Macroeconómicos, se trabajó con el tipo de cambio del 30 de Junio de 2005, de **2,887** pesos por dólar, utilizado por la ONCP en la elaboración de las proyecciones de los servicios de la Deuda en Situación de Pago Regular y de la Deuda Pendiente de Reestructuración. Por su parte, la Ley de Presupuesto 2006 proyectó para 2006 una relación peso / dólar de 2,97, para 2007 de 3,03 y para 2008 de 3,12, es decir un incremento del tipo de cambio nominal del 8,1% entre 2005 y 2008, respecto de ese valor utilizado por la ONCP.

El efecto en los cuatro primeros años, de trabajar con los valores que proyecta la Ley de Presupuesto 2006, en comparación a los que se utilizó en el Modelo, en términos de moneda doméstica, se detalla en el Cuadro N° 35.

Cuadro N° 35

Efecto Tipo de Cambio sobre los Flujos de los bonos y préstamos en US\$

(En millones de \$)

	2005	2006	2007	2008	2009
tipo de cambio (peso / US\$)	2.887	2.887	2.887	2.887	2.887
<i>CAPITAL</i>	6.561	12.470	12.800	11.162	9.969
BIRF	1.476	3.132	3.242	2.944	2.511
BID/FIDA	825	4.281	4.524	3.167	2.385
OTROS	6	38	69	88	110
Boden en dólares	4.239	5.001	4.955	4.955	4.955
Par en dólares	0	0	0	0	0
Descuento en dólares	0	0	0	0	0
Bocon en dólares, y otros	16	19	10	8	8
<i>INTERESES</i>	2.241	4.524	4.089	3.545	3.458
BIRF	458	931	811	671	549
BID/FIDA	821	1.468	1.300	1.067	937
OTROS	9	36	51	52	49
Boden en dólares	601	1.372	1.191	998	799
Par en Dólares	126	252	252	252	363
Discount en Dólares	223	461	481	502	758
Bocon en dólares, y otros	2	4	3	3	3
Total	8.802	16.995	16.889	14.707	13.427
Total Período 2005-2009					70.820

	2005	2006	2007	2008	2009
tipo de cambio (peso / US\$)	2.887	2.970	3.030	3.120	3.120
<i>CAPITAL</i>	6.561	12.829	13.434	12.063	10.774
BIRF	1.476	3.222	3.402	3.182	2.714
BID/FIDA	825	4.404	4.748	3.423	2.577
OTROS	6	39	72	95	119
Boden en dólares	4.239	5.145	5.201	5.355	5.355
Par en dólares	0	0	0	0	0
Descuento en dólares	0	0	0	0	0
Bocon en dólares, y otros	16	20	11	8	9
<i>INTERESES</i>	2.241	4.654	4.292	3.831	3.737
BIRF	458	958	851	726	594
BID/FIDA	821	1.510	1.365	1.153	1.012
OTROS	9	37	53	57	53
Boden en dólares	601	1.411	1.250	1.078	863
Par en Dólares	126	259	264	272	392
Discount en Dólares	223	474	505	543	819
Bocon en dólares, y otros	2	4	3	3	3
Total	8.802	17.483	17.726	15.894	14.510
Total Período 2005-2009					74.416

	2005	2006	2007	2008	2009
Superávit Fiscal Disponible	16.558	17.819	19.753	21.875	24.105
PBI Nominal Proyección	551.937	593.974	658.426	729.180	803.483
Porcentaje Disponible	3%	3%	3%	3%	3%

	2005	2006	2007	2008	2009
Superávit Fiscal Disponible	16.558	17.819	19.753	21.875	24.105
PBI Nominal Proyección	551.937	593.974	658.426	729.180	803.483
Porcentaje Disponible	3%	3%	3%	3%	3%

	2005	2006	2007	2008	2009
Flujos de Capital e Intereses / Superávit Disponible	53%	95%	86%	67%	56%

	2005	2006	2007	2008	2009
Flujos de Capital e Intereses / Superávit Disponible	53%	98%	90%	73%	60%

Fuente: Elaboraciones propias.

De estas nuevas proyecciones surge que el incremento del 8,1% en la relación peso / dólar, que consigna el Presupuesto, implicaría:

- un incremento de los egresos, en pesos, para afrontar los flujos de capital e intereses de los bonos y préstamos que se detallan, de \$70.820 millones a \$74.416 millones (es decir de \$3.596 millones), sólo durante los primeros cuatro años (de 2006 a 2009),

- y una elevación de la relación total “Flujos de Capital e Intereses / Superávit Disponible”, suponiendo fijos los valores del PBI Nominal y el porcentaje (3%) sobre el mismo a dedicar al pago de los servicios de la Deuda Pública, del 71% al 74% (es decir de 3 puntos porcentuales), nada más que entre 2006-2009.

2. Variación del CER

Como se indicó en el apartado de Supuestos Macroeconómicos, se trabajó con una serie compuesta por dos distintas fuentes de información:

- para el período 2005-2008: los datos proyectados según las tasas de crecimiento del IPC de la Ley de Presupuesto 2006;
- para el período 2009-2045: los datos obtenidos según las tasas de crecimiento proyectadas en el Modelo de Sustentabilidad del Ministerio de Economía y Producción.

En este cálculo de sensibilidad y para el lapso 2006 y 2009, se aplicó al Coeficiente de Estabilización de Referencia una variación anual igual a la observada en 2005, del 11,8%, en lugar de las tasas de crecimiento mencionadas en el párrafo precedente.

El efecto en los cuatro primeros años, de trabajar con esta tasa de crecimiento, en comparación a las utilizadas en el Modelo, en términos de moneda doméstica, se detalla en el Cuadro N° 36.

Cuadro N° 36

Efecto CER sobre los Flujos de los bonos y préstamos en \$

(En millones de \$)

	2005	2006	2007	2008	2009
tipo de cambio (peso / US\$)	2.887	2.887	2.887	2.887	2.887
CER	1,82	1,98	2,14	2,31	2,43
Variación IPC	11,8%	9,1%	8,1%	7,5%	5,5%
coeficiente de ajuste	1,12	1,22	1,32	1,42	1,49
CAPITAL	3.684	8.361	7.325	6.252	16.819
Préstamos Garantizados en pesos + CER	1.947	4.569	4.188	3.914	15.271
Boden en pesos + CER	1.738	3.792	3.137	2.338	1.548
Par en pesos + CER	0	0	0	0	0
Discount en pesos + CER	0	0	0	0	0
Cuasi-Par en pesos + CER	0	0	0	0	0
Letra Intransferible del BCRA	0	0	0	0	0
INTERESES	1.312	4.210	4.487	4.596	4.855
Préstamos Garantizados en pesos + CER	822	1.855	2.027	2.012	1.801
Boden en pesos + CER	187	351	297	262	232
Par en pesos + CER	21	46	50	54	82
Discount en pesos + CER	282	616	666	716	1.099
Cuasi-Par en pesos + CER	0	0	0	0	0
Letra Intransferible del BCRA	0	1.342	1.447	1.551	1.641
Total	4.996	12.571	11.812	10.847	21.673
Total Periodo 2005-2009	61.900				

Superávit Fiscal Disponible	16.558	17.819	19.753	21.875	24.105
PBI Nominal Proyección	551.937	593.974	658.426	729.180	803.483
Porcentaje Disponible	3%	3%	3%	3%	3%

Flujos de Capital e Intereses / Superávit Disponible	30%	71%	60%	50%	90%
--	-----	-----	-----	-----	-----

	2005	2006	2007	2008	2009
tipo de cambio (peso / US\$)	2.887	2.887	2.887	2.887	2.887
CER	1,82	2,03	2,27	2,54	2,84
Variación IPC	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
coeficiente de ajuste	1,12	1,25	1,40	1,56	1,74
CAPITAL	3.684	8.564	7.756	6.882	19.610
Préstamos Garantizados en pesos + CER	1.947	4.680	4.434	4.308	17.805
Boden en pesos + CER	1.738	3.884	3.322	2.574	1.804
Par en pesos + CER	0	0	0	0	0
Discount en pesos + CER	0	0	0	0	0
Cuasi-Par en pesos + CER	0	0	0	0	0
Letra Intransferible del BCRA	0	0	0	0	0
INTERESES	1.312	4.312	4.751	5.059	5.661
Préstamos Garantizados en pesos + CER	822	1.901	2.146	2.214	2.100
Boden en pesos + CER	187	359	315	289	271
Par en pesos + CER	21	48	53	59	95
Discount en pesos + CER	282	631	705	788	1.282
Cuasi-Par en pesos + CER	0	0	0	0	0
Letra Intransferible del BCRA	0	1.374	1.532	1.708	1.913
Total	4.996	12.876	12.508	11.940	25.270
Total Periodo 2005-2009	67.591				

Superávit Fiscal Disponible	16.558	17.819	19.753	21.875	24.105
PBI Nominal Proyección	551.937	593.974	658.426	729.180	803.483
Porcentaje Disponible	3%	3%	3%	3%	3%

Flujos de Capital e Intereses / Superávit Disponible	30%	72%	63%	55%	105%
--	-----	-----	-----	-----	------

Fuente: Elaboraciones propias.

Se observa que una variación anual constante del 11,8% en el CER, entre 2006 y 2009, implicaría:

- un incremento de los egresos, en pesos, para afrontar los flujos de capital e intereses de los bonos y préstamos que se detallan, de \$61.900 millones a \$67.591 millones (es decir de \$5.691 millones), sólo durante esos primeros cuatro años,
- y una elevación de la relación total “Flujos de Capital e Intereses / Superávit Disponible”, suponiendo fijos los valores del PBI Nominal y el porcentaje (3%) sobre el mismo a dedicar al pago de los servicios de la Deuda Pública, del 62% al 68% (es decir de 6 puntos porcentuales), nada más que entre 2006-2009.

Cuadro N° 37

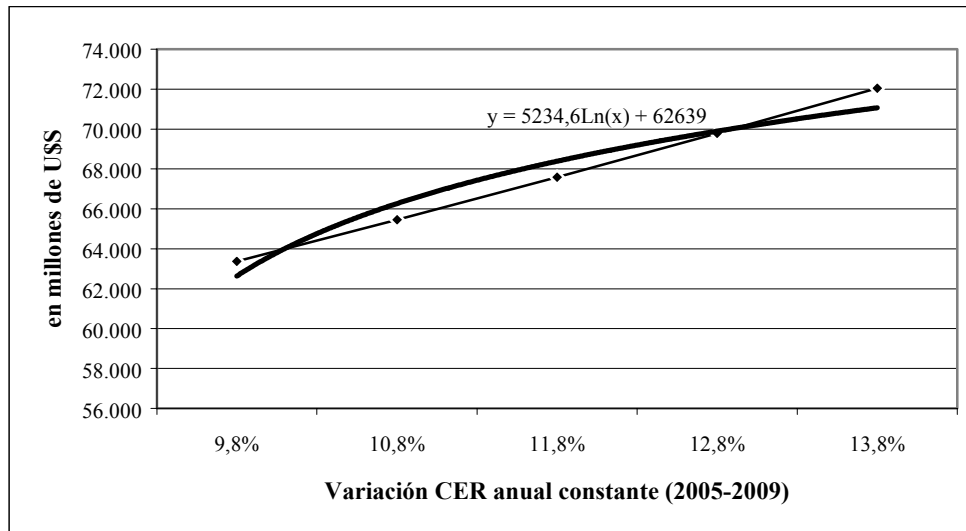
Sensibilidad del Efecto CER sobre los Flujos de los bonos y préstamos en \$

(En millones de \$)

Variación CER(*)	Flujos Totales (**)	Variación Flujos Totales
9,8%	63.371	1.471
10,8%	65.452	3.552
11,8%	67.591	5.691
12,8%	69.790	7.890
13,8%	72.051	10.151

(*) Anual constante, durante el período 2005-2009

(**) De los bonos y préstamos elegidos para el análisis



Fuente: Elaboraciones propias.

El Cuadro N° 37 muestra la evolución de los flujos totales o acumulados de los bonos y préstamos ajustables por CER, durante 2005-2009, para distintas variaciones anuales constantes del CER. Del mismo surge que la sensibilidad de los flujos totales a la tasa de crecimiento del CER *es bastante alta*, puesto que por cada aumento de la tasa en cien puntos básicos por año durante ese período, los egresos para afrontar *sólo* los servicios de esos instrumentos se incrementarían entre \$2.000 y \$2.200 millones respecto de lo que habría que pagarse por ellos si se cumpliera la hipótesis de evolución del CER utilizada en el Modelo de Sustentabilidad.

3. Variación del PBI nominal

Como se indicó en el apartado de Supuestos Macroeconómicos, se trabajó con una serie compuesta por dos distintas fuentes de información:

- para el período 2005-2008: los datos proyectados según las tasas de crecimiento del IPC de la Ley de Presupuesto 2006;
- para el período 2009-2045: los datos obtenidos según las tasas de crecimiento proyectadas en el Modelo de Sustentabilidad del Ministerio de Economía y Producción.

En este cálculo de sensibilidad, para el lapso 2006 y 2009, se utilizó una variación anual estimada sensiblemente inferior, del 7,50%, en lugar de las tasas de crecimiento que surgen de los datos de PBI nominal (13,07% para 2006, 10,85% para 2007, 10,75% para 2008 y 10,19% para 2009), a la vez que se supuso que se mantienen sin modificaciones las proyecciones de variación del IPC originales (9,1% para 2006, 8,1% para 2007 y 7,5% para 2008 y 5,50% para 2009).

El efecto de estas caídas sucesivas del PBI en términos de las variables relevantes, en comparación a las que determinó originalmente en el Modelo, se detalla en el Cuadro N° 38.

Cuadro N° 38

Efecto PBI nominal sobre las variables más importantes

(En millones de U\$S)

RESULTADOS DE LA SUSTENTABILIDAD - RESUMEN						
	Títulos Ligados al PBI y Recompras de Títulos de D.P.					Acumulado
	2005	2006	2007	2008	2009	
Crecimiento PBI Nominal	17,35%	13,07%	10,85%	10,75%	10,19%	
Escenario 1	0	-335	-393	-268	-237	-1.232
Escenario 2	0	-335	-393	-268	-237	-1.232
	Superávit Fiscal Primario Disponible					Acumulado
	2005	2006	2007	2008	2009	
Crecimiento PBI Nominal	17,35%	13,07%	10,85%	10,75%	10,19%	
Escenario 1	2.729	6.172	6.842	7.577	8.349	31.670
Escenario 2	2.729	6.172	6.842	7.577	8.349	31.670
	Resultado Bruto (Ingresos Totales menos Egresos Totales)					Acumulado
	2005	2006	2007	2008	2009	
Crecimiento PBI Nominal	17,35%	13,07%	10,85%	10,75%	10,19%	62,21%
Escenario 1	-2.184	-5.045	-3.998	-2.013	-4.608	-17.847
Escenario 2	-2.184	-5.455	-4.422	-2.451	-5.060	-19.572
	Préstamos de "Roll-Over" (Requerimientos de Financiación)					Acumulado
	2005	2006	2007	2008	2009	
Crecimiento PBI Nominal	17,35%	13,07%	10,85%	10,75%	10,19%	62,21%
Escenario 1	2.184	5.198	4.514	2.846	5.640	20.382
Escenario 2	2.184	5.608	4.967	3.344	6.187	22.291

RESULTADOS DE LA SUSTENTABILIDAD - RESUMEN						
	Títulos Ligados al PBI y Recompras de Títulos de D.P.					
	2005	2006	2007	2008	2009	Acumulado
Crecimiento PBI Nominal	17,35%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	
Escenario 1	0	-335	0	0	0	-335
Escenario 2	0	-335	0	0	0	-335
	Superávit Fiscal Primario Disponible					
	2005	2006	2007	2008	2009	Acumulado
Crecimiento PBI Nominal	17,35%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	
Escenario 1	2.729	5.868	6.308	6.782	7.290	28.978
Escenario 2	2.729	5.868	6.308	6.782	7.290	28.978
	Resultado Bruto (Ingresos Totales menos Egresos Totales)					
	2005	2006	2007	2008	2009	Acumulado
Crecimiento PBI Nominal	17,35%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	47,35%
Escenario 1	-2.184	-5.349	-4.141	-2.546	-5.439	-19.659
Escenario 2	-2.184	-5.759	-4.565	-2.983	-5.892	-21.384
	Préstamos de "Roll-Over" (Requerimientos de Financiación)					
	2005	2006	2007	2008	2009	Acumulado
Crecimiento PBI Nominal	17,35%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	47,35%
Escenario 1	2.184	5.502	4.679	3.411	6.544	22.320
Escenario 2	2.184	5.912	5.132	3.909	7.092	24.229

Fuente: Elaboraciones propias.

Como puede observarse, en montos acumulados (durante el período 2006-2009), tanto en el Escenario 1 como en el Escenario 2:

- los Títulos Ligados al PBI y Recompras de Títulos de Deuda Pública, como es previsible, caerían en U\$S 897 millones,
- pero el Superávit Fiscal Primario Disponible también se reduciría, en U\$S 2.692 millones, lo cual:
- empeoraría el Resultado Bruto en U\$S 1.812 millones (valor muy próximo, como podía esperarse, al efecto neto de la caída en los pagos de los Títulos Ligados al PBI y Recompras de Títulos de Deuda Pública y la reducción del Superávit Fiscal Primario Disponible²⁶),

²⁶ Se refiere a la diferencia, de U\$S 1.795 millones, producida por el ahorro por Títulos y Recompras, de U\$S 897 millones, y la caída del superávit fiscal primario (debido a la reducción del PBI) de U\$S 2.692 millones.

- y también incrementaría los Requerimientos de Financiación (Préstamos de “Roll-Over”), en U\$S 1.938 millones.

VI. RESUMEN Y CONCLUSIONES

La República Argentina declaró el diferimiento de pagos de la deuda pública hacia fines del año 2001, cuando la economía manifestaba una crisis; la reestructuración del segmento conformado por los bonos concluyó en mayo de 2005 con un 76,15 % de aceptación que permitió reducir en 65,6% el valor nominal de la deuda y en 39,25 % el VPN²⁷.

La oferta de la República Argentina se compone de tres títulos: *Par*, con vencimiento en diciembre de 2038 y sin quita de capital; *Discount*, con vencimiento en diciembre de 2033 y 66,3% de quita de capital, y *Cuasipar*, con vencimiento en diciembre de 2045 y 30,1% de quita de capital; y de los *Títulos vinculados al PBI*, con vencimiento en diciembre de 2035, también forma parte de la propuesta el pago en efectivo de los intereses devengados e impagos hasta, pero sin incluir, el 31 de diciembre de 2001.

Los bonos mencionados incluyeron novedades en sus condiciones de emisión, tales como las *Cláusulas del Inversor más favorecido* y de *Acción colectiva (CAC)*; los *compromisos de Recompra de los bonos nuevos con el Excedente de Capacidad de Pago* y con el *Excedente del PBI*; el *Fideicomiso para asegurar la percepción de los servicios de pago de los bonos*.

En el curso de la implementación del canje, un acreedor de la deuda pública externa de la Argentina solicitó una medida precautoria a fin de resguardar sus intereses y evitar que una vez dictada la sentencia en los tribunales del Estado de Nueva York el recupero de su acreencia se tornara ilusoria. Estos hechos, desarrollados entre el 29 de marzo de 2005 y el 13 de mayo de 2005, cuando se levantó el embargo, interrumpieron el desenvolvimiento del cronograma

estipulado. La causa fue resuelta por la Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito de los EE.UU. quien, entre los aspectos más destacados de su resolución, indicó que la traba del embargo implica un riesgo sustancial para el proceso de reestructuración de deuda y que ésta es de vital importancia para la salud económica de una Nación. El tribunal omitió pronunciarse sobre la naturaleza de los bonos viejos, la susceptibilidad de los mismos para ser objeto de embargo y a quién corresponde su propiedad.

A los efectos de la Propuesta de Canje de Enero de 2005, la Argentina reconoció como Deuda Elegible el stock de capital residual de los Títulos Públicos en moneda local y extranjera (U\$S 79.700 millones) y los intereses devengados por dichos títulos al 31 de diciembre de 2001 que permanecían impagos (U\$S 2.100 millones), lo que ascendió a U\$S 81.836 millones, valuados a los tipos de cambio del 31 de diciembre de 2003.

La propuesta previó dos Escenarios diferenciados entre sí por el nivel de aceptación del público siendo privilegiado el Escenario de mayor participación con una oferta más abultada de bonos Par (sin quita de capital). El *Escenario I* prometía ofrecer U\$S 38.500 millones si la aceptación era igual o inferior al 70% del monto elegible y, por su parte, el *Escenario II* llevaba la oferta a U\$S 41.800 millones, de producirse una aceptación superior al 70% del monto elegible.

La Propuesta de Canje tuvo una adhesión del 76,15%, que, de este modo, materializó el Escenario II, por un monto de U\$S 62.318 millones. La emisión se conformó con U\$S 15.000 millones de Bonos Par; U\$S 11.931 millones de Bonos Discount, y U\$S 8.329 millones de Bonos Cuasipar. Se entregaron los *Títulos vinculados al PBI*, se abonaron intereses por U\$S 644,83 millones y se capitalizaron intereses por U\$S 759,42 millones. A continuación, en los Cuadros N° 39 y N° 40, se resumen los resultados del Canje.

²⁷ Según lo informado en *Oferta de Canje-Anuncio Final, 18 de marzo de 2005*.

Cuadro N° 39**Resultados del Canje – Bonos instrumentados a través del Fideicomiso**

(En millones de U\$S)

Nombre	Ley	Moneda	Monto	Ajuste por CER	Unidad ligada al crecimiento del PBI
Bono Par	NY	dólar	5.313,00	No	Sí
Bono Par	Londres	euro	6.390,00	No	Sí
Bono Discount	NY	dólar	3.088,00	No	Sí
Bono Discount	Londres	euro	2.879,00	No	Sí
Total			17.670,00		

*Fuente: República Argentina, Oferta de Canje - Anuncio Final, 18/03/05***Cuadro N° 40****Resultados del Canje – Bonos no instrumentados a través del Fideicomiso**

(En millones de U\$S)

Nombre	Ley	Moneda	Monto	Ajuste por CER	Unidad ligada al crecimiento del PBI
Bono Par	Argentina	dólar	1.249,00	No	Sí
Bono Par	Argentina	peso	1.853,00	Sí	Sí
Bono Par	Japón	yen	195,00	No	Sí
Bono Discount	Argentina	dólar	566,00	No	Sí
Bono Discount	Argentina	peso	5.344,00	Sí	Sí
Bono Discount	Japón	yen	54,00	No	Sí
Bonos Cuasi-Par	Argentina	peso	8.329,00	Sí	Sí
Total			17.590,00		

Fuente: República Argentina, Oferta de Canje - Anuncio Final, 18/03/05

La diferencia entre los U\$S 81.839 millones de deuda elegible y los U\$S 62.318 millones aceptados en el canje, es decir U\$S 19.521 millones, es la **Deuda Elegible no Ingresada al Canje**, o **holdouts** y puede, por el momento, considerarse como un riesgo eventual que dejó, como subproducto, la reestructuración.

Se desarrolló un modelo para medir la sustentabilidad de la deuda pública posterior al canje que relaciona la suficiencia de los recursos del Superávit Fiscal Primario Disponible para atender:

- ✓ los servicios de la Deuda en Situación de Pago Regular,

- ✓ los servicios de la Deuda Pendiente de Reestructuración, conformada por Préstamos (y sus correspondientes Atrasos) de Organismos Oficiales (Club de París, Bilaterales, de la Banca Comercial) y de Otros,
- ✓ en un horizonte de largo plazo estimado en 41 años (dada la vida de los Bonos emitidos en el marco de la Propuesta de reestructuración del gobierno).

Se formularon dos Escenarios para la evaluación de la sustentabilidad, cuyos resultados se presentan a continuación:

Escenarios 1 y 2 (Resumen de Resultados):

El Escenario 1 suponía la **refinanciación del 100%** de los servicios totales derivados de las deudas con Organismos Oficiales y Otros Bilaterales y de los Títulos Públicos Elegibles no ingresados al Canje; y el Escenario 2 suponía la refinanciación de los servicios totales derivados de las deudas con Organismos Oficiales y Otros Bilaterales mediante **un bono similar al Par utilizado en el Canje (Par 2 en U\$S)**, y de los servicios totales derivados de los Títulos Públicos Elegibles no ingresados al Canje, mediante **un bono similar al Discount utilizado en el Canje (Discount 2 en U\$S)**:

Cuadro N° 41

Resumen de Resultados

(En millones de U\$S)

RESULTADOS DE LA SUSTENTABILIDAD - RESUMEN														
Escenario	Resultado Bruto (Ingresos Totales menos Egresos Totales)													
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Acumulado
Escenario 1	-2.184	-5.045	-3.998	-2.013	-4.608	-1.060	-803	2.893	5.897	5.895	-2.314	7.794	7.786	8.240
Escenario 2	-2.184	-5.455	-4.422	-2.451	-5.060	-1.528	-1.548	2.134	5.124	5.107	-3.117	6.699	6.690	-12
Escenario	Préstamos de "Roll-Over" (Requerimientos de Financiación)													
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Acumulado
Escenario 1	2.184	5.198	4.514	2.846	5.640	2.487	2.404				6.267			31.540
Escenario 2	2.184	5.608	4.967	3.344	6.187	3.089	3.325				7.310	1.277	342	37.634

Fuente: Elaboraciones propias.

Como puede observarse, la consideración del Escenario 2 implicaría:

- ✓ un empeoramiento de los Resultados Brutos, dado que se necesitaría cubrir los mayores gastos (el pago de los bonos Par 2 y Discount 2) con la misma fuente de recursos.

- ✓ un incremento de las emisiones de Bonos de Roll-Over, resultante de: el empeoramiento de los Resultados Brutos, y los mayores egresos derivados de los Servicios de Capital e Intereses devengados por la más elevada emisión de dichos bonos de refinanciación.

Buenos Aires, 07 de marzo 2006.