



**43 Jornadas Nacionales de Administración Financiera**  
Septiembre 21 y 22, 2023

## **Análisis financiero del nuevo canje de deuda por decretos 163 y 164/2023 y la consulta posterior a la UBA**

**José Luis Parenti**

*Universidad Nacional de Rosario*

Para comentarios:  
[jparenti@fcecon.unr.edu.ar](mailto:jparenti@fcecon.unr.edu.ar)

Desde fines del año pasado, a los riesgos de la economía argentina se suma una sequía muy importante. El impacto reduce las expectativas de ingresos en más de 20 mil millones de dólares, en un país con problemas de dominancia fiscal, sin reservas, con déficit estructural, inflación de tres dígitos y fuera del crédito voluntario, entre otras dificultades.

En la economía mundial, vemos a la Fed priorizando la estabilidad financiera producto del riesgo sistémico latente, aunque su objetivo central sean la inflación y el empleo. Como lo ha expresado hace varios años Timothy Geithner, ex secretario del Tesoro de los Estados Unidos, la banca es cualquier cosa que conlleve la financiación de “activos a largo plazo, de riesgo y hasta cierto punto sin liquidez” con “responsabilidades a muy corto plazo”. Es claro que, llegado el momento de inestabilidad, la lucha contra la inflación pasa a ser secundaria.

En esta coyuntura, el gobierno emite dos decretos que obligan a las agencias públicas a deshacerse de sus tenencias de bonos denominados en dólares en un intento por apuntalar sus escasas reservas. Los bancos estatales y la Administración Nacional del Seguro Social (ANSES) deben canjear el 100 por ciento de sus tenencias de bonos extranjeros bajo la ley de Nueva York por deuda denominada en pesos, según decretos 163 y 164 publicados en el Boletín Oficial el 22 de marzo de 2023.

En días posteriores el gobierno realiza una consulta a la UBA. En mi opinión, la misma induce a un análisis parcial y contiene preguntas sesgadas sobre tentativos impactos contables, evitando la cuestión de fondo. Estas consultas, motivan a este breve análisis financiero.

En su artículo 2, la norma indica: *Disponerse que las Jurisdicciones, Entidades y Fondos alcanzados por las previsiones del artículo 1° del presente decreto deberán proceder a la venta o subasta de sus tenencias de los títulos públicos nacionales denominados y pagaderos en dólares estadounidenses identificados en el ANEXO I (IF-2023-18678902-APN-SF#MEC) que forma parte integrante de la presente medida, considerando la cartera de tenencias a la fecha de entrada en vigencia del presente decreto.*

Por su parte, el artículo expresa: *Disponerse que las tenencias de títulos públicos denominados y pagaderos en dólares estadounidenses identificados en el ANEXO II (IF-2023-18678890-APN-SF#MEC) que se encuentren en poder de las Jurisdicciones, Entidades y Fondos alcanzados por las previsiones del artículo 1° deberán ser entregadas en canje al TESORO NACIONAL por los títulos públicos emitidos en virtud del artículo 5°.*

Suponiendo que el canje de los bonos globales contemplados en el Anexo I por el Bono Dual 2036 se realizará en una relación 1 a 1 a valor técnico, es decir, este entregue títulos de deuda y reciba otros títulos de deuda, con rendimientos similares ponderados por el riesgo (plazo, moneda, cupón, ley aplicable, etc.), el impacto de esta operación, llamada *swap debt to debt*, sería neutro. Aun tomando este supuesto como válido, *el primer efecto relevante estaría en transferir deuda que está en el sector intergubernamental a manos privadas, resultando un aspecto negativo sobre la deuda pública realizar este cambio de acorredor.*

Otro punto a observar surge de la afirmación que indica la consulta, cuando plantea que la venta o subasta será con “mecanismos transparentes y competitivos que aseguren condiciones de mercado”.

Al respecto, el decreto indica que las ventas o subastas serán llevadas a cabo por la entidad que determine el Ministerio de Economía bajo los términos y condiciones que este disponga, por cuenta y orden de los organismos antes referidos. La norma prosigue e indica, *El MINISTERIO DE ECONOMÍA será el encargado de establecer los términos y condiciones de la operación de canje antes mencionada. Estas operaciones de canje no estarán alcanzadas por las disposiciones del artículo 65 de la Ley N° 24.156 de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional y sus modificaciones*

Según lo redactado y transcrito del artículo 3, deja bastante discrecionalidad al mecanismo, pudiendo favorecer a personas determinadas alejándose de la afirmación que indica el texto de la consulta.

Otro eje de la consulta a la UBA señala, dado que los organismos del sector público valorizan su cartera en pesos a precios de mercado, y teniendo en cuenta las consideraciones antes expuestas, es “¿la operación de venta de los títulos del Anexo I y posterior suscripción del Bono Dual 2036 puede suponer una pérdida en el valor de cartera de los organismos alcanzados por el Decreto? Caso contrario, ¿podría establecer los rangos de revalorización patrimonial tomando como referencia los precios de cierre del mercado secundario del día de la fecha?”. “¿Puede suponer este canje una pérdida en el valor de cartera de los organismos alcanzados por el Decreto? Caso contrario, ¿podría establecer los rangos de revalorización patrimonial tomando como referencia los precios de cierre del mercado secundario del día de la fecha?”.

*Tiene sentido consultar posibles efectos o rangos en la valuación de activos financieros en el futuro, que dependen de variables endógenas y exógenas; más aún cuando la pregunta se orienta a una disposición que distorsiona el criterio de valuación cambiando la misma a valor técnico.<sup>1</sup> La respuesta es obvia y sin sentido alguno en una argentina que abusa de los análisis nominales e insiste con una visión administrativa de la economía.*

Para tomar datos de la realidad financiera, dejando de lado normas de valuación contable, observemos la tasa de retorno al vencimiento del AL30D, cercana al 50.85% por estos días y un valor de paridad del 22.72%.

Ticker	U\$D	%Var	Par	TIR
AL29D:	23,20	-2,1	23,11	53,57%
AL30D:	22,751	-2,8	22,72	50,85%
GD30D:	26,26	-1,6	26,28	44,06%
AL35D:	22,40	-0,7	22,28	28,90%
AE38D:	25,90	-1,5	25,83	31,12%
AL41D:	23,10	-2,7	22,92	27,56%

*Si el ministerio vende a estos precios a manos privadas como indicamos, la interpretación financiera correcta es que el Estado convalida costo de la deuda en esa tasa interna de retorno que ronda el 55%.*

<sup>1</sup> Recordemos que el valor técnico de un título público es el valor residual (capital adeudado) más los intereses corridos. En la actualidad, el valor técnico es muy superior al precio de mercado. La paridad es el valor de cotización dividido por su valor técnico.

Considero muy oportuno recordar que el verdadero costo de deuda en un emisor soberano resulta de la TIR cotiza la misma y no la tasa cupón como confundía el ministro Martín Guzmán en el canje que lideró.<sup>2</sup> Es un error conceptual sostener que el costo de la deuda de un país está dado por la tasa cupón.

Una nueva evidencia de esto se vio después del canje del ex ministro, cuando Argentina no pudo lograr una TIR razonable. Insisto, lo que no se paga vía cupón, se paga por capital adeudado al vencimiento si la intención es que no haya default. Claramente, no tener rollover de la deuda pública aumenta la posibilidad de incumplir y condiciona negativamente el costo del financiamiento a proyectos de inversión privado en nuestra jurisdicción. Esto es una explicación sobre la negatividad que implica el cambio de acreedor.

Siguiendo este argumento, los supuestos inversores privados que demandarán estos títulos, podrían obtener el rendimiento que pretenden del bono porque si el gobierno no se los paga vía cupón tendrá que pagárselos vía ganancia de capital. *¿Si el estado no logra el rollover de deuda cuando lleguen los vencimientos de capital en el 2024, estaríamos complicando la nueva reestructuración?*

En otros términos, resulta obvio que muchos privados que compren un bono con TIR del 55% y paridad del 23% estimen una tasa de rendimiento real menor, ya que contemplan posibles reestructuraciones y/o default. *¿Cuál es el perfil de inversor privado que compra este tipo de deuda que cotiza con descuentos del 77% en mercados que se denominan stand-alone?, ¿dada estas condiciones, estaríamos incentivando cambiar el perfil de acreedores de intergubernamental a fondos buitres o que litigan ley internacional?*

Para terminar con este primer análisis, es importante resaltar que solo unos meses antes, el Ministerio de Economía, cuando compró bonos a una paridad de 36% en promedio, realizó la operación inversa. *Lo paradójico es que, a partir de estos decretos, el gobierno podría vender títulos a una paridad de 23% si nos guiamos por los precios actuales, cuando hace unos días recompró a 36%.*

*En paralelo ordena contabilizar a un valor muy superior los títulos canjeados y consulta sobre el posible impacto en estados contables. Quien tiene bonos a una paridad del 23% o un descuento del 77%, los suele denominar bonos basura porque los privados lo venden a esos precios. Ahora, si el estado los vende a ese precio, ¿es porque piensa que no se pueden pagar, porque los pagará otro gobierno, o porque se queda sin reservas para intervenir en el precio del dólar financiero sin medir el impacto de ello?*

Comprendiendo las restricciones de la economía argentina, sumo estas reflexiones con el fin de aportar argumentos y contribuir a evitar mecanismos enunciados como angelicales y bien intencionados, pero que son fuentes de *financiamiento de descarte*. Estas fuentes podrían dar lugar a nuevas distorsiones e intervenciones con costos ocultos para la sociedad dentro del marco de políticas económicas que ha estado implementando la actual administración.

Es raro que un médico ofrezca una medicación sin advertir sobre los potenciales efectos secundarios negativos. A menudo, vemos a políticos vendiendo ideas sin explicar los problemas que pueden surgir. Es función de la universidad abordar esta cuestión. En medio de la actual coyuntura económica, caracterizada por la dominancia fiscal, una alta inflación, distorsiones en

---

<sup>2</sup> Era inaceptable desde el concepto técnico que un Ministro de la Nación confundía quita con pérdida de valor actual de la deuda y los cupones ofrecidos. De esa manera, se omitía el costo real de la deuda (*exit yield* o TIR de corte).

los precios relativos y reservas netas nulas, es fundamental que la consulta no se limite únicamente al impacto contable, sino que también se aborde el tema subyacente de la gestión financiera a largo plazo. Este último es el tema central de los decretos que estamos analizando.