



Argentina: 200 años de Historia, 300 de deuda

Lic. Fernando Alvarez

El endeudamiento externo es uno de los principales condicionamientos al desarrollo autónomo y sustentable de Argentina; en ese sentido la emisión del Bono Centenario con vencimiento en el año 2117 es al menos un error que implicará para nuestro país nuevas trabas al desarrollo. Se repite así, la experiencia que condicionó gran parte del siglo XIX y del XX; por lo que Argentina, con poco más de 200 años de república independiente registra deuda por casi 300 años de duración entre 1824 y 2117, mayoritariamente en jurisdicción extranjera. En el presente artículo se muestra que más allá del cumplimiento del marco legal-formal en su emisión, este endeudamiento centenario no se justifica, repite errores del pasado, no es una estrategia utilizada generalmente por otros países y no produjo ninguna mejora en las condiciones de acceso al financiamiento necesario para solventar el desarrollo de la estructura productiva y social nacional, a fin de reducir la dependencia y modificar el rol periférico de inserción internacional de la economía argentina.

Bono Centenario – AC2117

En 2017, la República Argentina, sorprendía a propios y extraños al emitir por primera vez en su historia un título de deuda pública externa por 2.750 millones de dólares estadounidenses (USD), a un plazo de 100 años. Este bono tiene como característica que se cancelará íntegramente el 28 de junio de 2117 al vencimiento¹⁶; tiene un cupón a una tasa del 7,125% anual, pagadero en forma semestral, los 28 de junio y 28 de diciembre de cada año. Hasta ahora ya se han realizado 2 pagos, siendo el emblemático primer corte de cupón el 28/12/2017. Al título de deuda se lo denominó Bonos Internacionales de la República Argentina en dólares estadounidenses 7,125% 2117 (BIRAD USD 2117).

Dado que el bono fue colocado, por decisión del gobierno nacional, bajo la par, a un precio de emisión de USD 90 cada lámina de USD 100 nominales, **el ingreso de fondos de financiamiento nuevos al tesoro nacional fue de USD 2.471 millones**, con lo que el rendimiento (costo en tasa) asciende casi al 7,92%. Si se le suma las comisiones de los colocadores y gastos menores el costo real sube a 7,93%. Todo ello implica que cada 9 años Argentina pagará

¹⁶ Técnicamente se denomina Amortización bullet.



un monto similar al emitido, y que por tanto en la vida útil cada dólar de financiamiento obtenido por este endeudamiento les costará más de 11 dólares.

Cuadro 1: Monto, composición y servicios del Bono Centenario

Bono 2117	Deuda USD millones	Tasa acum (%)	Intereses (USD millones)		Capital en 2217 (USD M)	Total Servicios deuda en 2117
			Por año	Por 100 años		
Títulos emitidos	2.750,00	7,125	195,94	19.593,75	2.750,00	22.343,75
Precio bajo la par (-)	275,00	0,792	-	<i>En términos técnicos a la tasa del 7,93% la deuda se duplica cada 9 años</i>		
Gastos (-)	4,04	0,013	-			
Fondos Recibidos	2.470,96	7,930	195,94			

Deuda nominal emitida USD 2.750 millones	Gastos emisión	USD millones	Capital financiero neto recibido USD 2.471 millones
	Precio bajo par	275,00	
	Bancos Gestores	3,30	
	Gastos Varios	0,74	
	Total gastos	279,04	

Fuente: Ciepyc, elaboración propia en base a información oficial del Ministerio de Finanzas RA.

Características adicionales

Rescate anticipado. Argentina tendrá derecho, a su opción, y notificando con al menos 30 días de anticipación, a rescatar total o parcialmente los Bonos, en cualquier momento o en forma periódica antes de su vencimiento, a un precio de rescate igual al monto de capital de los mismos más el Monto Compensatorio, más los intereses devengados sobre el monto de capital de los Bonos hasta la fecha de rescate. Sin embargo por la cláusula especificada para el rescate, realizarlo sería una operación extremadamente cara.



Cuadro 2: Precio de rescate anticipado del Bono Centenario

Precio de Rescate anticipado de Bono 2117 (1+2+3)		
Capital (1)	Monto compensatorio (2)	Intereses devengados hasta el rescate (3)
	<p>(El valor presente de Capital e intereses a rescatar descontados a la tasa del tesoro más 50 pb) - (Monto de capital a rescatar)</p> <p>"Tasa del Tesoro" es la tasa anual igual al rendimiento al vencimiento del título o títulos del Tesoro de USA comparable, asumiendo un precio de ese título (como % de su monto de capital) igual al Precio promedio 3 días hábiles antes, de cualquiera de los 4 bancos elegibles, para esa fecha de rescate.</p>	

Fuente: Ciepypc, elaboración propia en base a información oficial de Proyectos de emisión del Ministerio de Finanzas RA.

Ello se debe a que el valor presente del capital e intereses se descuentan a la tasa de los bonos del tesoro de USA + 50 pb mientras que se ajustan hasta el cupón año 100 por la tasa del bono (7,125%), un diferencial cercano a los 500 puntos básicos entre la tasa de descuento y la tasa del bono. Donde:

Monto Compensatorio es el excedente de: (i) la suma de los valores presentes de cada pago programado remanente de capital e intereses respecto de los Bonos a ser rescatados (excluyendo los intereses devengados hasta la fecha de rescate), descontados hasta la fecha de rescate en forma semestral (asumiendo un año de 360 días consistente en doce meses de 30 días) a la Tasa del Tesoro (tal como se la define más abajo) más 50 puntos básicos sobre (ii) el monto de capital de los Bonos.

Tasa del Tesoro en cualquier fecha de rescate, es la tasa anual igual al rendimiento al vencimiento semestral equivalente o vencimiento interpolado de la Emisión del Tesoro Comparable, asumiendo un precio por la Emisión del Tesoro Comparable (expresado como un porcentaje de su monto de capital) igual al Precio del Tesoro Comparable para esa fecha de rescate.

Emisión del Tesoro Comparable es el título o títulos del Tesoro de los Estados Unidos seleccionado por un Banco de Inversión Independiente por tener el vencimiento real o interpolado más comparable con el plazo remanente de los Bonos a ser rescatados, que sería utilizado, al momento de la selección y de acuerdo con las prácticas financieras habituales, al fijar el precio de nuevas emisiones de títulos de deuda con grado de inversión de un vencimiento comparable al del plazo remanente de los Bonos.

Banco de Inversión Independiente es uno de los Intermediarios de Referencia del Tesoro designado por la República.

Precio del Tesoro Comparable en cualquier fecha de rescate es: (i) el promedio de las Cotizaciones del Intermediario de Referencia del Tesoro para esa fecha de rescate, luego de excluir la Cotización más alta y más baja de dicho Intermediario de Referencia del Tesoro (tal como se lo define más abajo) o (ii) si la República obtuviera menos de cuatro de dichas Cotizaciones de Intermediarios de Referencia del Tesoro, el promedio de todas dichas cotizaciones.

Intermediario de Referencia del Tesoro: será, Citigroup Global Markets Tnc., HSBC Securities (USA) Inc., Nomura Securities International, Inc., Deutsche Bank Securities Inc. o sus afiliadas que se dediquen principalmente a la intermediación de títulos públicos de los Estados Unidos, y sus respectivos sucesores; estipulándose que si cualquiera de los mencionados dejara de dedicarse principalmente a la intermediación de títulos públicos de los Estados Unidos en la Ciudad de Nueva York (un "Intermediario del Tesoro Principal"), la República lo sustituirá por otro Intermediario del Tesoro Principal.



Cotización de un Intermediario de Referencia del Tesoro significa, respecto de cada Intermediario de Referencia del Tesoro y cualquier fecha de rescate, el promedio, determinado por la República, de los precios de oferta y demanda de la Emisión del Tesoro Comparable (expresado en cada caso como un porcentaje del monto de capital) cotizado por escrito a la República por dicho Intermediario de Referencia del Tesoro a las 15:30 horas, hora de Nueva York del tercer día hábil anterior a dicha fecha de rescate.

Operación. La operatoria fue realizada muy confidencialmente con prospectos de oferta electrónicos de fecha 19/6/2017, a tal punto que el mercado y la prensa se anotició de los resultados de la operación antes de conocer los términos de la colocación. Sin embargo, la operación recibió órdenes de compra por USD 9.750 M de inversores institucionales de EE.UU., Europa, Asia y una porción muy pequeña entre locales, superando en 3,5 veces el monto aceptado a emitir. Seguramente, esto permitió reducir la tasa, que en principio se preveía por encima del 8%. Los bonos cotizan en el mercado de valores a partir del 28 de junio de 2017.

La operación estuvo a cargo de 4 entidades extranjeras que son “los compradores iniciales”; como Agentes de Estructuración y Colocación Conjuntos: Citigroup Global Markets inc. y HSBC Securities USA inc.; y como co-Agentes de Estructuración y Colocación Conjuntos: Nomura Securities International inc., y ,Santander Investment Securities inc.; de acuerdo a la distribución de participación expuesta en el Cuadro 3.

Cuadro 3: Participación por Colocador del Bono Centenario

Compradores Iniciales	Monto de Capital de los Bonos USD	% emisión inicial
Citigroup Global Markets Inc.	1.237.500.000	45,0%
HSBC Securities (USA) Inc.	1.237.500.000	45,0%
Nomura Securities International Inc.	137.500.000	5,0%
Santander Investment Securities Inc.	137.500.000	5,0%
Total	2.750.000.000	100,0%

Fuente: Ciepyc, elaboración propia en base a información oficial del Ministerio de Finanzas RA.

Argentina designó Fiduciario, Agente de Registro, Agente de Pago y Agente de Transferencia a The Bank of New York Mellon. Siendo los Bonos emitidos en una única serie conforme al Contrato de Fideicomiso entre el país y dicho banco. El fiduciario realizará los pagos a los tenedores registrados de los Bonos, en dólares estadounidenses.

El Jefe Global del Debt Syndicate del HSBC (Global Head of Debt Syndicate at HSBC), Adam Bothamley, informó públicamente que la operación fue ofrecida al gobierno argentino por los agentes colocadores. Si esto hubiera sido así, implicaría que la colocación no fue una demanda del tesoro nacional sino una oferta de las entidades colocadoras en base a los intereses de inversores preexistentes, aportados por esas mismas entidades. No debería extrañar,



entonces el resultado “exitoso” de la demanda por los Bonos; ya que los inversores eran preexistentes, aportados por las entidades colocadoras y la emisión respondió a las necesidades de los inversores.

La importancia de la emisión

Argentina ha emitido deuda externa en jurisdicción foránea por USD 12.750 M en el primer semestre de 2017, con lo que este bono centenario representó el 21,6% de esa emisión nominal, a la vez que representa menos del 1% del stock de deuda total que alcanzaba al momento de emisión casi USD 300 mil Millones.

Y aunque en 2017 representaba sólo el 6,8% de las necesidades financieras previstas y el 12% del déficit fiscal primario; esta colocación es una proporción significativa de la emisión programada en el mercado internacional de ese año (27,5%). Como puede observarse en el esquema del total del programa financiero 2017 oficializado a principios de 2017 por el gobierno nacional.

Cuadro 4: Participación por Colocador del Bono Centenario

Programa Financiero 2017 (millones)							
Concepto	Pesos	Dólares	% PBI	Concepto	Pesos	Dólares	% PBI
Déficit Primario	412.100	23.000	4,2%	Organismos Internacionales y Bilaterales	68.992	3.850	0,7%
Vencimientos de Intereses	154.166	8.603	1,6%	Facilidad Pivada con Bancos	107.520	6.000	1,1%
Vencimientos de Capital	362.826	20.247	3,7%	Refinanciación de LETES	80.640	4.500	0,8%
Títulos	312.310	17.428	3,2%	Mercado Local	250.880	14.000	2,6%
Organismos Internacionales y Bilaterales	50.516	2.819	0,5%	Mercado Internacional	179.200	10.000	1,8%
Ley de Reparación Histórica	-55.502	-3.100	-0,6%	Entes Públicos	35.840	2.000	0,4%
Banco Central RA (utilidades y adelantos)	-150.000	-8.400	-1,5%	Fuentes de Financiamiento	723.072	40.350	
Necesidades de Financiamiento	723.590	40.350					

Fuente: Ministerio de Finanzas, presentación programa financiero 12/1/2017.



Cumplimiento formal en el procedimiento de endeudamiento

En Argentina, las operaciones de crédito público que impliquen endeudamiento, necesariamente deben cumplimentar las normas básicas que rigen esta materia a nivel federal, que son:

2.a) La Ley N° 24.156 de Administración Financiera (LAF), en su Título III, artículos 56 a 71 y en su Decreto Reglamentario N° 1.344/07, Título III y mismos artículos, establece en particular:

Artículo 59: Ninguna entidad del sector público nacional podrá iniciar trámites para realizar operaciones de crédito público sin la autorización previa del órgano coordinador de los sistemas de administración financiera. Y aclara en su Reglamentación que "Se entiende por inicio de trámites a la solicitud de presentaciones de ofertas de financiación, como así también la consideración de ofertas de financiación presentadas por entidades financieras o proveedores".

Artículo 60: Las entidades de la administración nacional no podrán formalizar ninguna operación de crédito público que no esté contemplada en la ley de presupuesto general del año respectivo o en una ley específica que las autorice. La ley de presupuesto general debe indicar como mínimo las siguientes características de las operaciones de crédito público autorizadas:

- Tipo de deuda, especificando si se trata de interna o externa;
- Monto máximo autorizado para la operación;
- Plazo mínimo de amortización;
- Destino del financiamiento.

Se exceptúa del cumplimiento de las disposiciones establecidas precedentemente en este artículo, a las operaciones de crédito público que formalice el Poder Ejecutivo Nacional con los organismos financieros internacionales de los que la Nación forma parte.

Artículo 61: En los casos que las operaciones de crédito público originen la constitución de deuda pública externa, antes de formalizarse el acto respectivo y cualquiera sea el ente del sector público emisor o contratante, deberá emitir opinión el Banco Central de la República Argentina (BCRA) sobre el impacto de la operación en la balanza de pagos. Mientras que en la reglamentación específica que: "La opinión del BCRA deberá ser emitida una vez promulgada la Ley de Presupuesto del año respectivo y se referirá a la totalidad de las operaciones en las que se autoriza a la Administración Central de conformidad con el Artículo 60 de la ley, y que se encuentran contempladas en la Ley de Presupuesto del ejercicio fiscal de que se trate, en los términos, a los fines y por hasta las sumas estipuladas en esta última."

Para realizar dicha opinión podrá utilizar las proyecciones implícitas en la Ley de Presupuesto del año respectivo así como sobre la base del análisis del programa monetario que se realice en oportunidad de enviar al Congreso Nacional el Proyecto de Ley de Presupuesto de cada año. Cuando se trate de operaciones que se encuentran autorizadas por leyes específicas, la opinión del BCRA podrá ser emitida en la forma dispuesta en el párrafo precedente.

2.b) En ese orden la Ley N° 27.341 de Presupuesto General para la Administración Nacional para el Ejercicio 2017, en el capítulo VII de las operaciones de crédito público, y mediante el artículo 34 de esa Ley, autoriza al órgano responsable de la coordinación de los sistemas de administración financiera del sector público nacional a realizar las operaciones de crédito público de la Administración Central; y aprueba una planilla de endeudamiento contra la cual se hacen todas las emisiones, tanto domésticas como externas.



Box N° 1. Ley N° 27.341 de Presupuesto General 2017 para la Administración Nacional

Artículo 34: autorízase, de conformidad con lo dispuesto por el artículo 60 de la LAF N° 24.156 y sus modificaciones, a los entes que se mencionan en la planilla anexa al presente artículo a realizar operaciones de crédito público por los montos, especificaciones y destino del financiamiento indicados en la referida planilla.

Los importes indicados en la misma corresponden a valores efectivos de colocación. El uso de esta autorización deberá ser informado de manera fehaciente y detallada a ambas Cámaras del Honorable Congreso de la Nación, dentro del plazo de treinta (30) días de efectivizada la operación de crédito público.

El Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas deberá presentar al Congreso Nacional dentro de los treinta (30) días de promulgada la presente ley, los lineamientos del programa financiero estimado a cubrir bajo la presente autorización de endeudamiento, detallando todos los servicios por mes, tipo de deuda, moneda y tenencia de dichos instrumentos —sector privado, sector externo y tenencia intra sector público—. Dichos lineamientos constituirán pautas generales sobre los esquemas de financiamiento que podrían ser utilizados en base a la información disponible en la fecha de la presente ley. Asimismo, deberá publicar trimestralmente los avances, actualizaciones y modificaciones a dicho programa financiero.

El órgano responsable de la coordinación de los sistemas de administración financiera realizará las operaciones de crédito público correspondientes a la Administración Central.

El Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas podrá efectuar modificaciones a las características detalladas en la mencionada planilla a los efectos de adecuarlas a las posibilidades de obtención de financiamiento, lo que deberá informarse de la misma forma y modo establecidos en el segundo párrafo.

Planilla Anexa al Artículo 34 – OPERACIONES DE CREDITO PUBLICO

JURISDICCION ENTIDAD	TIPO DE DEUDA	MONTO AUTORIZADO (en pesos)	PLAZO MINIMO DE AMORTIZACION	DESTINO DEL FINANCIAMIENTO
Administración Central	Títulos o préstamos	170.000.000.000	90 días	Servicio de la deuda y gastos no operativos
		170.000.000.000	180 días	
		170.000.000.000	360 días	
		170.000.000.000	18 meses	
		170.000.000.000	2 años	
		170.000.000.000	3 años	
		170.000.000.000	4 años	
		90.000.000.000	2 años	

Adicionalmente la misma Ley de Presupuesto General 2017 contenía otras autorizaciones específicas en varios artículos¹⁷; y, en especial el artículo 42 de negociación y reestructuración de deuda pública (en los términos del art. 65 de la LAF o sea: "en la medida que ello implique un mejoramiento de los montos, plazos y/o intereses de las operaciones originales").

Sin embargo, la emisión del Bono Centenario no se formalizó bajo el artículo 42, sino bajo el artículo 34 de la Ley N° 27.341 de Presupuesto 2017. Obsérvese que: a) en el artículo 34 se establecen plazos mínimos (y no máximos) para amortización de deuda a emitir; b) el financiamiento puede utilizarse en repago de deuda o en gasto de capital; y c) la emisión total no puede superar los \$ 1.280.000.000.000

¹⁷ Autorizaciones tales como: **artículo 36:** para uso transitorio en corto plazo de fondos de organismos públicos; **artículo 37:** para emisión de letras del tesoro; **artículo 38:** para capitalizar al PROCREAR; **artículos 40 y 46:** bonos de consolidación; **artículo 43:** deudas con provincias; y, **artículos 44 y 45** para avales y garantías que financien obras en general del Programa de Inversiones Prioritarias.



o equivalente en otra moneda. Todos requisitos en principio cumplibles por la emisión centenaria.

2.c) Prórroga de Jurisdicción. La autorización para someter endeudamiento a jurisdicción extranjera la establece la Ley N° 11.672 Complementaria Permanente de Presupuesto, en su Capítulo IV del Sistema de Crédito Público, en el artículo 53, que especifica:

Artículo 53: Cuando convenga facilitar la movilización de capitales en el mercado interior o exterior, con el fin de establecer o ampliar servicios públicos o actividades que directa o indirectamente estén vinculadas a los servicios de ese carácter, mediante obras o explotaciones legalmente autorizadas, o realizar inversiones fundamentales para el desarrollo económico del país, declaradas de interés nacional por ley o por el PODER EJECUTIVO NACIONAL (PEN), queda éste facultado para contratar préstamos con Organismos Internacionales económico-financieros a los que pertenezca como miembro la REPUBLICA ARGENTINA, siempre que se ajusten a los términos y a las condiciones usuales, y a las estipulaciones de los respectivos convenios básicos y reglamentaciones sobre préstamos.
El PEN queda facultado para someter eventuales controversias con personas extranjeras a jueces de otras jurisdicciones, tribunales arbitrales con dirimente imparcialmente designado o a la CORTE INTERNACIONAL DE JUSTICIA DE LA HAYA.

Con ese fin el Poder Ejecutivo Nacional emitió el Decreto N° 29/2017 (17/1/2017) autorizando una emisión internacional por hasta USD 20.000 millones, y, a incluir cláusulas de prórroga de jurisdicción a favor de los tribunales de Nueva York-USA¹⁸ y/o Londres-Reino Unido, disponiendo la renuncia a oponer la defensa de la inmunidad soberana (con las excepciones habituales) respecto a estas emisiones y tribunales; y sujeto a que se incluyan las denominadas cláusulas de acción colectiva y de pari passu. Autoriza también a registrar ante la Securities and Exchange Comisión de USA bonos por hasta USD 20.000 M; y delegando competencias a estos fines al Ministerio de Finanzas, el cual tras la ya retrotraída división de Economía y Finanzas había quedado con la potestad del endeudamiento; entre ellas:

Determinar las épocas, plazos, métodos y procedimientos de emisión de los nuevos títulos públicos; designar instituciones financieras colocadoras, suscribir acuerdos con ellas, previendo, para ello, el pago de comisiones en condiciones de mercado; preparar y registrar un programa de títulos públicos ante los organismos de control de los principales mercados de capitales internacionales; y suscribir acuerdos con agentes fiduciarios, agentes de pago, agentes de información, agentes de custodia, agentes de registración y agencias calificadoras de riesgo que sean necesarios tanto para las operaciones de cancelación de deuda como de emisión y colocación de los nuevos títulos públicos, previendo el pago de los correspondientes honorarios y gastos en condiciones de mercado; autorizar el pago de otros gastos necesarios en condiciones de mercado (registración, impresión, distribución de prospectos, traducción y otros gastos asociados) y autorizar a determinados funcionarios de las áreas competentes a suscribir la documentación respectiva y a implementar toda otra medida referida con las operaciones objeto del presente decreto.

2.d) El Ministerio de Finanzas dictó la resolución N° 97-E/2017, para la emisión del Bono 2117, en ejercicio de la autorización que otorgaba la Ley de Presupuesto 2017 en su artículo 34, el artículo 6° del Decreto reglamentario N°

¹⁸ Es necesario recordar que varios autores, como Guzmán y Stiglitz advirtieron sobre los riesgos que implica la prórroga de Jurisdicción en beneficio de EEUU, dada la muy mala experiencia que perjudicara tanto a la República Argentina a partir de los fallos del Juez Griesa. En Maria Emilia Val (2017) "El accionar de los "fondos buitres": una caracterización a partir del conflicto con la República Argentina", Relaciones Internacionales n° 52/2017 – (pag.163-180) ISSN 1515-3371.



1344/2007 de la LAF, y el Decreto N° 29/2017.¹⁹ Dicha Resolución dispone en su **artículo 1°** la emisión de "Bonos internacionales de la República Argentina en dólares estadounidenses 7,125% VTO. 2117" con las condiciones financieras detalladas en el Anexo I por hasta U\$S 2.750 M de valor nominal. ***El destino de los fondos será la atención del servicio de la deuda y gastos no operativos de la Administración Nacional.***

En el **artículo 2°** establece un derecho a opción parcial o total de rescate de los Bonos emitidos, en cualquier momento o en forma periódica antes de su vencimiento, como se describe en el memorándum de la oferta aprobado en el art.4° e incluido como Anexo II. El **artículo 4°** aprueba los modelos de documentación de la operatoria incluidos en Anexos II (memorándum de oferta), III (acuerdo de compra) y IV (acuerdo de registración). Designa, en el **artículo 3°**, como colocadores conjuntos de la emisión al Citigroup Global Markets inc., HSBC securities (USA) inc, Nomura securities interantional inc. y Santander Investment securities inc. a los que les reconoce, en el **artículo 5°**, una comisión de colocación del 0,12% del total nominal colocado.

Designa en el **artículo 6°** al The bank of New York Mellon como agente fiduciario y de pago y agente de listado en Luxemburgo, así como aprueba en anexo V su esquema de honorarios por operación (con fecha 12 de junio de 2017).

¹⁹ Hasta la última división del Ministerio de Economía y Finanzas en Ministerios de Hacienda y de Finanzas, esa potestad la tenía el órgano coordinador del sistema de administración financiera que lo conformaban los Secretarios de Hacienda y de Finanzas conjuntamente (art. 6 del Decreto N° 1.344/07).



Box N° 2 – Anexo V – Honorarios por Operación en el Bono Centenario

Honorarios Generales	Honorarios de aceptación de la operación	USD 7.500
	Honorarios anuales	USD 15.000
Honorarios por única vez	de sustitución única vez	USD 7.500
	de derechos de registro	USD 2.500
	de Servicios de cotización	USD 7.500
Otros Honorarios (adicionales, de cotización anticipada y a pedido)	de abogados externos	Por cotizar
	gastos corrientes	
	Servicios varios	

En **artículo 8°** y anexo VI aprueba gastos de impresión, traducción y otros de la emisión por hasta U\$S 718.348,62 (a \$16,35 por dólar) y \$300.000, o sea un máximo de \$ 12.045.000, pagaderos contra entrega de factura.

Designa en **artículo 9°** al Banco de la Nación Argentina como agente de proceso en New York USA.

Por **artículos 10 a 12** otorga y delega autorizaciones operativas a la Secretaria de Finanzas y su titular.

2.e) Para las emisiones locales se registran también resoluciones que establecen la posibilidad de emitir deuda por colocación directa o subasta pública. Las que fueron cambiando, estando vigente en ese momento la Resolución N° 66-E/17 del Ministerio de Finanzas.

2.f) En cuanto a la contratación de los agentes (bancos, abogados, calificadoras, etc.) el régimen de contrataciones actualmente prevé excepciones para la deuda pública que le permiten a Finanzas hacer esas contrataciones de forma directa.

2.g) La operatoria se cumplimenta con que el Banco Central de la República Argentina emita su opinión, tal lo previsto en el artículo 61 de la LAF N° 24.156



Otros casos de emisiones centenarias o superiores

El mercado para bonos de ultralargo plazo es muy segmentado y reducido. No obstante esto, al momento de la emisión existía un contexto muy propicio alimentando por la enorme liquidez financiera mundial y los bajísimos a negativos rendimientos que se practicaban en ese momento (alentados por el Banco Central Europeo, la Reserva Federal de USA, el Banco Central de Japón, etc). Se generó así una demanda de inversores de largo plazo que fue evidenciada por el hecho de que en cada emisión centenaria, las ofertas superan ampliamente las emisiones originalmente previstas. En ese contexto, la emisión Argentina fue la que llamó más la atención dado que fue la más alta en valores nominales y como proporción de su PBI.

A nivel país, el primer tomador centenario fue la República Popular China en 1996, mientras que a nivel empresa privada lo fueron la Cía de Ferrocarriles de Chicago en 1954 y la estatal Electricité de Francia en 2014. Repasemos algunos de los escasos ejemplos de países, empresas públicas y privadas con emisiones centenarias o superiores y sus características:

a) Emisiones Centenarias

Países:

China fue el primer país a nivel mundial, pero México, el precursor latinoamericano (AL):

-La primera colocación en Latinoamérica, es la de México en octubre de 2010; la que tuvo una demanda de 2,5 veces el monto emitido con una participación de aproximadamente 113 inversionistas institucionales de Estados Unidos, Asia, Europa, Sudamérica y México.

- Luego México en Marzo 2014, realiza la primera emisión en libras esterlinas, en la que tuvo ofertas por 2,5 veces lo aceptado, con 163 inversionistas institucionales.

-En Abril 2015, nuevamente una primera emisión centenaria en Euros, el éxito de la operación lo muestra una demanda de 6.343 millones de euros, 4,2 veces el monto de bonos centenarios emitidos, con la participación de 238 inversionistas internacionales. La característica que homogeneiza las emisiones del país azteca es que las tasas promedian un 5,17% y rendimiento apenas por encima en 5,38%.

Posteriormente a la colocación "flash" argentina, Austria lanzó su propio bono centenario en setiembre de 2017 recaudando el record de 3.500 millones de euros a la tasa del 2,11%, recibiendo ofertas de compra por 11.400 millones de euros.



Cuadro N° 5: Emisiones Centenarias de Estados soberanos

País	Año	Monto (M)	Vto	Deuda/pbi	Tasa	Rendimiento	Bullet	Colocadores
China	1996	USD 100	2096	21,3	9			J.P.Morgan
México	10/2010	USD 1.000	2110	42	5,75	6,1	Si	Goldman Sachs y Deutsche Bank
	8/2011	USD 1.000		42,9	5,75	5,96		
	3/2014	LE 1.000 (USD1.660)	2114	49,9	5,62	5,75	Si	Barclays y Goldman Sachs
	4/2015	E 1.500 (USD1.620)	2115	52,8	4	4,2	Si	Goldman Sachs y HSBC
Bélgica	2015	E 50	2115	106	2,5		Si	
	5/2016	E 100	2116	106	2,3		Si	Goldman Sachs-Nomura
Irlanda	4/2016	E 100	2116	99	2,35	2,35	Si	Goldman Sachs-Nomura
Austria	9/2017	E 3.500	2117	78,4	2,11	2,1	Si	Bank of America, Merrill Lynch, Erste Group, Goldman Sachs, NatWest e Societe Generale

Fuente: Ciepyc, elaboración propia en base a información oficial web.

Empresas estatales

El más reciente es el Caso de la empresa brasileña Petrobras las ofertas alcanzaron a U\$S 13.000 M, se evidenciaba en ese momento apetito de posicionamiento a largo plazo de inversores institucionales, el antecedente previo correspondió a la compañía francesa de electricidad.

Cuadro N° 6: Emisiones Centenarias de Empresas Estatales

Empresa	Año	Monto (M)	rendimiento	Bullet
EDF	1/2014	LE 1.350	6,125	Si
Petrobras	6/2015	USD 2.500	8,45	Si

Fuente: Ciepyc, elaboración propia en base a información web.



Empresas privadas

La emisión primogenia es la de la Compañía Ferroviaria de Chigaco con el propósito de financiar la extensión de su red; luego Walt Disney se lanza, previendo emitir USD 150, los inversores (fondos de pensiones y compañías de seguro) demandaron el doble y por tanto se duplicó la emisión; y ante el éxito de esa compañía también Coca Cola decidió emitir bonos idénticos.

Cuadro N° 7: Emisiones Centenarias de Empresas Privadas

Empresa	Año	Monto (M)	Rescate	Tasa %	Calif.	Precio	rendimiento	Bullet	Colocadores
Cía ferroviaria Chicago & Eastern Illinois (hoy Union Pacific Railroad)	1954	USD	1-5-2054	5		Par	5	si	s/d
Walt Disney	1993	USD 300	30 años al 103%	7,55	Aa	Par	7,55	Si	Morgan Stanley, Merrill Lynch
Coca Cola	1993	USD 150	No	7,455	AA	Par	7,455	si	
Columbia/HCA Healthcare, USA	1995	USD 200		7,5	A3				s/d

Fuente: Ciepypc, elaboración propia en base a información web.

b) Bonos Perpetuos

Los lanzamientos perpetuos representan una opción a los bonos a ultra largo plazo de las emisiones centenarias existen las emisiones perpetuas que no vencen, es decir no tiene fecha la devolución del principal, sino que solo paga intereses, identificamos 3 casos, todos de empresas privadas.

Cuadro N° 8: Emisiones Perpetuas de Empresas Privadas

Empres a	Año	Monto (M)	Tasa	Rescate	rendimiento	Bullet
KLM	1985	Francos suizos 200	6,125	Cada 10 años	Reajustable c/10 años	No vence
Pepsico	1986					No vence
Air Canada	1986	Francos suizos 300	6,25			No vence

Fuente: Ciepypc, elaboración propia en base a información web.

Otro caso más atípico, el Bono milenario de la operadora dinamarquesa TDC, la que colocó el 26 de febrero de 2015 una emisión de bonos híbridos por



750 millones de euros, con vencimiento el 26 de febrero del año 2015, o sea a 1.000 años. La empresa podrá recomprar parte o toda la emisión el 26 de febrero del año 2021. El cupón es del 3,5%, y con el producido de la emisión cancela un crédito puente de 1.600 millones de euros, por la compra de la compañía de cable noruega Get.

Adicionalmente en el caso de países solo pudo hallarse el caso de Gran Bretaña, que tiene esa tradición ante consecuencias de guerras. Registra el Bono Perpetuo de Gran Bretaña de 1932, que no vence, solo paga intereses del 3,8% y su antecedente Consols de 1752 (2,5%).

¿Es superador el financiamiento con el Bono Centenario 2117?

Previo al título centenario, la última emisión de mediano a largo plazo de Argentina fueron los Bonos emitidos para cancelar la demanda denominada "causa de los Buitres" en Nueva York-USA, es decir el BONAR 2046, AA46, "Bonos internacionales de la República Argentina en dólares estadounidenses 7,625% VTO 2046", siendo emitidos el 22/04/2016 con vencimiento el 22/04/2046, es decir a 30 años.

Estos títulos de deuda son también bonos bullet (amortizan íntegramente al vencimiento) y en su estructura devengan un interés a una tasa del 7,625% anual, pagadero semestralmente, los días 22 de octubre y 22 de abril de cada año hasta el vencimiento (sobre la base de un año de 360, y si el vencimiento de un cupón no fuere un día hábil, la fecha de pago del cupón será el día hábil inmediato posterior a la fecha de vencimiento original, devengándose intereses hasta la fecha de vencimiento original).

Originalmente inicia su cotización en abril de 2016 en \$1.450 por lámina de U\$S100 y cierra el primer semestre 2017 a \$1.720.

Si se quiere hacer una comparación entre dos activos financieros es necesario comparar los rendimientos a un mismo momento de los rendimientos futuros. En ese sentido es necesario conocer la Tasa interna de retorno (TIR) del BONAR a fin de junio de 2017 (Fecha de lanzamiento del bono centenario). A esa fecha, la misma alcanzaba a 7,62% y la Duration modificada (DM) a 11,54 años. Tomando como referencia el valor del dólar estipulado en el memorándum del Bono Centenario (\$16,35 al 19/6/2017), la TIR del mismo sería de 7,3% y la DM a 11,8 años.²⁰

²⁰ La duración de un bono de renta fija es la media en tiempo del vencimiento de todos los flujos del mismo, indicando cuántos años tardarán esos flujos de caja del bono en ser pagados; la medida usualmente usada es la duración de Macaulay, que es la media ponderada de los distintos vencimientos de los flujos de caja, ponderados por el valor actual de cada uno de esos flujos. La Duración modificada indica la sensibilidad del precio de un bono a cambios en la Tasa interna de retorno, mide más fielmente el riesgo. Asimismo recordemos que los activos financieros tienen una relación inversa entre su precio y la TIR: si se incrementa la TIR de un bono necesariamente debería caer su precio con los intereses corridos incluidos y viceversa.



Con esos parámetros era mejor oportunidad financiera ampliar el BONAR 2046 que emitir el Bono Centenario. Ya que en general para tasas de descuento de 9% en adelante, un bono a 100 años se vuelve prácticamente idéntico a un bono de 30 años.

Cuando la tasa de descuento baja al 8% el valor del bono a 100 años es 96,23 y de 30 años 96,6. Con tasas del 6%, para un bono de 100 años los cupones de los primeros 30 ya acumulan el 97% del valor. Y aún con tasas muy inferiores alrededor de 4%, para un bono de 100 años los cupones de los primeros 30 son cercanos al 90% del valor.

Aún actualmente los parámetros de ambos bonos son muy similares para un inversor, a pesar de las 6 décadas de pagos de flujos adicionales del Bono Centenario:

Bono Soberano	Vto	TIR	DM
Centenario	2017	10,16%	9,65
BONAR 2046	2046	10,56%	9,35

Fuente: Ciepyc, en base a Puente.

Por tanto, esta alternativa de financiamiento cuasi eterna es una elección errónea, un "negocio" caro para las finanzas de la Argentina, a destiempo y que no mejoró las perspectivas de obtención de financiamiento voluntario conveniente en el mediano plazo, llegamos nuevamente a depender del financiamiento "condicionado" del prestamista de última instancia para un país: el FMI.

¿Permitió la emisión del bono centenario bajar el riesgo?

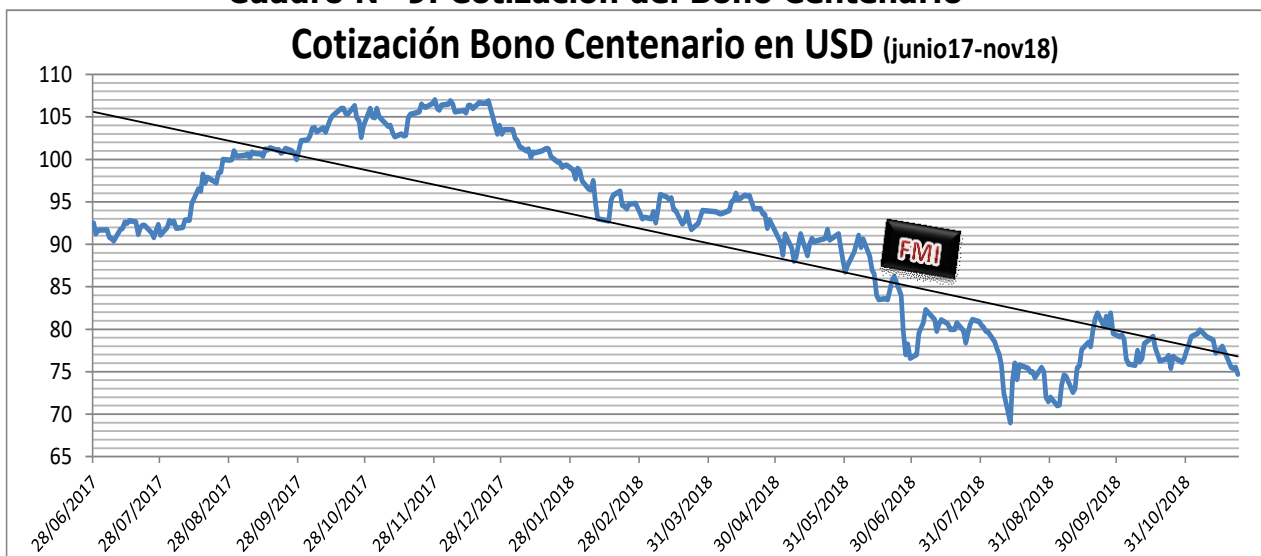
La evolución del precio del bono centenario presenta una tendencia descendente en el tiempo, perdiendo en promedio más de 20% de su valor nominal interanual. Evidenciando momentos muy diferentes: una primera etapa de auge entre su emisión y el 28 de diciembre de 2017, en el que alcanza su máxima cotización de USD 107 el 28/11/2017 y una etapa muy diferente de derrumbe durante 2018, que se agudiza desde junio 2018, a pesar del acuerdo con el FMI, etapa en la que alcanza su mínima cotización de USD 69 el 13/08/2018, promediando luego de ese valle los USD 76,6.

USD cada 100 nominales	Precio Promedio AC2017D (USD)		
	2017	2018	Desde FMI
	100,28	85,80	77,96



En particular desde junio 2018 con la confianza generada por el mayor acuerdo nominal stand-by de Argentina con el FMI²¹, el título no sólo no ha mejorado el costo de acceso al financiamiento internacional del país, sino que no ha parado de perder valor, requiriendo en contrapartida mayor tasa de retorno. Una pesada herencia.

Cuadro N° 9: Cotización del Bono Centenario



Fuente: Ciepyc, elaboración propia en base a Mercado de Valores.

La historia siempre cuenta. Y más si tropezás al inicio de la organización nacional y casi 200 años después lo hacés nuevamente

-Empréstito Baring Brothers²²

El primer antecedente de empréstito externo de duración centenaria fue tomado por nuestro país en 1824. El gobierno de Buenos Aires encabezado por Bernardino Rivadavia impulsa normas desde 1822 tendiente a la toma de deuda, con el fin realizar varias obras públicas como el puerto porteño, servicios de salubridad (red de agua), crear pueblos en la frontera con el indio y fundar un Banco. A fines de 1823 constituye el consorcio "argentino" encargado de concretar el empréstito, integrado por comerciantes porteños ingleses o muy ligados-anglocriollos como John y William Parish Robertson,

²¹ Argentina firmó un primer acuerdo stand-by en junio de 2018 con el FMI por 35.379 DEG (derechos especiales de giro, que es la unidad de cuenta del FMI), originalmente equivalentes a USD 50.120 millones; mientras que el 17 de octubre de 2018 fue reconfigurado en sus condiciones y ampliado en 15% hasta 40.714 DEG, unos USD 56.789 millones a ese momento.

²²En base a: Norberto Galasso, De la Banca Baring al FMI: historia de la deuda externa argentina, ediciones Colihue.



Felix Castro, Braulio Costa, Miguel Riglos y Juan Pablo Sáenz Valiente-; y tras un primer viaje de Rivadavia a Londres (con aceitados contactos por su destino europeo de 1814 a 1820), las gestiones ante la Casa Baring Brothers de Alexander y Francis Baring de Londres quedan a cargo de John Parish Robertson (comerciante inglés) y Felix Castro (socio en tierras de William Parish Robertson), con poderes emanados del gobierno y mandato de que el precio de los títulos como piso será no menor al 70% y el interés máximo del 6%.

El empréstito sería por 1 millón de libras esterlinas (5 millones de pesos fuertes) con garantía hipotecaria de las tierras públicas de la Provincia de Buenos Aires. Las condiciones del mercado londinense permitían colocar los títulos al 85%, interés del 6% y amortización del 1% anual en 100 años. Sin embargo las condiciones acordadas por los emisarios argentinos fueron:

Deuda nominal emitida 1 millón de Libras Esterlinas (LE)	Precio bajo par (70%)	300.000	Capital financiero neto recibido 552.700 LE
	Gestores	10.000	
	Casa Baring	1.300	
	Viaje de Rivadavia	6.000	
	Intereses adelantados (12 años)	120.000	
	Amortización adelantada (1año)	10.000	
	Total gastos (LE)	447.300	

En misiva dirigida a Alexander Baring, fechada el 25 de junio de 1824, el gestor "argentino" John Parish Robertson le aclara:

"Uds. pondrán en circulación el empréstito al 85%, acreditando al gobierno de Buenos Aires el 70% y a uds. y a nuestra proporción el 15%, de manera que cuando se coloque y pague todas las acciones quedará:

Crédito	LE
Gobierno de Buenos Aires	700.000
De vuestra casa (Baring)	30.000
Mr. Castro y mío (J.Parish Robertson)	120.000
Total obtenido por el empréstito	850.000

Debiendo uds. abrir un crédito a favor de Mr. Castro y mío para ser usado en la forma en que lo precisemos por la suma de 120.000 libras".

En criollo la diferencia de cotización entre 70% y 85% (LE 150.000) se la apropian los gestores argentinos (¿solos?) y la Baring.

Condiciones leoninas. La deuda se asumía por el total: 1 millón de Libras. Pero, además del "peaje del 15%", la mayoría del préstamo "desembolsado", no ingresó en metálico (oro) sino en letras de cambio sobre casas comerciales británicas en Buenos Aires propiedad de los gestores del empréstito; eso a los comerciantes locales les servía para hacerse (fugando) de las utilidades que tenían bloqueadas por la escasez de metálico.



Además todas las tierras públicas de la provincia quedaron hipotecadas a favor de la Baring como garantía. Rivadavia decide aplicar el sistema de "enfiteusis" por el cual los productores rurales podrían ocupar y hacer producir las tierras públicas, como arrendatarios, con canones bajísimos que fijaban los mismos arrendatarios. Los grandes propietarios aprovecharon el sistema de enfiteusis para acaparar tierra pagando el mínimo que les permitía la ley.

Poco después de concedido el empréstito, el 31 de marzo de 1824, llegó a Buenos Aires el nuevo Cónsul británico (Woodbine Parish), para firmar un tratado de Libre Comercio y Amistad, igual al que William Huskisson -jefe del "Board of trade" londinense- impusiera a todas las ex colonias de Hispanoamérica, que ambicionaban ser reconocidas. Este tratado impuesto por Inglaterra como requisito previo para el reconocimiento de la independencia, firmado el 2 de febrero de 1825, mostró un destino de nación dependiente de una nueva metrópoli que le asignó un papel inamovible en la división del trabajo que imponía al mundo: simple productor de materias primas y comprador de manufacturas.

En 1826, Rivadavia ya presidente de las Provincias Unidas del Río de La Plata, impulsó la Ley de Buenos Aires como capital del Estado. Esto lo enfrentó a los porteños, quedando la ciudad de Buenos Aires bajo la autoridad nacional, hasta que ésta organizara una provincia. La provincia desaparece, contraviniéndose así lo expresado por la Ley fundamental de 1825.

En 1827 cae Rivadavia y la elite asociada a estos negocios. Dorrego cesa el pago a la Baring, actitud continuada por las sucesivas administraciones.

En mayo de 1844 la legislatura federal aprueba la propuesta de cancelar a Baring²³ \$5.000 mensuales (\$60 mil anuales equivalentes a 12.000 Libras Esterlinas); pago que se suspende temporalmente a partir de la intervención anglofrancesa en el río Paraná el 1° de octubre de 1845. Concluido el conflicto en 1848 se retoman los pagos mensuales.

El aspecto delictuoso de la operación y la adhesión del gobierno fue reconocido en 1852 por Ferdinand White, agente enviado por Baring Brothers, a gestionar el cobro de los servicios, en cese de pagos desde la asunción de Dorrego en 1827 (deuda=LE 980.000). En esa gestión de 1852 White, la deuda externa reclamada alcanzaba 2,3 millones de libras (con intereses impagos), que eran 11,5 millones de pesos fuertes.

²³ Tal como se abonaba a Francia por las indemnizaciones del conflicto de 1838-40 originado por el bloqueo francés del Río de La Plata.



En 1855 el gobernador Pastor Obligado recibe reclamos ingleses por LE 2.517.155 (capital LE 977.000 e intereses LE 1.540.155) y encarga a Norberto de la Riesta la negociación con Baring. Este acuerda con White un monto total de LE 2.618.000 (LE 977.000 capital y resto intereses) casi LE 100.000 más de intereses que los reclamados unos meses antes. El acuerdo es refrendado en la legislatura bonaerense. Se emiten bonos diferidos sustituyendo los anteriores con interés creciente: de 1861 a 1865 del 1%, de 1866-1870 2% y desde 1871 al 3%. Dichos pagos se cumplen regularmente hasta 1892. La deuda externa total ya alcanzaba LE 74,8 millones.

En julio de 1893 se renegocian y consolidan las acreencias inglesas con un convenio entre el gobierno nacional representado por Victorino de la Plaza (y luego J.J. Romero) y la Banca Rothschild (que otorga un empréstito de moratoria de LE 15 millones al 6% anual, pero debiendo entregar LE 10 millones a la Baring en cancelación parcial) y que reducía por 6 años un 60% los intereses; y desde 1899 se volverían abonar íntegramente, con el compromiso de pagar LE 1.564.000 por año; mientras que las amortizaciones se suspendían hasta el 12/01/1901. Aunque en 1897 por acuerdo de ministros se adelantan 1 año las cláusulas de integralidad de intereses.

Al cierre del siglo, en un informe de deuda externa en el Congreso Nacional al 31/12/1900, Argentina reconocía deber 838.152 pesos fuertes (LE 167.630) a la Baring por el préstamo de 1824. Un estudio de Pedro Agote calculó que en el año 1901,75 años después, el país había abonado ya 4.757.000 libras esterlinas, 4,8 veces "la deuda emitida, aunque de lo recibido sumaría 8,64 veces. La deuda externa total sumaba LE 77,7 millones.

Finalmente, la totalidad de la deuda derivada por el empréstito Baring (asi como toda la deuda externa argentina hasta ese momento, de LE 65,6 millones = U\$S 264 millones) es cancelada entre los 3 primeros años del gobierno del Partido Laborista encabezado por Juan D. Perón (1946 a 1948), o sea más de 120 años después.

Lecciones y recomendaciones

El endeudamiento, y sobre todo el externo, es uno de los principales condicionantes del desarrollo a lo largo de la historia de nuestro país.

No obstante, es una verdad de perogrullo que Argentina, como cualquier emergente, necesita una estrategia de financiamiento propia que priorice los objetivos planificados hacia un sendero de desarrollo estructural del aparato productivo nacional.



El reingreso al club de los deudores a 100 años, con esta primera colocación de un bono de financiamiento centenario del siglo 21, no fue por una demanda imperiosa del tesoro nacional sino una emisión que respondió a las necesidades de los inversores. Fueron las mismas entidades colocadoras que hicieron público que ofrecieron la operación al gobierno argentino, con inversores preexistentes.

Un año después, Argentina, ya cercanamente afuera nuevamente del mercado voluntario de crédito internacional, es sano no engañarse: la emisión centenaria no fue posible por obra y gracia de que se logró recuperar la credibilidad y la confianza del mundo en Argentina y en el futuro de nuestra economía (tal el relato oficial). En realidad fue posible por un contexto coyuntural de tasas muy bajas a nivel mundial y hasta negativas. Esto generó un momento de liquidez en el mundo que es aprovechable, pero en el que había poquísimas oportunidades de inversión de altos rendimientos a largos plazos. Este negocio financiero respondió a una demanda de inversores muy específicos, a los que la Argentina se autoobligó a responder afirmativamente, ante las elevadas necesidades de colocación de deuda que tiene por delante. Para el inversor, **tener en el portafolio un título que rinde más de 7,9% anual en un mundo de tasas bajísimas resulta casi orgásmico.**

La tasa de interés del Bono centenario BP2117 es muy superior a la de otros países y la extensión del plazo no permitió bajar el costo del endeudamiento. En realidad, hay que considerar la emisión de este bono como parte de un proceso que llevó a la Argentina a ser el país emergente que más deuda había colocado a ese momento, en apenas 1 año y medio de gestión.²⁴

En ese sentido quedará flotando la inquietud sobre si fue prudente este endeudamiento cuando se tenía el estatus de "*border* o fronterizo" del mercado bursátil local, asignado por MSCI (ex Morgan) en el año 2009 y un riesgo país aún superior a los 400 puntos básicos (424 p)²⁵. Solo por países *investment grade* asumían un compromiso de deuda de plazo ultra larguísimo lo que deja flotando la pregunta si no hubiera sido mejor lograr una buena calificación para luego asumir semejante compromiso.

Desde esa perspectiva, hubiera sido conveniente continuar financiándose a plazos medianos y tasas inferiores hasta que se redujera el plus por riesgo que se enfrentaba en ese momento. En teoría, esto se lograría manteniendo una supuesta conducta de buen alumno de manual obediente hasta que una próxima Revisión Anual de la Clasificación del Mercado MSCI recalificara al mercado local como "emergente". Se incentivaría así mayores flujos de capitales hacia activos locales dado que la nueva calificación posibilitaría el ingreso de fondos internacionales que tienen prohibido ingresar en acciones argentinas cuando el país tiene una mala calificación. ¿No hubiera sido la

²⁴ Un año después la misma gestión continúa liderando el ranking de endeudadores.

²⁵ Riesgo país medido con el índice Embi+ de la JP Morgan.



mejor prueba de que las autoridades confiaban y apostamos a los buenos resultados de la política económica implementada?

El gobierno nacional ha colocado deuda voluntaria **por el equivalente a 103 mil millones de dólares**²⁶ en sus primeros 2 años y 9 meses (sin incluir el acuerdo *stand-by* con el FMI); de la que el 62% es deuda externa y otro 14% adicional es deuda emitida localmente en moneda extranjera; generando nuevamente otro gran ciclo de endeudamiento, el cuarto en la historia, pero con 2 agravantes: este ciclo galopa a un mayor ritmo que el previo, originado en la última dictadura militar. Además, este ciclo vino para quedarse con los mayores plazos de duración como el Bono Buitre y el Bono Centenario, y con las condicionalidades impuestas por el FMI.

En particular con la emisión del nuevo Bono Centenario y la convalidación de un rendimiento cercano al 8% durante 1 siglo, Argentina le entrega al mundo su resignación a modificar su historia financiera, con la demostración más palpable de que “el riesgo soberano argentino a largo plazo es 8%”, riesgo que para la mayoría de los países desarrollados o emergentes ronda de 1 a 2%, entonces por 100 años financiar a Argentina implica 6 puntos adicionales de riesgo.

La historia nos enseña con tremendo dramatismo que todos los ciclos de endeudamiento externo de nuestro país (el culminado en finales del siglo 19, el de la última dictadura y el finalizado en la mayor crisis económico-social institucional argentina en 2001), finalizan con nefastas consecuencias sociales. Esto se evidencia en restricción de divisas que desembocan en crisis del sector externo, con peores índices macroeconómicos y fiscales. El país no ha logrado sortear la trampa del subdesarrollo, la estructura productiva no se diversificó, el tamaño del mercado nacional no se amplió, entre otras. Por el contrario, ratificamos el rol periférico, subordinado, y dependientes del capital extranjero, de las importaciones de insumos y bienes de capital de los países más industrializados y de las pesadas condicionalidades de los organismos internacionales, principalmente del FMI.

Lo anterior no debe leerse como oposición al endeudamiento, sino que el proceso de toma de deuda debe ser estratégico, debe planificarse y derivarse al propósito de repotenciar la capacidad reproductiva de la sociedad argentina: debe existir una estrategia de deuda como la que tiene muchos países. Esto permitiría explicitar a toda la sociedad los pros y las contras del endeudamiento y así enriquecer la Democracia. Entre otras cualidades, esta estrategia de la deuda debería:

a) respetar la dinámica de sustentabilidad financiera de manera que la tasa de interés de endeudamiento soberano se aproxime, pero no supere a la tasa de crecimiento esperada de la economía. Solamente se creció a más del

²⁶ ODE-UMET, decimotercer informe de deuda, Setiembre 2018.



8% en cuatro oportunidades en toda la historia argentina. En esas condiciones la emisión de un bono a 100 años es mala praxis; y

b) en la aplicación de los fondos obtenidos debería privilegiarse la potencialidad de mayor autonomía para sustentar el proceso de desarrollo. Aprovechar una ventana temporal favorable para financiar el sendero al desarrollo necesariamente debe conducir a pagar tasas con menores costos y en plazos más razonables.

Por ello, dado que la potestad de endeudamiento es sabiamente establecida en la Constitución Nacional a favor del Poder Legislativo, como contrapeso a la discrecionalidad del Poder Ejecutivo, debe cumplimentarse este rol con sentido estricto ya sea en los niveles de autorizaciones de emisión, en los seguimientos y fundamentalmente en el control de su aplicación. En ese sentido debe ser inaceptable para el Congreso Nacional modificaciones introducidas como la propuesta en su artículo 53 al presentar el Proyecto de Presupuesto Nacional 2019. Allí se preveía en el artículo 53, que se permitiera al Ejecutivo negociar y reestructurar la deuda pública sin beneficio de mejora, o sea sin respetar que esa renegociación implique un mejoramiento de los montos, plazos y/o intereses de las operaciones originales.

Esta experiencia con el Bono centenario debería servir de aprendizaje al Parlamento para que en las autorizaciones anuales de endeudamiento otorgadas al Ejecutivo no sólo se fije un plazo mínimo de amortización, sino que es imprescindible establecer plazo máximo a fin de generar coherencia intergeneracional.

Argentina no puede darse el lujo de rifar en sólo 3 años su estatus de país desendeudado y encontrarse nuevamente a las puertas de un riesgo de default.

Argentina desde diciembre de 2015 ha retomado los preceptos mercantilistas de libre movilidad de capitales (financieros), liberó el tipo de cambio y sus flujos de compraventa; en un contexto de bajísimo endeudamiento del Estado nacional y a un agravamiento autoinflingido del déficit fiscal heredado al bajar la presión impositiva a los sectores más favorecidos en la distribución de la riqueza. Se inició así esta nueva carrera de endeudamiento externo, previa reinscripción internacional con el fallo *holdouts* y la emisión de los BONAR 2046 para cancelar el acuerdo.

La mala señal de una deuda centenaria "legada"; el blindaje dado por el mayor préstamo de la historia del FMI a nuestro país, de casi UDS 57.000 millones y el nuevo status de mercado emergente para las acciones incluidas en el MSCI ha llevado a que el riesgo país haya subido más de 50% (655 puntos) y el mercado voluntario de crédito se ha prácticamente cerrado,

El financiamiento local con cuantiosas y millonarias emisiones de LEBAC (Letras del Banco Central a Bancos e individuos a plazos desde 28 días en pesos) y LELIQ (Letras del BCRA a Bancos a 7 días), ambas a exorbitantes tasas; las LETES (Letras del Tesoro en U\$S) como máximo de 1 año; las



LECAPS (Letras del Tesoro capitalizables); los títulos públicos locales en pesos, con tasa dual, en dólares, euros, francos suizos y la frutilla del postre del bono 2117 en lo internacional constituyen un enorme festival de endeudamiento. Como todo festival cuando la música se corta, ya no hay fiesta y la realidad te muestra el desorden que te queda para arreglar, que en este caso implica varias generaciones.