

# Seguimiento de la deuda pública, análisis de sostenibilidad y el rol del Congreso<sup>1</sup>

*Mariano Ortiz Villafañe*

*Director de Análisis y Sostenibilidad de la Deuda Pública de la Oficina de Presupuesto del Congreso*

*Fuente: Revista Proyección Económica – Julio de 2020*

*1El presente artículo fue terminado de escribir a principios de junio de 2020. Incluye una Adenda posterior con las últimas negociaciones de reestructuración entre el gobierno nacional y grupos de acreedores.*

## **RESUMEN**

El excesivo endeudamiento es una fuente de vulnerabilidad e inestabilidad macroeconómica, que amplifica los shocks externos y limita la efectividad de la política económica. En la Argentina, el historial de crisis recurrentes vinculadas con elevados niveles de endeudamiento resalta la importancia de tener una deuda pública sostenible. En el Poder Legislativo, la Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC) provee a los legisladores de elementos técnicos para evaluar la evolución y características del endeudamiento, que incluyen el seguimiento de las operaciones y otros estudios analíticos. Más allá de los diferentes tipos de seguimiento que se realizan desde distintas áreas del Estado, resultaría un avance institucional la generación y publicación sistemática de un análisis de sostenibilidad de la deuda por parte del gobierno.

## ÍNDICE

1. Introducción
2. Evolución reciente de los servicios de la deuda
3. La deuda pública y el rol del Congreso
4. La actualización de las estimaciones presupuestarias
5. El seguimiento de la evolución de la deuda pública
6. Análisis de sostenibilidad: ¿para qué?, ¿cómo?, ¿quién?
7. Conclusiones
8. Referencias bibliográficas
9. Adenda al artículo principal (29-06-2020): Sobre el proceso de reestructuración de los bonos con legislación extranjera

## **1. Introducción**

La deuda pública es típicamente el pasivo más relevante de un Estado y, por consiguiente, un componente central de su hoja de balance. Su magnitud y características resultan determinantes, ya que el volumen de recursos necesarios para afrontar sus servicios condiciona el espacio fiscal con que cuenta el gobierno para desempeñar sus funciones y, por consiguiente, termina impactando en el diseño de las políticas públicas. Por otro lado, la deuda pública tiene el potencial de afectar el desempeño macroeconómico a través de diferentes canales. Elevados niveles de endeudamiento constituyen una fuente de vulnerabilidad e inestabilidad macro, transmitiendo y amplificando shocks reales y financieros. Asimismo, condicionan y limitan la efectividad de los diversos componentes de la política económica (políticas fiscales, monetarias y cambiarias). En la Argentina, la vinculación entre excesivo endeudamiento y crisis recurrentes a lo largo de las últimas décadas pone de relieve la importancia de contar con mecanismos para analizar la sostenibilidad de la deuda pública de forma que incida en la toma de decisiones de política económica.

En la siguiente sección, se describe una serie de factores que contribuyen a explicar el incremento reciente de los servicios de la deuda pública. Luego, se detalla la participación del Congreso en el manejo de la deuda, que tiene lugar principalmente en el momento de la discusión y aprobación de la ley anual de presupuesto. Posteriormente, se delinea el proceso de actualización de las estimaciones presupuestarias y las diferentes fuentes disponibles y organismos públicos que realizan algún tipo de seguimiento de la evolución de la deuda. Finalmente, se reseñan los enfoques metodológicos existentes para analizar la sostenibilidad de la deuda pública, describiendo sus principales componentes y evaluando las principales recomendaciones que surgen de la experiencia internacional.

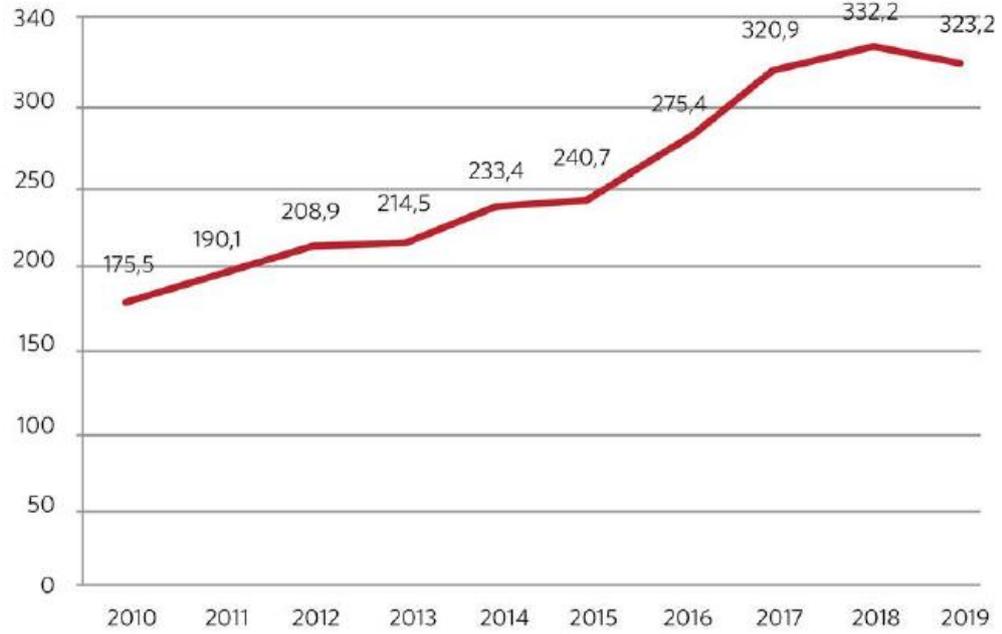
## **2. Evolución reciente de los servicios de la deuda**

A lo largo de la última década, el stock de deuda pública mostró una tendencia nítidamente creciente. Medida en dólares, la deuda bruta pasó de USD175.000 millones en 2010 a aproximadamente USD325.000 millones al final de la década (Gráfico 1).

Una descomposición de esa variación revela que estuvo explicada por nuevo endeudamiento para cubrir las necesidades financieras del gobierno, factor que resultó parcialmente compensado por el efecto de la depreciación nominal del peso, que licua el valor en dólares de la porción de la deuda denominada en moneda nacional (Gráfico 2). Este incremento del nivel de endeudamiento se tradujo, a su vez, en una suba de los pagos destinados a atender los servicios de la deuda, que comprenden los pagos de intereses y la amortización de los préstamos y títulos. Luego de la reestructuración de la deuda de 2005, el peso de los servicios de deuda se estabilizó en torno a 8 % del PBI por varios años. En el último lustro se observó un progresivo incremento, que se volvió más pronunciado desde 2017, llegando a casi 20 % del PBI en 2019 (Gráfico 3).

De manera análoga, la participación de los pagos de intereses sobre el gasto total del sector público nacional llegó a 18,5 % en 2019, el nivel más alto desde 2001 (Gráfico 4).

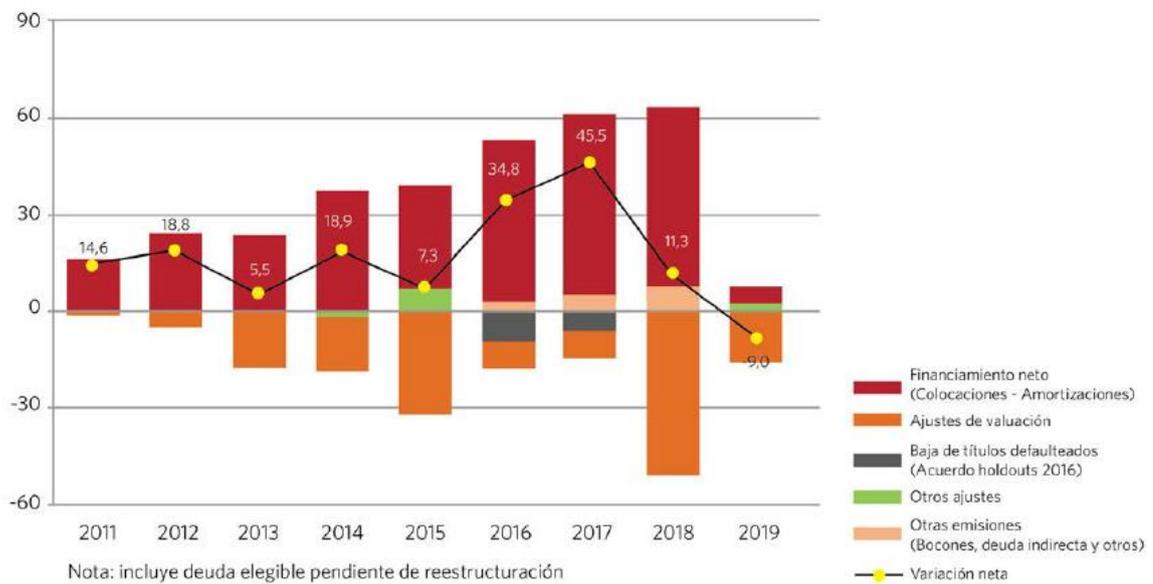
**Gráfico 1: Deuda pública bruta. En miles de millones de USD**



Nota: incluye deuda elegible pendiente de reestructuración

Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Secretaría de Finanzas.

**Gráfico 2: Factores de variación de la deuda pública bruta. En miles de millones de USD**



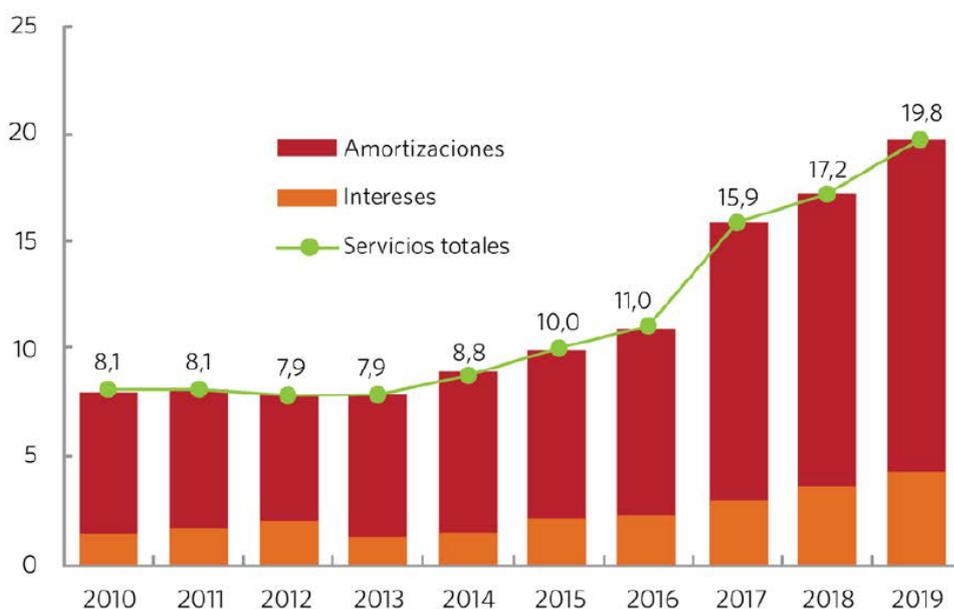
Nota: incluye deuda elegible pendiente de reestructuración

Fuente: OPC sobre la base de la Secretaría de Finanzas.

El incremento de los servicios de deuda respondió a un conjunto de fenómenos que derivaron en una combinación de mayor stock de deuda y mayores tasas de interés efectivas. Dentro de una dinámica de déficits fiscales persistentes financiados con nueva deuda, es posible señalar algunos factores específicos que contribuyeron a explicar el resultado:

- Emisión por arreglo con los holdouts. A principios de 2016 se llegó a un acuerdo con los tenedores de deuda que se mantenía en cesación de pagos desde 2001 y no había ingresado a los canjes de 2005 y 2010 (holdouts). El pago a los holdouts (por aproximadamente USD16.500 millones) se realizó contra la emisión de nuevos bonos con tasas de interés de entre 6,25 % y 7,625 %, y cupones semestrales. De este modo, la operación implicó el reemplazo de deuda que hasta ese momento no tenía ningún costo inmediato (por definición, no se hacía ningún pago de interés o capital a la deuda que estaba en default) por nueva deuda performing, con pagos periódicos de interés.
- Mayor endeudamiento de mercado. El arreglo con los holdouts implicó para el país la recuperación del acceso a los mercados internacionales de deuda. En efecto, la emisión de abril de 2016 fue la primera colocación internacional de bonos desde el default de 2001 (excluyendo las emisiones de títulos realizadas con motivo de la reestructuración de 2005/2010). Frente a este nuevo escenario, se reanudaron las emisiones de bonos globales, con colocaciones sucesivas en diferentes mercados y en distintas monedas (dólares estadounidenses, euros, francos suizos). A su vez, la incorporación de los mercados externos como una nueva fuente de financiamiento implicó una disminución del peso relativo del endeudamiento intrasector público (Gráfico 5 y Gráfico 6).

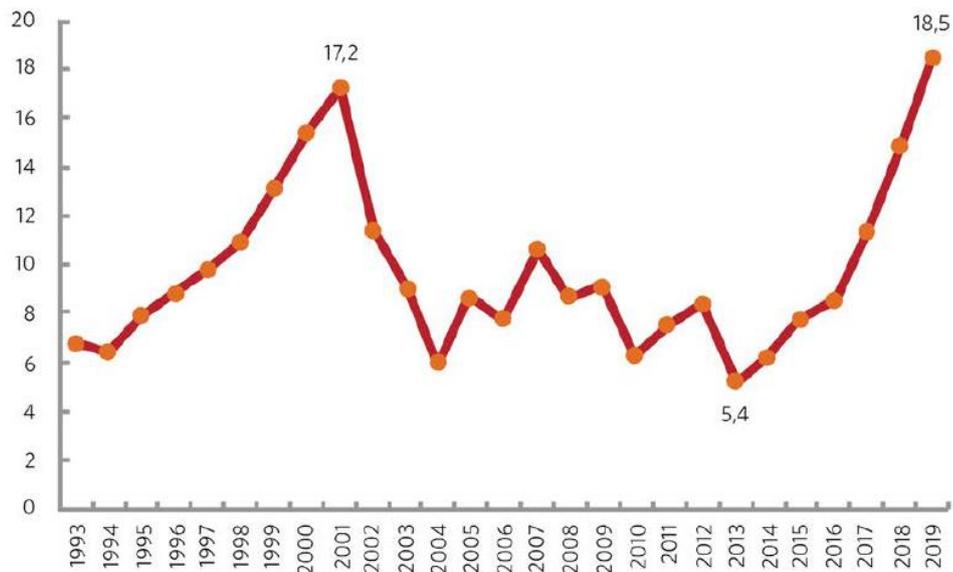
Gráfico 3: Servicios de Deuda. En % del PBI



Nota: flujos en base caja del esquema AIF para el Sector Público Nacional No Financiero

Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Secretaría de Hacienda.

Gráfico 4: Intereses pagados. En % del gasto total (corriente y de capital)



Nota: flujos en base caja del esquema AIF para el Sector Público Nacional No Financiero

Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Secretaría de Hacienda.

En el caso particular del Banco Central (BCRA), el mayor acreedor del Tesoro dentro del universo del Sector Público Nacional, la asistencia total al Tesoro se redujo progresivamente hasta 0,2 % del PBI en 2018, luego de haber alcanzado un pico de 5,2 % del PBI en 2014.

Cabe señalar que la asistencia total del BCRA al Tesoro incluye tanto la transferencia de utilidades de la autoridad monetaria, que no constituye endeudamiento, y el financiamiento en pesos a través de Adelantos Transitorios y de la colocación de Letras del Tesoro en dólares que son suscriptas por el BCRA (Gráfico 7).

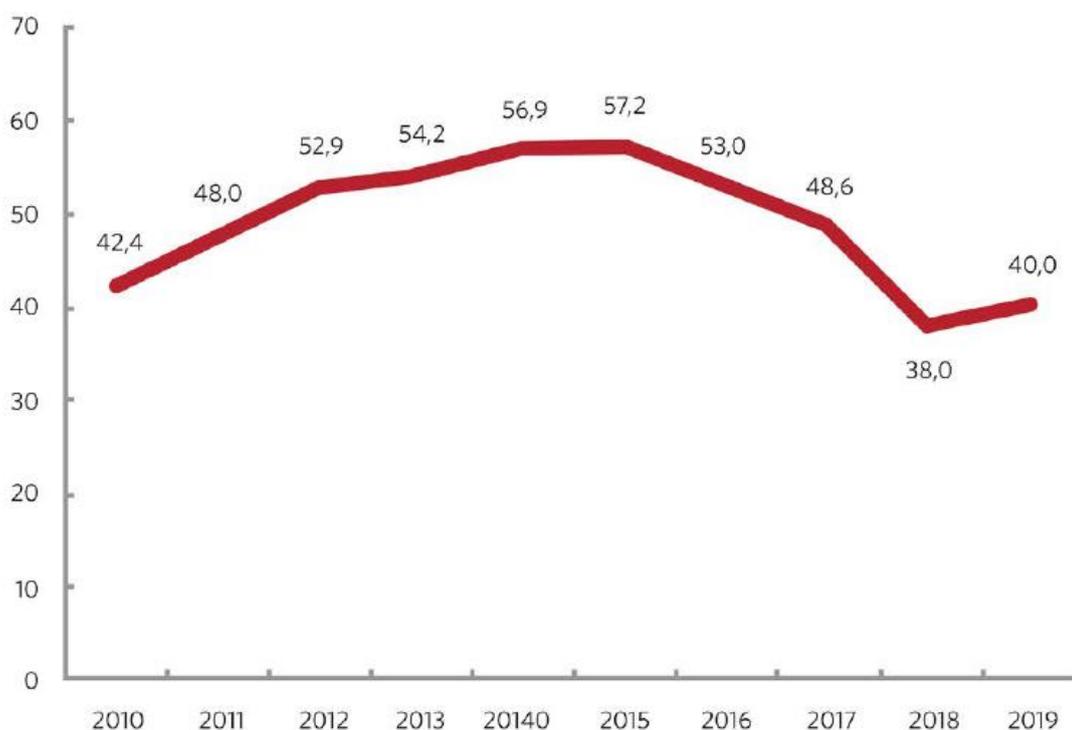
El cambio en el peso relativo de las diferentes fuentes de financiamiento (menos intrasector público y más endeudamiento de mercado) implicó un incremento del costo efectivo promedio de la deuda, y por lo tanto mayores servicios de deuda, dado que el financiamiento intrasector público tiende a realizarse a tasas por debajo de las de mercado. Un ejemplo elocuente de esto está dado por el mencionado caso del BCRA: las Letras del Tesoro Intransferibles, con diferentes vencimientos, pagan un interés cercano a cero (definido como el rendimiento de las reservas internacionales con un tope de Libor -1 %), en tanto que los Adelantos Transitorios constituyen un financiamiento en pesos que no paga interés.

- Mayor endeudamiento de corto plazo. A partir de 2016 empezó a cobrar mayor importancia el financiamiento de corto plazo a través de licitaciones de mercado de letras del Tesoro, tanto en pesos como en moneda extranjera. Esta estrategia derivó en un programa de letras de corto plazo que incluía un calendario de licitaciones preanunciado. Una estrategia de financiamiento de este tipo implica la realización de operaciones periódicas para renovar los vencimientos (refinanciamiento o rollover), lo que se refleja en un aumento de los pagos brutos en concepto de amortización realizados a lo largo del año<sup>1</sup>. Aunque el simple rollover de estos vencimientos de corto plazo no genera un aumento neto del stock de deuda, las mayores

necesidades financieras brutas elevan la exposición al riesgo de refinanciamiento: frente a un eventual deterioro de las condiciones de mercado que limite o encarezca el crédito disponible, el impacto resultaría mayor.

- Efecto del tipo de cambio real sobre la deuda en moneda extranjera. La alta participación de la deuda en moneda extranjera sobre el total es un factor que incrementa de forma significativa la vulnerabilidad frente a shocks de tipo de cambio. Una depreciación real implica un aumento del ratio deuda/PBI (y también del ratio de servicios de la deuda/PBI), dado que el numerador aumenta más que el denominador. Los sucesivos saltos devaluatorios experimentados en los últimos años, que se reflejaron en movimientos bruscos del tipo de cambio real, generaron aumentos discretos en el peso de la deuda y de los servicios en relación con el PBI. En particular, los saltos devaluatorios del segundo trimestre de 2018 y del tercer trimestre de 2019 explicaron en gran medida los aumentos del ratio deuda/PBI de 18 p.p. y 11 p.p., respectivamente.

Gráfico 5: Deuda intrasector público. En % de la deuda total



Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Secretaría de Hacienda.

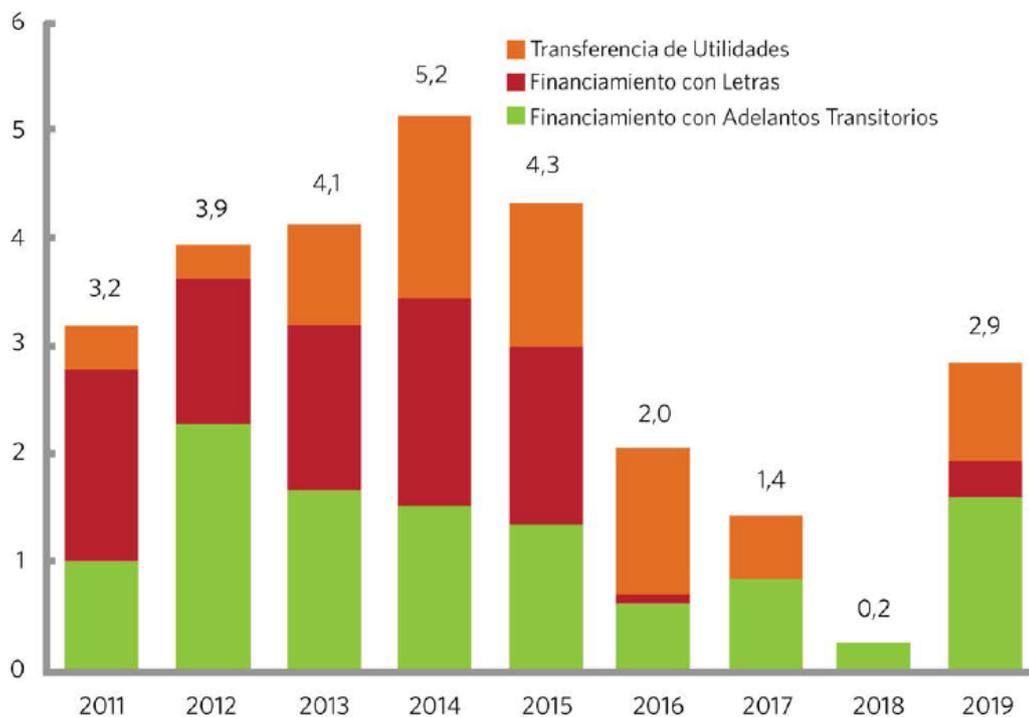
Gráfico 6: Intereses pagados. En % del PBI



Nota: flujos en base caja del esquema AIF para el Sector Público Nacional No Financiero

Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Secretaría de Hacienda.

Gráfico 7: Asistencia del Banco Central al Tesoro. En % del PBI



Fuente: Elaboración propia sobre la base del BCRA.

**3. La deuda pública y el rol del Congreso** La Constitución Nacional le asigna al Congreso competencias vinculadas con el manejo de la deuda pública.

En particular, el artículo 75 establece que son atribuciones del Congreso contraer (inciso 4) y arreglar el pago (inciso 7) de la deuda. Sin embargo, esto no significa que los legisladores salgan a negociar créditos, ya que aquí se debe diferenciar la función administrativa de “gestionar” (que le compete al Ejecutivo, ya que el Presidente es el “responsable político de la administración general del país”) de la atribución legislativa de “aprobar” las condiciones de ese endeudamiento y el uso de los fondos públicos necesarios para afrontar los servicios.

El manejo de la deuda soberana representa un componente esencial del sistema de administración financiera pública. En nuestro país, la Ley 24.156 de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional establece, en su Título III, los principales lineamientos del Sistema de Crédito Público, que consiste en un conjunto de principios, normas, organismos, recursos y procedimientos en manos del Estado para captar medios de financiamiento. La misma Ley 24.156 se ocupa de definir la deuda pública como el conjunto de obligaciones contractuales que asume el Estado en determinadas operaciones de endeudamiento: colocación de bonos y letras, obtención de préstamos, financiamiento de contrataciones de obras y servicios, otorgamiento de garantías, y consolidación y reestructuración de otras deudas<sup>2</sup>. De este modo, la deuda pública es un subconjunto de los pasivos del Estado Nacional, ya que existen otros pasivos que no entran en la definición de deuda pública (deudas comerciales, sentencias judiciales, deudas por transferencias, etc.).

De acuerdo con los Estados Contables incluidos en la Cuenta de Inversión 2018, a fin de ese año, la deuda pública representó 98 % de los pasivos totales de la Administración Nacional. Respetando el espíritu del artículo 75 de la Constitución, que asigna al Congreso la facultad de contraer deuda, la Ley 24.156 establece la necesidad de una autorización legislativa para efectuar operaciones de endeudamiento, que puede estar incorporada en la ley de presupuesto o en una ley especial<sup>3</sup>. Cabe señalar que los préstamos de organismos financieros internacionales están exceptuados de dicha exigencia. Por otra parte, la facultad de emplear fondos públicos para atender los servicios de la deuda (intereses, amortizaciones, comisiones) viene dada también por la ley anual de presupuesto a través de los créditos presupuestarios correspondientes.

De este modo, durante el proceso de formulación y aprobación del presupuesto, se abordan los diferentes aspectos relativos al manejo de la deuda pública, que se reflejan en distintos componentes de la ley (Diagrama I):

- Programa financiero. El mensaje de elevación del proyecto de ley de cada año suele incluir una descripción del programa financiero del Tesoro, con un detalle de las necesidades financieras y una descripción de la estrategia de financiamiento propuesta que identifique las principales fuentes de crédito que se planea utilizar. No obstante, el formato de presentación y el grado de detalle empleado no está estandarizado y varía de año a año, y en ocasiones resulta simplemente una declaración vacía de contenido. Frente a una eventual reforma de la Ley de Administración Financiera, la inclusión del programa financiero como un componente obligatorio que acompañe al proyecto de ley de presupuesto, con una serie de parámetros mínimos definidos normativamente, resultaría un avance institucional para enriquecer el debate presupuestario.
- Autorizaciones de endeudamiento. El articulado de la ley de presupuesto incluye típicamente un capítulo específico destinado a las operaciones de crédito público donde se establecen los montos de endeudamiento autorizados, detallando el tipo de deuda, el monto máximo, el plazo mínimo

de amortización y el destino del financiamiento. En el Recuadro 1 se detallan las autorizaciones incluidas en la Ley de Presupuesto 2019, así como también las colocaciones del año desagregadas según su norma de autorización.

Diagrama I: Componentes de la Ley de presupuesto vinculados a la deuda pública



Fuente: Elaboración propia.

- **Recursos y gastos.** La Ley de Presupuesto comprende todos los recursos y gastos previstos para el ejercicio, y determina las correspondientes necesidades y fuentes de financiamiento. Dentro de los Gastos Corrientes se registran los intereses a pagar. Y, en lo que se conoce como operaciones “debajo de la línea”, se incluye como un recurso el endeudamiento previsto (como una de las Fuentes Financieras) y, como una erogación, las amortizaciones de deuda (como una de las Aplicaciones Financieras)<sup>4</sup>. En numerosas planillas anexas a la ley se incorpora un detalle de estos conceptos. Cabe aclarar que el presupuesto de recursos y gastos no incluye el financiamiento obtenido y el repago de la deuda intraejercicio (es decir, la que se origina y vence dentro del mismo ejercicio presupuestario), aunque sí incluye el gasto en intereses que genera dicho endeudamiento.

#### 4. La actualización de las estimaciones presupuestarias

El presupuesto nacional se formula, aprueba, ejecuta y controla de acuerdo con montos denominados en moneda nacional. Por lo tanto, cambios en las condiciones macroeconómicas

que afectan el tipo de cambio nominal y el nivel de precios provocan desvíos en los montos ejecutados con respecto a los originalmente presupuestados. Esta fuente de discrepancia aplica a diversos componentes del presupuesto, pero resulta especialmente relevante en el caso de los flujos de deuda, debido a que una alta proporción de la deuda pública nacional está denominada en moneda extranjera.

Un fenómeno similar se da en la deuda que ajusta por inflación, cuyos servicios resultan mayores que los presupuestados en caso de que la inflación sea superior a la prevista en el momento de formulación del presupuesto.

Recuadro 1: Las autorizaciones de endeudamiento en 2019

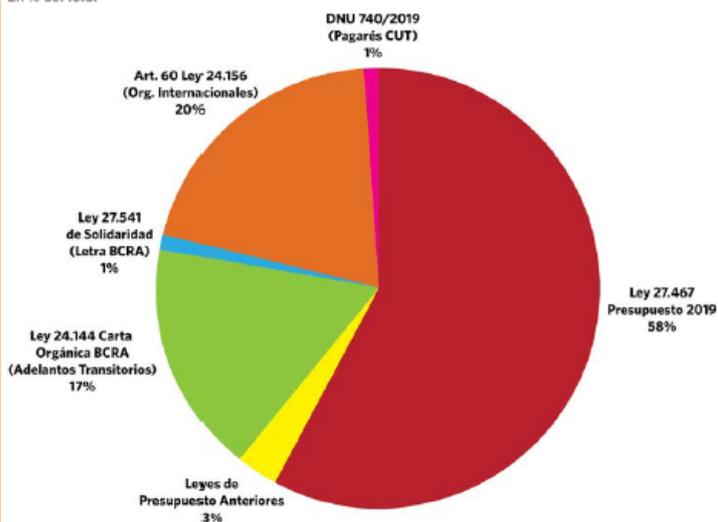
El capítulo VII de la Ley de Presupuesto 2019 incluye una serie de artículos que autorizan al Poder Ejecutivo a contraer deuda a través de diferentes instrumentos (Cuadro A). En algunos casos, los límites autorizados refieren al monto bruto de emisión, mientras que otros artículos, específicos para la emisión de deuda con vencimiento dentro del mismo ejercicio presupuestario, limitan el monto en circulación de los instrumentos a emitirse.

Durante 2019 se colocaron títulos públicos y se recibieron desembolsos de préstamos por USD96.088 millones. Aproximadamente, 61 % del nuevo endeudamiento fue autorizado por las leyes de presupuesto de 2019 y de años anteriores. El remanente se realizó a partir de autorizaciones incluidas en otras leyes, como la Carta Orgánica del BCRA (Adelantos Transitorios), la excepción dispuesta en el art. 60 de la Ley de Administración Financiera (préstamos de organismos internacionales) y la Ley de Solidaridad (letras BCRA) (Gráfico 8).

Cuadro A: Ley de Presupuesto 2019: Autorizaciones de Endeudamiento

Límites sobre monto de emisión						
Art.	Instrumento	Ente autorizado	Destino	Plazo mínimo	Moneda	Monto de emisión autorizado (en millones)
40*	Títulos públicos o préstamos	Administración Central (AC)	Deuda y gastos no operativos	90 días a 4 años	\$	2.930.000
		AC - Min. de Defensa	Varios	4 años	US\$	196
	AC - Min. de Transporte	US\$		2.905		
	AC - Min. de Hacienda	3 años		US\$	1.500	
	AC - Min. del Interior			US\$	430	
AC - Min. de Defensa	EUR			340		
46*	Avales	Secretaría de Hacienda y de Finanzas	Varios	a la vista/3 años	US\$	5.477
					EUR	39
48*	Bonos de consolidación	Secretaría de Hacienda y de Finanzas	Consolidación de deudas	-	\$	8.600
49*	Letras del Tesoro en garantía	Ministerio de Hacienda	Garantía FODER	-	US\$	120
55*	Títulos	Secretaría de Hacienda y de Finanzas	Prog. estímulo a la inyección de gas	30 días	US\$	1.600
Límites sobre monto en circulación (deuda con vencimiento en el mismo ejercicio)						
Art.	Instrumento	Ente autorizado	Destino	Plazo mínimo	Moneda	Monto de emisión autorizado (en millones)
41*	Letras del Tesoro	Secretaría de Hacienda y de Finanzas	Programa Financiero	mismo ejercicio	\$	950.000
42*	Crédito a corte plazo	Tesorería General de la Nación	Deficiencias estacionales de caja	mismo ejercicio	\$	100.000
		ANSES	Deficiencias estacionales de caja	mismo ejercicio	\$	70.000

Gráfico 8: Colocaciones de deuda en 2019 por normativa de autorización. En % del total



Frente a la necesidad de realizar ajustes al presupuesto vigente, durante el transcurso del ejercicio se suele realizar sucesivas modificaciones presupuestarias, con diferentes instrumentos normativos de acuerdo con su naturaleza: Decisiones Administrativas (DA) del Jefe de Gabinete de Ministros y Decretos de Necesidad y Urgencia (DNU). A diferencia de otros países, en la Argentina,

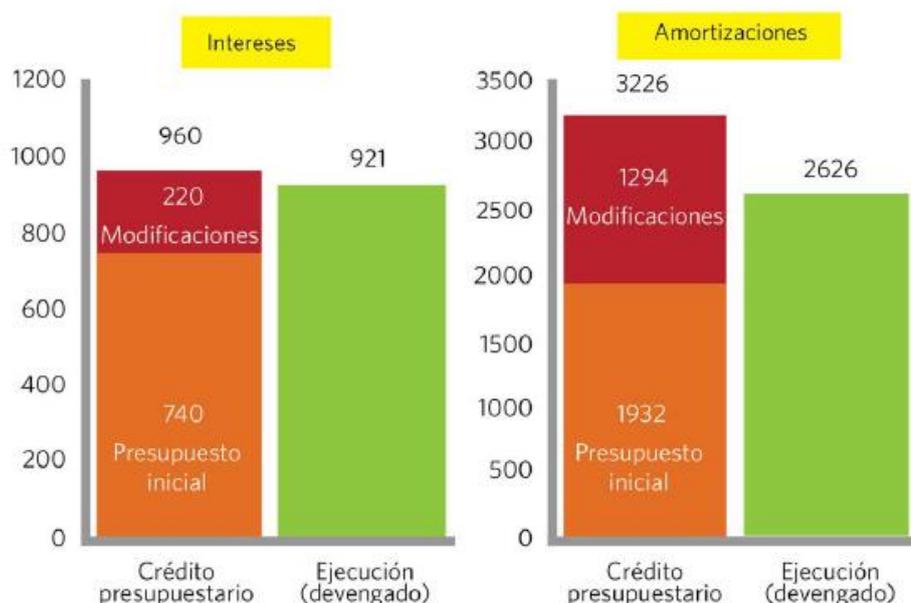
las modificaciones presupuestarias hechas a través de una nueva ley votada por el Congreso son sumamente excepcionales.

De este modo, el Poder Legislativo no suele involucrarse en el proceso de modificaciones presupuestarias. En la práctica, recién vuelve a tener intervención cuando trata la Cuenta de Inversión que prepara el Poder Ejecutivo una vez finalizado el ejercicio. Las modificaciones en ocasiones incluyen cambios en las estimaciones de endeudamiento y en los créditos presupuestarios para atender los servicios de deuda y, eventualmente, también en los artículos de la ley que determinan las autorizaciones de endeudamiento. A modo ilustrativo, el presupuesto 2019 incluía créditos para gasto en intereses por \$740.000 millones y para amortización de deudas por \$1,93 billones.

Luego de sucesivas modificaciones a lo largo del ejercicio, el crédito vigente a fin de año fue de \$960.000 millones para intereses y \$3,23 billones para amortizaciones (Gráfico 9). De acuerdo con la Ley 25.152 de Administración de los Recursos Públicos, el Poder Ejecutivo elabora anualmente un Presupuesto Plurianual, que cubre una ventana temporal de tres años. Aunque pretende ser un marco de referencia para los presupuestos anuales, al ser de carácter meramente informativo y no estar sustentado en un marco fiscal de mediano plazo, los montos incluidos no resultan vinculantes en ningún sentido. Asimismo, no se ajustan periódicamente junto con las modificaciones al presupuesto anual, sino que simplemente se reemplazan una vez al año cuando se publica una nueva ventana de tres años.

En la práctica, no cumplen con su pretendida función de ser una guía para la formulación de los presupuestos anuales y una referencia para la elaboración de una estrategia de financiamiento de mediano plazo. Un rediseño de este instrumento, en la forma de un marco fiscal de mediano plazo, fortalecería el proceso de toma de decisiones en materia de política fiscal al reducir la miopía y poner mayor énfasis en el impacto permanente de las alternativas bajo análisis.

Gráfico 9: Presupuesto 2019: Crédito inicial, modificaciones y ejecución. En miles de millones de \$



Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Secretaría de Hacienda.

## 5. El seguimiento de la evolución de la deuda pública

A nivel gubernamental, en la Argentina existen diferentes organismos públicos que efectúan un seguimiento de la deuda pública nacional. De acuerdo con su ámbito de actuación y a sus funciones específicas, abordan distintos aspectos del tema.

En el ámbito del Poder Ejecutivo, los instrumentos de seguimiento más relevantes son:

- Estadísticas de deuda pública. Elaboradas y publicadas por la Secretaría de Finanzas, presentan numerosos conjuntos de datos relativos a la evolución del stock de deuda, su composición (por moneda, acreedor, instrumento, legislación, plazo, tipo de tasa, etc.), factores de variación, perfil de vencimientos y colocaciones de títulos, con diferentes frecuencias de actualización.

- Informes de ejecución presupuestaria. La Secretaría de Hacienda publica mensualmente reportes de ejecución presupuestaria en base caja y en base devengado, que incluyen agregados correspondientes a los servicios de la deuda<sup>5</sup>. Adicionalmente, los datos desagregados “arriba de la línea” son de acceso público a través de la web de Presupuesto Abierto<sup>6</sup>.

- Cuenta de Inversión. Elaborada anualmente por la Contaduría General de la Nación (CGN), es el principal documento mediante el cual el Poder Ejecutivo rinde cuentas de su gestión ante el Congreso. Como parte de su análisis de tipo económico, financiero y patrimonial, aborda aspectos vinculados a la gestión de la deuda pública, incluyendo el uso de las autorizaciones de endeudamiento incorporadas en el articulado de la Ley de Presupuesto, y la cuantificación de las operaciones del ejercicio de referencia.

En el ámbito del Poder Legislativo es posible mencionar:

- Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC). Esta oficina cuenta con un área específica dedicada al análisis de la deuda<sup>7</sup>, que publica un informe mensual de operaciones de deuda en el que hace un seguimiento detallado de las emisiones de títulos y desembolsos de préstamos, operaciones de manejo de pasivos, pagos de intereses y amortizaciones. También monitorea el uso de las autorizaciones de endeudamiento incluidas en la ley de presupuesto y presenta una estimación actualizada del perfil de vencimientos de deuda. En el Recuadro 2 se describen la misión y las principales funciones de la OPC.

- Comisión Bicameral de Seguimiento de la Deuda<sup>8</sup>. Compuesta por diez diputados y diez senadores, su objeto principal es el seguimiento de la evolución, gestión y pagos de la deuda pública nacional. Para ello, recibe periódicamente información del Poder Ejecutivo y tiene la facultad de solicitar datos adicionales.

- Auditoría General de la Nación (AGN). Como parte del control ex post de la gestión de gobierno, la AGN realiza análisis de auditoría de diferentes tipos (financiera, de legalidad, de gestión, patrimonial, etc.), que abarcan la gestión de la deuda pública. Su informe anual de auditoría sobre la Cuenta de Inversión trata cuestiones de deuda; además, publica regularmente estudios específicos del tema.

La OPC, la Bicameral de Deuda y la AGN tienen funciones, objetivos y características diferenciados, aunque el objeto de interés compartido genera posibilidades de colaboración. Respetando sus distintos roles y responsabilidades, la OPC mantiene contactos con la Bicameral de Deuda y firmó un convenio marco de cooperación a nivel técnico con la AGN.

#### Recuadro 2: Qué es la OPC

La Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC) es un organismo desconcentrado del Congreso de la Nación, cuya misión primaria es asistir técnicamente al parlamento en temas fiscales, de manera de reducir la asimetría de información que tradicionalmente hay entre el Ejecutivo y el Legislativo, y a la vez profundizar el componente técnico del debate parlamentario en cuestiones de política fiscal. Fue creada a fines de 2016 por la Ley 27.343, y comenzó a operar a principios de 2018 con la designación de su primer cuerpo de directores. Su funcionamiento se rige por los principios de independencia política, rigurosidad metodológica y transparencia. Sus directores y analistas tienen un perfil técnico, y son seleccionados a través de concursos de oposición y antecedentes. Realiza estudios y análisis sobre diferentes aspectos de la política fiscal (presupuesto, tributación, deuda pública, impacto de políticas), y produce estimaciones del impacto presupuestario de proyectos de ley. Todos los informes que emite son de acceso público y están disponibles en la página web institucional.

A nivel internacional, en las últimas dos décadas, hubo un auge de este tipo de organismos, conocidos como Instituciones Fiscales Independientes (IFIs), tanto en economías avanzadas como en mercados emergentes. Si bien cada IFI tiene sus características particulares, derivadas de las circunstancias de su creación y de su evolución histórica, su objetivo general es promover la transparencia de las finanzas públicas y con ello mejorar la gestión fiscal y contribuir a la prevención de futuras crisis. Sus tareas apuntan a combatir la opacidad en las finanzas públicas, que puede manifestarse a través de fenómenos, como la ambigüedad de la meta o posición fiscal, la contabilidad creativa y el sesgo excesivamente optimista en las estimaciones del impacto presupuestario de medidas de política propuestas y en las proyecciones macrofiscales. De este modo, las IFIs velan ex ante, y en tiempo real, por la transparencia fiscal, complementando así el control ex post que realizan las instituciones gubernamentales de auditoría.

## 6. Análisis de sostenibilidad: ¿para qué?, ¿cómo?, ¿quién?

La sostenibilidad de la deuda es un concepto complejo de definir y de evaluar. Particularmente a partir de la crisis financiera internacional de 2008, numerosas instituciones ajustaron su definición de sostenibilidad e introdujeron avances metodológicos para analizarla.

De acuerdo con una definición práctica del Fondo Monetario Internacional comúnmente utilizada, se puede decir que la deuda pública de un país es sostenible si se considera que “el gobierno puede hacer frente a los servicios de la deuda (pago de intereses y amortización) en el mediano y largo plazo sin necesidad de una reestructuración amplia o default, y sin recurrir a un ajuste fiscal de una magnitud que resulta económica o políticamente inviable”.

El análisis de sostenibilidad de la deuda es de naturaleza prospectiva, ya que implica formarse una idea de cómo va a evolucionar el stock de pasivos a lo largo del tiempo; para ello es necesario contar con una proyección de los flujos de ingresos y gastos (incluidos los servicios de la

deuda), así como también del tipo de cambio (dado su impacto sobre el endeudamiento en moneda extranjera). De este modo, las proyecciones de la dinámica de la deuda dependen en buena medida de fenómenos macroeconómicos y financieros que son por definición inciertos y volátiles.

Otro elemento importante para considerar son las fuentes y condiciones de financiamiento disponibles. Dada la volatilidad propia de los mercados financieros, el acceso al mercado a tasas razonables puede verse súbitamente alterado frente a shocks que derivan en cambios en la “percepción” de los inversores; esos shocks pueden ser de naturaleza global o específicos del país en cuestión. Esto resalta la importancia de evaluar el grado de realismo de los supuestos de financiamiento incorporados en las proyecciones, y de analizar la sensibilidad de los resultados frente a un eventual deterioro de las condiciones de acceso al crédito voluntario. Por último, el análisis se enfrenta a la dificultad de determinar qué sendero de ajuste fiscal resulta “económica y políticamente viable”, concepto de por sí variable y complicado de medir. Dado que la sostenibilidad no es directamente medible (a diferencia de otros objetivos de política, como la estabilidad de precios o el pleno empleo, que se pueden aproximar con un grado razonable de precisión), es necesario recurrir a diferentes indicadores para efectuar el análisis. Si bien el ratio deuda/PBI es el más difundido y comentado, no existe un único indicador que refleje todos los aspectos relevantes de un fenómeno que es intrínsecamente complejo. Algunos indicadores buscan medir la capacidad de pago por medio de una combinación entre variables de deuda (stock de deuda, vencimientos de capital e interés) y distintas aproximaciones de la capacidad del gobierno de obtener recursos para atender los servicios de la deuda (PBI, exportaciones, recaudación, reservas). Otros se enfocan en la composición (por moneda, plazo, acreedor) del stock de deuda y sus flujos asociados. Un análisis integral debería incluir un conjunto suficientemente amplio y variado de indicadores que permitan identificar vulnerabilidades frente a diferentes tipos de riesgos, tanto desde el punto de vista de la liquidez como de la solvencia.

Otro factor relevante para determinar la robustez del análisis está dado por la cobertura institucional e instrumental de los agregados considerados, que debería ser lo más amplia posible. Esto refiere a la definición de deuda pública considerada, tanto en términos del agregado institucional (administración central, administración nacional, sector público nacional, también incluyendo provincias, etc.) como de los instrumentos incluidos (bonos, préstamos financieros, deudas comerciales, documentos a pagar, deuda flotante, garantías, etc.). La cuestión de los pasivos contingentes (explícitos e implícitos) es de especial relevancia, dado su rol como factor desestabilizante en numerosos países durante la crisis financiera global de 2008.

Existen varios enfoques alternativos que pueden utilizarse a la hora de realizar un análisis de sostenibilidad. Un primer grupo es de tipo determinístico, dado que se construye alrededor de un escenario (base) elaborado sin incertidumbre, a partir del cual se proyecta la dinámica futura de la deuda. Dentro de este grupo hay alternativas que se centran en evaluar un conjunto determinado de indicadores de endeudamiento, y otras opciones más avanzadas que consideran la hoja de balance intertemporal del sector público, es decir que incluyen tanto activos como pasivos del gobierno, explícitos e implícitos. Para tratar de compensar las limitaciones propias que derivan del uso de supuestos potencialmente arbitrarios, se suele complementar los análisis de tipo determinístico con instrumentos que incorporan una cierta noción de variabilidad, tales como análisis de sensibilidad, escenarios alternativos y “stress tests”.

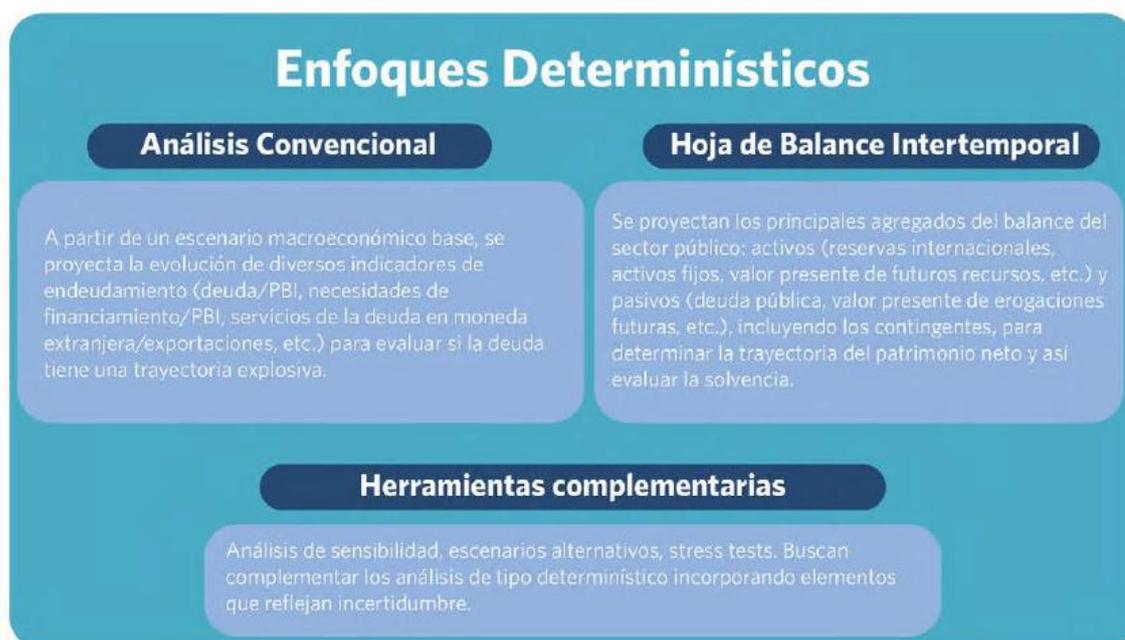
Por su parte, los enfoques de tipo estocástico buscan incorporar la incertidumbre de forma explícita, como un componente central del análisis, con el objetivo de identificar fuentes y magnitudes de los riesgos subyacentes. Algunas metodologías de este tipo son los análisis de Valor a Riesgo, métodos con vectores autoregresivos, análisis de pasivos contingentes<sup>10</sup> a partir de métodos de valuación de opciones y los llamados índices de stress fiscal (Diagrama II).

En general, el responsable primario de efectuar un análisis de sostenibilidad de la deuda pública (y uno de los principales interesados) es el propio gobierno, como parte de la llamada “función macrofiscal<sup>11</sup>” que tradicionalmente corresponde al “Ministerio de Finanzas” o su equivalente (de Economía, Hacienda, etc.). El análisis de la dinámica de los déficits y la sostenibilidad de la posición fiscal está estrechamente vinculado y se complementa con otros componentes, como la generación de proyecciones macrofiscales y el análisis del impacto fiscal de políticas impositivas y de gasto. El foco en este rol se ve reforzado a la luz de la tendencia global de un cambio en los ministerios de finanzas desde un “modelo tradicional” centrado en funciones regulatorias y operativas/transaccionales (procesamiento de pagos, control presupuestario) hacia un “modelo emergente” más enfocado en el análisis estratégico y la formulación de políticas<sup>12</sup>.

Existen múltiples sinergias entre la realización de un análisis de sostenibilidad y otras funciones estratégicas en materia de política fiscal. Por un lado, la existencia de un sólido marco macrofiscal que genere proyecciones robustas es un requisito fundamental para la elaboración de un buen análisis de sostenibilidad. Por el otro, los resultados del análisis de sostenibilidad constituyen un insumo clave para la formulación y actualización de la estrategia de deuda de mediano plazo, que representa el plan del gobierno para lograr la composición de su cartera de deuda pública que mejor se alinea con sus preferencias de costo y riesgo.

A lo largo de las últimas dos décadas ha habido un auge del interés por la transparencia fiscal, con esfuerzos simultáneos de numerosos gobiernos para mejorar y aumentar la publicación de información y documentos sobre finanzas públicas.

Esta tendencia incluye la producción de informes de sostenibilidad fiscal, tanto en países avanzados como en emergentes, y el desarrollo a nivel global de un conjunto de buenas prácticas en materia de transparencia (FMI, OCDE, Unión Europea, IPSASB). En particular, el Código de Transparencia Fiscal del FMI sugiere que los gobiernos deberían analizar y publicar regularmente informes sobre los diferentes riesgos que afectan a las finanzas públicas, abordando cuestiones, como las contingencias (garantías gubernamentales, PPPs, contingencias presupuestarias, entre otras), e incluyendo proyecciones de largo plazo sobre la evolución de las principales variables fiscales. En la Argentina, el Poder Ejecutivo no publica ningún informe que incluya un análisis de sostenibilidad fiscal. Existen instituciones de diferentes ámbitos que desarrollan este tipo de estudios: organismos internacionales (FMI, Banco Mundial), privados (bancos, consultoras, ONGs) y otras agencias del sector público (OPC). No obstante, estos análisis externos pueden complementar pero no sustituir la responsabilidad del gobierno de evaluar la sostenibilidad fiscal y brindar acceso al público a los resultados de dicho análisis.



## 7. Conclusiones

Los análisis de sostenibilidad buscan mejorar la comprensión y cuantificación de las vulnerabilidades que presentan la estructura y el perfil de la deuda, promoviendo así una administración de riesgos eficiente. En los últimos años cobró notable impulso a nivel global el

interés por refinar las técnicas usadas para los análisis de sostenibilidad y por incrementar la difusión de estos, en línea con un esfuerzo generalizado por promover la transparencia fiscal.

En la Argentina, el historial de crisis recurrentes vinculadas a elevados niveles de endeudamiento resalta la importancia de tener una deuda pública sostenible, requisito ineludible para garantizar la estabilidad macroeconómica y financiera, y así permitir que el Estado cumpla con sus funciones esenciales. Más allá de los diferentes tipos de seguimiento de la deuda pública que se efectúan desde distintas áreas del Estado, resultaría un avance institucional la generación y publicación por parte del gobierno de un análisis de sostenibilidad de la deuda y de una estrategia de gestión de la deuda de mediano plazo (MTDS, por sus siglas en inglés), así como también la inclusión sistemática de un programa financiero suficientemente detallado en el proyecto de ley de presupuesto.

De todos modos, dichas herramientas no resuelven el problema por sí solas, sino que deben venir acompañadas de cierto consenso a nivel político y social sobre la necesidad de implementar políticas fiscales responsables que mantengan la deuda pública en niveles manejables, y adoptar estrategias de financiamiento prudentes en términos de riesgos. La promoción de la transparencia fiscal mediante la ampliación y mejora de la información estadística y analítica disponible contribuye a generar incentivos para que deudores y acreedores adopten prácticas saludables que preserven la sostenibilidad y faciliten la mitigación de riesgos. El Congreso, por su parte, tiene la posibilidad de dar mayor visibilidad a la problemática a través del debate parlamentario enriquecido con contenido técnico.

## **8. Referencias bibliográficas**

- Allen, R.; Hurcan, Y.; Murphy, P.; Queyranne, M.; y Yläoutien, S. (2015), *“The Evolving Functions and Organization of Finance Ministries”*, IMF Working Paper 15/232.
- European Commission (2019), *“Fiscal Sustainability Report 2018”*.
- Fainboim, I. y Lienert, I. (2018), *“The Macroeconomic Function and its Organizational Arrangements”*, IMF Technical Notes and Manuals.
- International Monetary Fund (2002), *“Assessing Sustainability”*.
- International Monetary Fund (2019), *“Fiscal Transparency Code”*.
- Kopits (2019), *“Fiscal Sustainability and Risk”* [Presentación].
- Kopits (2014), *“Coping with Fiscal Risk: Analysis and Practice”*, OECD Journal on Budgeting, vol. 4, no. 1.
- OECD (2012), *“Debt and Macroeconomic Stability”*, OECD Economics Department Policy Notes, No. 16.
- Wang, R. F., Irwin, T. C. y Murara, L. K. (2015), *“Trends in Fiscal Transparency: Evidence from a New Database of the Coverage of Fiscal Reporting”*, IMF Working Paper 15/188.

1Bajo el supuesto de un stock de deuda que se mantiene constante (endeudamiento neto es cero), una estrategia de financiamiento a plazos más cortos resulta en pagos brutos mayores que con plazos más largos.

2El artículo 58 de la Ley 24.156 dispone la clasificación de la deuda por deudor principal (directa e indirecta) y por residencia del acreedor (interna y externa). Adicionalmente, se utilizan otras clasificaciones, como ser por legislación (nacional y extranjera), moneda de denominación, tipo de tasa (fija, variable), etc.

3Ley 24.156, artículos 60, 62, 64 y 82.

4Las operaciones “debajo de la línea” incluyen las transacciones de activos y pasivos financieros que no forman parte del resultado operativo. La diferencia entre los recursos (Fuentes Financieras) y los usos (Aplicaciones Financieras)

representa el financiamiento neto, que es equivalente al déficit financiero de las operaciones “arriba de la línea” (recursos y gastos corrientes y de capital).

5 Los informes de ejecución presupuestaria en base devengado no incluyen las partidas “debajo de la línea” (endeudamiento y amortizaciones).

6 <https://www.presupuestoabierto.gob.ar/sici/>

7 Dirección de Análisis y Sostenibilidad de la Deuda Pública.

8 Comisión Bicameral Permanente de Seguimiento y Control de la Gestión de Contratación y de Pago de la Deuda Exterior de la Nación, creada por la Ley 27.249, sancionada en 2016.

9 Paralelamente, en los últimos años viene desarrollándose la idea de analizar la “sostenibilidad fiscal”, concepto asociado a la sostenibilidad de la deuda, pero que se centra en la tendencia actual de la política fiscal. A modo de comparación, en un momento dado se podría decir que la política fiscal es insostenible si el déficit primario es mayor que el requerido para estabilizar la deuda pública, pero, al mismo tiempo, la deuda puede ser sostenible si el ajuste fiscal necesario para estabilizarla es económica y políticamente factible.

10 En las últimas décadas, y en especial a partir de la crisis financiera global de 2008, aumentó la importancia de los pasivos contingentes como fuente de riesgos fiscales, con potencial de afectar la sostenibilidad de la deuda pública.

11 La “función macrofiscal” refiere al desarrollo de un entorno de trabajo integrado que funciona como marco general para la toma de decisiones estratégicas en relación con la política fiscal (definición de metas fiscales sostenibles, generación de proyecciones realistas de ingresos y gastos fiscales, elección entre diferentes opciones de política, seguimiento de riesgos fiscales).

12 Allen et al. (2015).

## **9. ADENDA AL ARTÍCULO PRINCIPAL (29-06-2020) SOBRE EL PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN DE LOS BONOS CON LEGISLACIÓN EXTRANJERA**

A fines del año pasado, la deuda pública argentina mostraba claros signos de insostenibilidad. La pérdida de acceso a los mercados había bloqueado la refinanciación voluntaria de los servicios de deuda, haciendo evidente la imposibilidad de hacer frente a los vencimientos en tiempo y forma.

En ese contexto, existía relativamente amplio consenso sobre la necesidad de reestructurar la deuda pública. Ya desde antes de asumir, la nueva administración declaró su intención de encarar un proceso de ese tipo. En febrero de este año, se sumó la declaración del Fondo Monetario Internacional (FMI), que calificaba la deuda argentina como insostenible y señalaba la necesidad de llevar a cabo una operación de reestructuración que contara con un aporte significativo de los acreedores privados. Las características particulares de los diferentes segmentos de la deuda pública (en términos de tipos de instrumento, legislación y acreedores) determinan la necesidad de procedimientos diferenciados a la hora de encarar una reestructuración. Los instrumentos normativos y los procesos de negociación utilizados son sustancialmente distintos para modificar las condiciones contractuales de un préstamo bancario o de un bono emitido bajo legislación extranjera.

A la hora de encarar la reestructuración de la deuda, el gobierno optó por una estrategia secuencial, apuntando primero a resolver la renegociación de los títulos públicos emitidos bajo ley extranjera, que involucran una estructura legal relativamente compleja y tienen un perfil de acreedores sofisticado.

Este proceso comenzó formalmente con un anuncio inicial pocos días después del cambio de gobierno. A fin de enero se publicó un cronograma de acciones que contaba con varias etapas y preveía el cierre y liquidación de la operación para fin de marzo. Sin embargo, ya se observaba una serie de demoras en acciones intermedias cuando, a mediados de marzo, la declaración de la cuarentena por la pandemia de Covid-19 terminó por retrasar todo el proceso.

Como parte del intercambio con los acreedores, a fines de marzo, el gobierno presentó sus “lineamientos para la sostenibilidad de la deuda” que incluían un conjunto de supuestos sobre las principales variables macroeconómicas (crecimiento real, resultado fiscal primario, balanza comercial, reservas internacionales), que servirían de base para proyectar la capacidad de pago del

país y así determinar el nivel de alivio requerido para que la deuda volviera a una trayectoria sostenible. Paralelamente, el FMI publicó su análisis de sostenibilidad, en el que definía un escenario macroeconómico y evaluaba diferentes supuestos de financiamiento para la Argentina, también con el objeto de estimar el alivio requerido para restaurar la sostenibilidad.

Cabe destacar que los escenarios macroeconómicos en los que se basaron los análisis del gobierno y del FMI fueron construidos antes de que la pandemia de Covid-19 alcanzara su plenitud, por lo que subestiman en gran medida el violento shock negativo que significaron para la actividad económica a nivel global y doméstico la expansión de la enfermedad y las medidas gubernamentales para combatirla. Esto reduce significativamente la relevancia actual de ambos análisis a la hora de estimar la capacidad de pago de la Argentina y determinar las características que una eventual reestructuración debería tener para garantizar una trayectoria sostenible.

De todas formas, el proceso siguió su curso con la presentación de la oferta argentina a fines de abril, que dio comienzo a la etapa más intensa de negociación entre el gobierno y los acreedores. Para coordinar sus acciones e incrementar su poder de negociación, los principales bonistas se aglutinaron en tres grandes agrupaciones de acreedores<sup>1</sup>, compuestas en su gran mayoría por gestores de fondos de inversión con sede en EE.UU. Estos grupos son los que participan de manera directa de las conversaciones con las autoridades argentinas, que se realizan en el marco de acuerdos de confidencialidad.

La oferta inicial argentina fue registrada ante el organismo regulador de valores de EE.UU. (Securities Exchange Commission, SEC) y proponía una operación de canje por nuevos bonos de manera de modificar el perfil de vencimientos aliviando la carga de pagos especialmente en los próximos años. De acuerdo con los términos de la oferta, los bonistas tenían plazo hasta el 8 de mayo para expresar su consentimiento con respecto a la operación. Sin embargo, llegada esa fecha límite, el nivel de aceptación alcanzado resultó insuficiente, por lo que el gobierno dispuso la primera de sucesivas prórrogas para permitir la continuación de las conversaciones con los principales acreedores.

A partir de entonces, continuaron las rondas de negociación entre las partes, en las que se discuten tanto las condiciones financieras de la operación (quita nominal, tasas de interés, período de gracia, plazos de repago, tratamiento de los intereses corridos, etc.) como diversas cláusulas legales aplicables a los nuevos títulos a emitirse. Si bien la mayor parte de las conversaciones se han venido desarrollando bajo acuerdos de confidencialidad, a lo largo de los últimos meses hubo diversas instancias intermedias en las que las partes informaron sobre los avances del proceso y dieron a conocer los lineamientos de las propuestas intercambiadas.

Debido a la multiplicidad de variables que entran en la discusión, para la evaluación y comparación de las ofertas suele recurrirse a indicadores que buscan resumir sus términos financieros. En particular, resulta útil estimar el valor presente de las propuestas, considerando el flujo de pagos de los nuevos instrumentos a emitirse<sup>2</sup>, la relación de canje entre los títulos elegibles y los nuevos, y utilizando como tasa de descuento el rendimiento esperado que tendrían los nuevos bonos una vez terminada la operación (exit yield). Adicionalmente, debe evaluarse el impacto que cada propuesta tiene sobre el perfil de vencimientos, en particular en cuanto a la carga de pagos en los primeros años.

Las sucesivas ofertas de la Argentina pasaron de un valor estimado<sup>3</sup> promedio de en torno a USD40 para los bonos denominados en dólares en la propuesta original del 22 de abril a alrededor de USD52 (más un VRI vinculado a las exportaciones) en la última propuesta difundida públicamente el 17 de junio<sup>4</sup>. Del lado de los acreedores, las primeras contrapropuestas de mediados de mayo estaban en torno a USD61-63, que se fueron reduciendo hasta un rango de USD55-60 más distintas alternativas de VRI (atados al PBI o a las exportaciones) (Ver Tabla A).

Analizando los perfiles de vencimiento que resultarían de las diferentes propuestas (Tabla B y Gráfico A), se observa también una convergencia relativa a lo largo de las sucesivas rondas de negociación.

En términos de cupón de interés promedio (Gráfico B), las ofertas argentinas fueron aumentando progresivamente hasta 3,63 % para los títulos en dólares, con un máximo de 5 %. Mientras que en la última oferta conjunta de los grupos AHGB y EBG se llega a 4,15%, con un máximo de 5,75 %. Como referencia, el cupón promedio de los bonos elegibles es de 6,9%, por lo que las últimas propuestas representarían una reducción de alrededor de 3 puntos porcentuales, con la mayor parte del alivio concentrado en los primeros años, dada la estructura de cupones crecientes (step up) de todas las propuestas

Más allá de la distancia que todavía existe en los valores estimados a partir de los flujos de pagos, las últimas propuestas de los acreedores y de la Argentina revelan que también existen diferencias en varias cláusulas legales aplicables a los nuevos bonos (cláusulas de recompra de bonos nuevos, nueva definición de eventos de default, exigencia de realizar revisión del Artículo IV del FMI, intereses adicionales en caso de incumplimiento, ampliación de los activos embargables que quedan fuera de la inmunidad soberana, cláusula RUFO).

En caso de que finalmente se llegue a un acuerdo y se pueda completar la operación de manera exitosa, llegará el momento de evaluar la sostenibilidad de los resultados, para lo cual resultará indispensable ajustar el escenario macroeconómico a la luz del impacto de la actual pandemia, reevaluar los supuestos de financiamiento utilizados teniendo en cuenta el resultado de los procesos de reestructuración de los otros componentes de la deuda (FMI, bonos ley local) e incorporar precisiones sobre el marco futuro de política económica, que será un factor fundamental para determinar la capacidad de pago del país.

*Propuestas de Reestructuración de los Bonos con Legislación Extranjera*

**Tabla A**  
**Valuación de las propuestas.** Supuesto de exit yield: 10%

PROPUESTAS	Valor Presente promedio cada VN 100	
	Bonos en USD	Bonos en EUR
Deuda actual	84,9	81,0
<b>Propuestas de Argentina</b>		
Argentina I (22-abr)	40,4	36,9
Argentina II (26-may) <sup>1</sup>	47,3	41,5
Argentina III (17-jun) <sup>1</sup>	52,1 + VRI (expo)	48,5 + VRI (expo)
<b>Contrapropuestas de bonistas</b>		
AHGB (15-may) <sup>2</sup>	63,3	57,8
BG + EBG (15-may) <sup>2</sup>	61,2 + VRI (PIB)	56,8 + VRI (PIB)
AHGB/EBG (27-may) <sup>2</sup>	61,6 + VRI (PIB)	56,6 + VRI (PIB)
AHGB/EBG (14-jun) <sup>1,2</sup>	60,5 + VRI (PIB)	54,3 + VRI (PIB)
BG (17-jun) <sup>1</sup>	54,7 + VRI (expo)	51,0 + VRI (expo)

<sup>1</sup> Incluye instrumento emitido por cupones vencidos e intereses corridos.

<sup>2</sup> Incluye pago en efectivo por cupones vencidos e intereses corridos

Fuente: OPC (Oficina de Presupuesto del Congreso)

**Tabla B**  
**Perfil de vencimientos.** En millones de USD

	2020-2024	2020-2030	Perfil total (2020-2117)		
	Servicios totales	Servicios totales	Principal	Intereses	Servicios totales
Perfil actual	31.121	72.530	66.306	60.063	126.369
<b>Propuestas de Argentina</b>					
Argentina I (22-abr)	1.206	29.929	61.949	20.996	82.945
Argentina II (26-may) <sup>1</sup>	2.537	34.289	64.708	23.100	87.808
Argentina III (17-jun) <sup>1</sup>	3.792	40.501	67.296	26.495	93.792
<b>Contrapropuestas de bonistas</b>					
AHBG (15-may) <sup>2</sup>	8.055	46.727	66.483	44.961	111.444
BG + EBG (15-may) <sup>1,2</sup>	9.250	47.071	65.617	44.287	109.904
AHBG/EBG (27-may) <sup>1,2</sup>	7.205	47.167	66.186	40.998	107.184
AHBG/EBG (14-jun) <sup>1,2</sup>	7.226	43.425	67.104	35.867	102.971
BG (17-jun) <sup>1</sup>	3.634	44.165	68.127	24.934	93.062

<sup>1</sup> No incluye instrumentos vinculados al PBI o a las exportaciones (VRI)

<sup>2</sup> Incluye pago en efectivo por cupones vencidos e intereses corridos.

Fuente: OPC (Oficina de Presupuesto del Congreso)

**Gráfico A**  
**Perfil de vencimientos, en millones de USD**  
Fuente: OPC (Oficina de Presupuesto del Congreso)

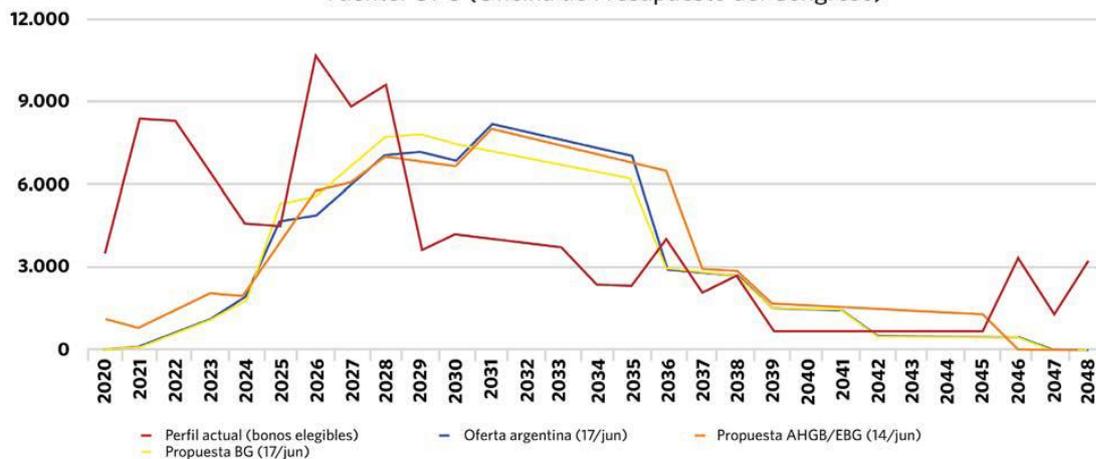
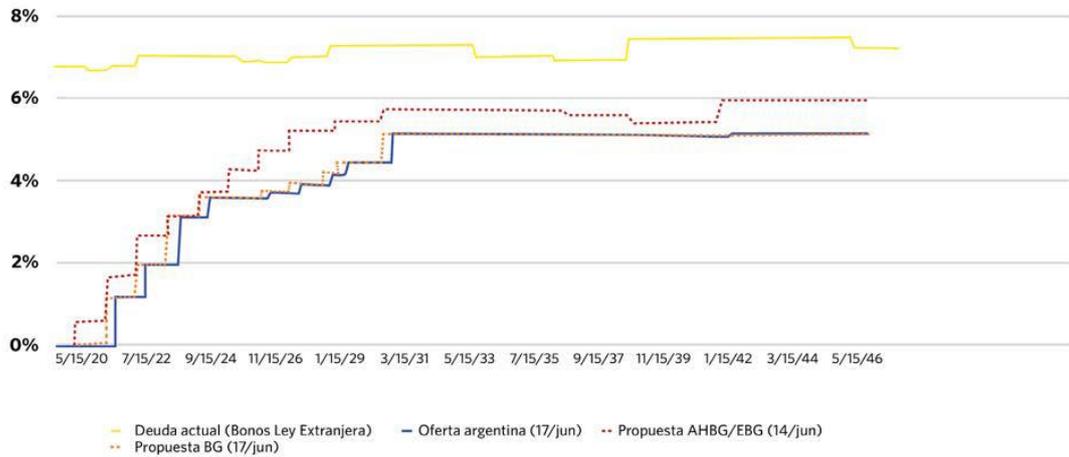


Gráfico B  
 Cupón de intereses promedio  
 Bonos en USD con legislación extranjera  
 Fuente: OPC (Oficina de Presupuesto del Congreso)



- 1 Da Hoc Argentine Bondholder Group (AHBG), Exchange Bondholder Group (EBG) y Bondholder Group (BG).
- 2 Además de bonos, algunas de las propuestas presentadas incluyen diversas variantes de instrumentos contingentes (value recovery instruments, VRI), atados al crecimiento del PBI y a las exportaciones.
- 3 En términos de valor presente neto.
- 4 Para más detalles sobre el contenido de las diferentes propuestas, se pueden consultar los informes de la Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC) sobre el tema, publicados el 25 de abril, el 22 de mayo y 22 de junio del Corriente