

**Respuesta al pedido solicitado por el Ministerio de Economía de la Nación a la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA.**

Atento al pedido del ministro de Economía Sergio Tomás Massa, se procede a dar respuesta a las consultas realizadas en torno a la operación de canje de títulos públicos que involucra a un conjunto de organismos del sector público nacional. Las mismas refieren exclusivamente al impacto que este canje podría generar en el patrimonio contable de los organismos involucrados. La respuesta plasmada en este documento se realiza a partir de información suministrada por el propio Ministerio y no debe considerarse de forma alguna como un juicio de política económica ni un análisis del impacto completo y potencial de la propia valuación desarrollada, ni de las implicancias macroeconómicas y financieras de la iniciativa bajo análisis.

Si bien esta medida involucra a más de un centenar de dependencias públicas, la gran mayoría de los títulos incluidos en los Anexos I y II del decreto bajo análisis forman parte de la cartera del Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Previsional Público de Reparto (FGS). De acuerdo con lo establecido por el Art. 1º del Decreto N° 897/07 de creación del FGS y la normativa complementaria, dicho fondo tiene como finalidad:

- a) Atenuar el impacto financiero que sobre el régimen previsional público pudiera ejercer la evolución negativa de variables económicas y sociales.
- b) Constituirse como fondo de reserva a fin de instrumentar una adecuada inversión de los excedentes financieros del régimen previsional público garantizando el carácter previsional de los mismos.
- c) Contribuir a la preservación del valor y/o rentabilidad de los recursos del Fondo.
- d) Atender eventuales insuficiencias en el financiamiento del régimen previsional público a efectos de preservar la cuantía de las prestaciones previsionales.
- e) Procurar contribuir, con la aplicación de sus recursos, de acuerdo a criterios de seguridad y rentabilidad adecuados, al desarrollo sustentable de la economía nacional, a los efectos de garantizar el círculo virtuoso entre el crecimiento económico sostenible, el incremento de los recursos destinados al Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) y la preservación de los activos de dicho Fondo.

A raíz del debate público en relación con este tópico, resulta importante destacar que habiendo transcurrido más de 15 años desde su conformación, el FGS nunca fue utilizado para solventar las insuficiencias en el financiamiento del régimen previsional público ni para preservar la cuantía de las prestaciones previsionales a cargo de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES). El fondo mencionado constituye un stock que no debe confundirse con el flujo correspondiente al pago periódico de los haberes jubilatorios. En ese sentido, la operatoria bajo análisis no se corresponde con ningún impacto directo en el haber a percibir por los beneficiarios enmarcados en el SIPA. La eliminación de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) y la unificación del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones en un único régimen previsional público dispuestas por la Ley 26.425 en el año 2008, confirmó el financiamiento del SIPA por parte de la ANSES a través de un sistema solidario de reparto combinando financiamiento contributivo y no contributivo, en el que el Tesoro Nacional garantiza el pago de las obligaciones asumidas en cada período.

En ese marco, la tenencia de títulos públicos emitidos por el Tesoro nacional en poder del FGS representa una acreencia contra la entidad responsable del pago de las jubilaciones y pensiones. En términos de contabilidad nacional, las operaciones de colocación de instrumentos de deuda entre ambos organismos representan una variación de la deuda del Tesoro, pero no una variación de la deuda pública del Sector Público Consolidado visto en su conjunto.

En consecuencia, la operatoria de canje en proceso de análisis implicaría, con independencia de la valuación resultante, de efecto neutro para el sector público consolidado, dentro del cual la ANSES se encuentra incluida. Sin perjuicio de ello, debe considerarse el efecto relacionado con el aumento de la deuda pública nominada en moneda extranjera en manos del sector privado, que resultaría como parte de la operación bajo análisis de la eventual venta de títulos públicos en el mercado a precios muy por debajo de la par, y cuya contrapartida es la convalidación de elevados retornos en moneda extranjera.

Luego de dichas aclaraciones, se procede a dar respuesta a las preguntas formuladas por el ministro de Economía.

### **Pregunta N°1**

El anexo I del DNU 164/2023, comprende los títulos públicos denominados y pagaderos en dólares estadounidenses emitidos bajo legislación local. En tal sentido, las especies que serán vendidas por los organismos públicos son aquellas correspondientes a los códigos de negociación: AL29, AL30, AL35, AE38, y AL41. Esta venta deberá realizarse en el mercado secundario, a precios de mercado, según lo estipulado por el Art. 2° del DNU 164/2023.

Asimismo, el Art. 4° del citado decreto fija que el 70% del producido por las operaciones de venta de los títulos alcanzados se suscribirán a un Bono Dual 2036 a un plazo de 13 años, denominados en dólares y pagaderos en moneda local. El mismo tendrá una amortización íntegra al vencimiento y un tipo de ajuste que será el máximo resultante entre el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) (el cual sigue con cierto rezago la tasa de inflación) y el tipo de cambio de referencia publicado por el B.C.R.A. en función de la Comunicación "A" 3500. Este devengará cupones

anuales de 3%, pagaderos semestralmente y una TIR del 8% nominal. Ello implica un precio de suscripción de 60,38 por cada 100 VN.

El 30% restante de la operación de venta queda como disponibilidad para los organismos alcanzados y podrá ser invertido en otros activos financieros conforme fija el Art. 4° del DNU 164/2023.

Las tenencias de Bonos Duales 2036 que los organismos alcanzados reciban producto de las operaciones realizadas serán valuadas en los estados contables de los organismos involucrados a valor técnico (VT) conforme lo dispuesto por el Art. 6° del DNU 164/2023.

Los precios de los bonos a subastar son incluidos a valores de mercado (VM) correspondiendo su precio a los vigentes al cierre del día 27 de marzo de 2023 en el mercado secundario, momento en que fue realizada la consulta.

El tipo de cambio (TC) seleccionado para realizar los cálculos corresponde al del cierre del 27 de marzo de 2023 según Comunicación "A" 3500 BCRA, en este caso con un valor de \$207,42. No contempla esta valuación otros tipos de cambio alternativos en virtud de las disposiciones solicitadas en el DNU.

Teniendo en cuenta los lineamientos mencionados, se obtienen los siguientes resultados:

*Tabla 1 Resultado patrimonial con valuación a VT de los bonos Duales 2036 en relación a Bonares*

Bono	Valores Nominales (VN)	Valor Técnico (VT)	Precio (P)	Valor de mercado (VM)	VN recibidos del Bono Dual 2036 (70% del producido)	\$ recibidos por Duales 2036 a VT (70% del producido)	Remanente en \$ (30% restante)	Ganancia en el balance de entidades del SP (en \$)	Ganancia contable en el balance de entidades del SP (en %)
	(1)	(2)	(3)	(4)=(1)* (3)	(5)= (4)*70% / (60.38*TC)	(6)=(5)*TC	(7)=(4)*0.3	(8)=(6)+(7)-(4)	(9)=(8)/(4)
<b>AL29</b>	100	100,22	89,0	8.900	50	10.317	2.670	4.087	45,9%
<b>AL30</b>	100	100,11	87,5	8.750	49	10.143	2.625	4.018	45,9%
<b>AL35</b>	100	100,33	85,0	8.500	48	9.854	2.550	3.904	45,9%
<b>AE38</b>	100	100,86	99,5	9.951	56	11.536	2.985	4.570	45,9%
<b>AL41</b>	100	100,78	89,0	8.900	50	10.317	2.670	4.087	45,9%
<b>Ganancia contable promedio</b>									<b>45,9%</b>

Conforme las pautas hasta aquí mencionadas, por cada valor nominal del Bono Dual 2036 que se entrega a los organismos públicos alcanzados por el DNU, estos obtendrán una valorización del +45,9% en sus hojas de balance conforme lo observado en la columna (9) de la Tabla N°1.

Este resultado se construye en base a una valuación a VT de los nuevos bonos recibidos (Duales), en donde por cada peso a VM recibido por la venta de los AL´s recibirían 70 centavos en Bonos Duales al precio de colocación consistente con un 8% de TIR nominal, y un remanente de 30 centavos que le quedan a la entidad en forma de pesos para futuras inversiones.

No obstante ello, la ganancia de la operación por cada VN se conforma como el promedio ponderado de la valorización del Bono Dual (recibido hoy a \$0.6038 por cada VN) y valuado a \$1 de VT en los estados contables, implicando un aumento del 65,6%, junto a una ganancia nula por el remanente en pesos (0%). Por lo tanto, se obtiene una ganancia en el balance de las entidades alcanzadas por el DNU de  $0.7*(65,6\%) + 0.3*(0\%) = 45,9\%$ . Dicho resultado, resulta evidente conforme la diferencia de paridades de los bonos a canjear y su posterior valuación a valor técnico. **En este sentido, la ganancia contable plasmada en este ejercicio se verifica en virtud del cambio en la forma de registración de los títulos públicos canjeados.**

Por lo tanto, se concluye que la operación de venta de los títulos del Anexo I y posterior suscripción del Bono Dual 2036 no supone, en el momento inicial, una pérdida en el valor de la cartera de los organismos públicos y su revalorización contable promedia el 45,9% a los precios del 27 de marzo de 2023.

### ***Pregunta N° 2***

El Anexo II del DNU 164/2023, comprende los títulos públicos denominados y pagaderos en dólares estadounidenses emitidos bajo legislación extranjera. En tal sentido, las especies que serán canjeadas por los organismos públicos son aquellas correspondientes a los códigos de negociación: GD29, GD30, GD35, GD38, y GD41.

En este caso, el canje de estos bonos se realiza por un Bono Dual 2036 en una relación 1 a 1 a valor técnico (VT).

Al igual que en el caso anterior, las tenencias de Bonos Duales 2036 que los organismos alcanzados reciban producto de las operaciones realizadas serán valuadas en los estados contables a valor técnico conforme lo dispuesto por el Art.6° del DNU 164/2023.

Los precios de los bonos a subastar son incluidos a valores de mercado (VM) correspondiendo su precio a los vigentes al cierre del día 27 de marzo de 2023 en el mercado secundario, momento en que fue realizada la consulta.

El tipo de cambio (TC) seleccionado para realizar los cálculos corresponde al del cierre del 27 de marzo de 2023, según Comunicación "A" 3500 BCRA, en este caso con un valor de \$207,42. No contempla esta valuación otros tipos de cambio alternativos en virtud de las disposiciones solicitadas en el DNU.

Teniendo en cuenta los lineamientos mencionados, se obtienen los siguientes resultados:

Tabla 2. Resultado patrimonial con valuación a VT de los bonos Duales 2036 en relación con los Globales

Bono	Valores Nominales (VN)	Valor Técnico (VT)	Precio (P)	Valor de mercado (VM)	Paridades (c/ 100 VN)	Valor de la operación de canje	VN recibido por FGS	Ganancia en el balance de entidades del SP (en \$)	Ganancia contable en el balance de entidades del SP (en % a VT)
	(1)	(2)	(3)	(4)=(1)*(3)	(5)=(4)/TC	(6)=(2)*(1)/100*TC	(7)=(6)/TC	(8)=(7)*TC-(4)	(9)=(8)/(4)
GD29	100	100,22	100,0	10.000	48,2	20.788	100,22	10.788	107,9%
GD30	100	100,11	100,5	10.050	48,5	20.765	100,11	10.715	106,6%
GD35	100	100,33	92,8	9.280	44,7	20.810	100,33	11.530	124,3%
GD38	100	100,86	114,3	11.425	55,1	20.920	100,86	9.495	83,1%
GD41	100	100,78	104,5	10.450	50,4	20.904	100,78	10.454	100,0%
<b>Ganancia contable promedio</b>								<b>104,4%</b>	

Por cada VN del Bono Dual 2036 que se entrega a los organismos alcanzados por el DNU, éstos obtendrían una valorización contable. Dicha revalorización inmediata tiene origen en que los bonos globales que se canjean 1 a 1 en valor técnico (valor de emisión del bono), actualmente presentan paridades en torno a 49 (sujeto al tipo de cambio oficial). Por tanto, cada título hoy valuado con paridades de 49 en la hoja de balance de los organismos públicos resulta intercambiado por un nuevo bono valuado con una paridad de 100, lo que implica una revalorización contable promedio de +104,4%. **Nuevamente, la ganancia contable plasmada en este ejercicio, se verifica en virtud del cambio en la forma de registración de los títulos públicos canjeados.**

Ahora bien, si se efectúa la misma valuación contable, pero tomando los bonos duales a precios de suscripción (60,38) consistentes con una TIR nominal del 8% anual y manteniendo las mismas consideraciones utilizadas en el cálculo a valor técnico, se obtiene la siguiente tabla:

Tabla 3. Resultado patrimonial con valuación a precios de suscripción de los bonos Duales 2036 en relación con los Globales

Bono	Valores Nominales (VN)	Valor Técnico (VT)	Precio (P)	Valor de mercado (VM)	Paridades (c/ 100 VN)	Valor de la operación de canje	VN recibido por FGS	Ganancia en el balance de entidades del SP (en \$ a Precios de suscripción)	Ganancia en el balance de entidades del SP (en %)
	(1)	(2)	(3)	(4)=(1)*(3)	(5)=(4)/TC	(6)=(2)*(1)/100*TC	(7)=(6)/TC	(8)=((6)*0.6038)-(4)	(9)=(8)/(4)
GD29	100	100,22	100,0	10.000	48,2	20.788	100,22	2.552	25,5%
GD30	100	100,11	100,5	10.050	48,5	20.765	100,11	2.489	24,8%
GD35	100	100,33	92,8	9.280	44,7	20.810	100,33	3.286	35,4%
GD38	100	100,86	114,3	11.425	55,1	20.920	100,86	1.208	10,6%
GD41	100	100,78	104,5	10.450	50,4	20.904	100,78	2.173	20,8%
<b>Ganancia contable promedio</b>								<b>23,4%</b>	

Nótese en este caso que la tabla computa la misma cantidad de VN recibido por el bono dual, aunque la ganancia en el balance de las entidades del SP resulta menor habida cuenta que se toma como costo de adquisición el precio de suscripción de cada bono en el mercado de emisión primario, al 27 de marzo de 2023. En base a ello, la ganancia contable promedio es de 23,4%.

Como corolario de lo expuesto, suponiendo que el canje de los bonos globales contemplados en el Anexo II del mencionado Decreto se realizara en una relación 1 a 1 a valor técnico, se concluye en el momento inicial, que ésta no supone una pérdida en el valor de la cartera de los organismos públicos, generándose por el contrario una revalorización contable en el orden del 104,4% a valor técnico y una revalorización del 23,4% en base a los valores de suscripción, a los precios vigentes al 27 de marzo de 2023.

**Consideraciones particulares:**

Si bien en ambas preguntas formuladas por el ministro de Economía exclusivamente solicitan evaluar una pérdida o ganancia contable en la cartera de los organismos involucrados, atendiendo a los principios de objetividad, rigurosidad e independencia de la FCE-UBA, es necesario dar cuenta que:

- A efectos de evaluar las consecuencias agregadas de la operación de canje, más allá del efecto sobre la valuación de activos establecidos en el mismo Decreto N° 164/2023, sería necesario un análisis macroeconómico integral que excede este informe técnico.
- La valorización favorable de la cartera en términos de valor técnico se logra a costa de una extensión de la vida media de la cartera de los organismos involucrados, por lo que subas de la tasa de interés local o internacional podrían afectar negativamente su rendimiento.
- Adicionalmente, la operatoria de desprendimiento de los títulos incluidos en el anexo I y II del Decreto N°164/2023 convalidan reducidas paridades en el mercado actual. Queda fuera del presente informe evaluar si la premura por realizar la operatoria, hubiese tenido similares márgenes de ganancia contable en escenarios financieros más estables.
- Aun frente a una liquidez inmediata en moneda local fruto de la venta del 30% de los Bonares mencionada en la pregunta N°1, la mayor extensión de plazos implica una disminución de la liquidez en moneda extranjera para los nuevos títulos.
- La realización de la operatoria bajo análisis a paridades actualmente bajas, debería evaluarse a tasas acordes a escenarios de mayor estabilidad económica. Si ese fuese el caso, la ganancia contable aquí expuesta sería considerablemente inferior, habida cuenta del mayor costo que acarrea para los organismos públicos la venta o cesión de títulos a precios reducidos.

- Para los resultados aquí expuestos se consideró una tasa de rendimiento del 8% nominal según lo especificado en el Anexo III del DNU N° 164/2023, sin que ello implique análisis prospectivo en torno a la sostenibilidad de la deuda o las condiciones de su refinanciamiento futuro.
- Es oportuno poner en consideración la consolidación del manejo de las cajas y las tenencias de activos financieros de distintos organismos del SPN establecidos en el DNU N° 164/2023 de acuerdo con los principios de la Ley N° 24.156. Aunque excede a los objetivos del presente informe, como parte de dicha consolidación, podría resultar adecuado evaluar la conveniencia o no de netear posiciones acreedoras y deudoras intra sector público a efectos de que los indicadores de deuda pública bruta que suelen considerar los mercados financieros reflejen de manera más adecuada la posición deudora subyacente del sector público consolidado.

*Mg. Julián Gabriel Leone*  
T° 14 F° 152 - C.P.C.E.C.A.B.A.

*Mg. Daniel Alberto Miliá*  
T° 14 F° 142 - C.P.C.E.C.A.B.A.