



Títulos Vinculados al PBI (Cupón)

Autores: Pablo Andrés Gambandé María Sol Calvento
Agostina Salman Romina Soledad Pereira

ANTECEDENTES

A partir de la crisis del 2001, la República Argentina quedó imposibilitada de atender los pagos de su deuda pública nacional en los términos contractuales originales, pero comenzó un plan de reestructuración de deuda a fin de normalizar la relación con sus acreedores.

En la actualidad, el pago de la deuda se encuentra en proceso de normalización. En el año 2004 se logró firmar la normativa necesaria que permitió realizar la primera operación de canje de deuda para “todos los servicios de deuda pública nacional contraída originalmente con anterioridad al 31 de diciembre de 2001”¹. Una medida unilateral que sería aceptada por algunos de sus acreedores, mayormente personas físicas.

Fuera de ese canje quedarían²: 1) los poseedores de títulos de deuda que no acordaron con el gobierno argentino (holdouts y otros), 2) el Club París

y 3) el Fondo Monetario Internacional. Se enlistan aquí mayormente a las personas ideales, y algunas personas físicas, con el poder económico y el tiempo suficiente para poder demandar una solución que no sea la propuesta unilateral de la República Argentina en 2004.

A partir de 2005 se vienen cumpliendo los pagos pactados según los nuevos términos contractuales definidos en el Decreto 1735/04. En resumen son cinco (5) nuevos instrumentos: cuatro (4) representan la deuda argentina en monedas extranjera (conocidos como Cupones y emitidos en Pesos, Dólares Estadounidenses, Euros y Yenes Japoneses), y el quinto es un instrumento derivado, denominado “Valor Negociable Vinculado al PBI”, en relación al crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI) argentino. Las monedas, además de representar la deuda, nos muestran también la jurisdicción donde se resolverá cualquier diferencia que pudiera ocurrir.

Los cupones buscan refinanciar 41.800 millones de dólares estadounidenses y pagarían los intere-

1. Ley 25.827. Art. 59.

2. Actores que no se analizaron en nuestro trabajo dado que llegarán a acuerdos de normalización de deuda y relación con el gobierno argentino por canales diferentes.

ses en ciertas condiciones³.

El Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) se convierte en un organismo clave para definir el pago o no pago de la deuda pública argentina, dado que será el organismo encargado de realizar los informes necesarios sobre el crecimiento del PBI argentino.

Particularmente, el INDEC empleará la “metodología de cálculo de las cuentas nacionales”, que será la que determine cuánto creció el PBI argentino. Para ello se fijó una base de cálculo en relación a los precios del año 1993. Esta base de cálculo se mantendrá desde la emisión de los cupones hasta el 27 de marzo de 2014, donde el INDEC publica la estimación preliminar de la actividad económica del año 2013, empleando una nueva base con precios en relación al año 2004.

El 21 de febrero del 2014 INDEC informa el crecimiento del PBI 2013, de un 4,9%, empleando el cálculo de las cuentas nacionales a precios 1993. Un mes después, el 27 de marzo del 2014, INDEC publica un crecimiento del PBI 2013 del 3%, empleando el cálculo de las cuentas nacionales a precios 2004. Aquí comienza el conflicto legal. El motivo es el cambio de año base para calcular el PBI. El decreto que dio vida a los cupones sostiene que “el INDEC calcula el PBI Real Efectivo utilizando 1993 como el año de precios básicos. Si en cualquier año, el INDEC cambiará el año base para calcular el PBI Real Efectivo, el Caso Base del PBI será ajustado del mismo modo”.

Por otro lado, el conflicto de valores legales y morales surgen de los intereses de los actores involucrados: el gobierno nacional, los acreedores, y la nación argentina.

La aceptación por parte de las mayorías gubernamentales y civiles, sean el gobierno, la justicia

y el pueblo, se fundamenta en los actos del arco político oficialista que acompañaron al Poder Ejecutivo en su nueva política económica sin medir consecuencias. El arco político opositor y la justicia actuaron, llegaron a destiempo y sin la contundencia necesaria para abaratar los costos económicos y sociales.

Además, se suma la indiferencia de la mayoría del pueblo argentino, dada por un desconocimiento general respecto a la situación de la deuda argentina. Esa indiferencia comenzaría a cambiar a partir de los arreglos con Repsol, el Club de París y la resolución judicial con los holdouts y otros tenedores no reestructurados (quienes no aceptan el canje en 2001).

Los tenedores, tanto argentinos como extranjeros, manifiestan su intención de cobrar ya que ellos accedieron a la reestructuración de la deuda

3. Dec.1735/04; Anexo; Folio 976. Condiciones de pago: La Argentina efectuará un pago sobre los Títulos Vinculados al PBI respecto de cualquier año de referencia en particular, únicamente si se cumplen las tres condiciones siguientes:

a) Para el año de referencia, el PBI Real Efectivo supera el Caso Base del PBI; b) Para el año de referencia, el crecimiento anual en el PBI Real Efectivo supera la tasa de crecimiento indicada para ese año en el Caso Base del PBI (como referencia para el tenedor, el Caso Base del PBI para 2004 es Ar\$275.276,01 millones, medido en pesos de 1993) y, c) El total de los pagos efectuados sobre un Título Vinculado al PBI no supera el límite máximo de pago para ese Título Vinculado al PBI.

El crecimiento anual del “PBI Real Efectivo” se mide como el “PBI real efectivo” para el Año de Referencia dividido por el PBI Real Efectivo para el Año anterior al Año de Referencia, menos uno. El PBI Real Efectivo para el Año de Referencia y el año anterior deberán medirse, respectivamente, utilizando el mismo año base, ajustándose el PBI Real Efectivo para el año anterior al Año de Referencia como se describe en la definición de PBI Real Efectivo.



Argentina, con las condiciones que ésta establece. Por otra parte, el oficialismo y la oposición mayormente declaran que el país no debe pagar considerando que crecimiento del PBI fue insuficiente.

Finalmente está el pueblo argentino que dado el desconocimiento en base a la deuda presenta una indiferencia generalizada, sin embargo, aquellos interesados se postula a favor de no pagar la deuda mientras que unos pocos, buscan recurrir a la justicia para la solución de este conflicto.

A este conflicto se sumará el entorno mundial, caracterizado por la opinión pública internacional, y a su vez demarcado por los acuerdos que se

alcanzaron con el Fondo Monetario Internacional y el Club de París, y con la resolución con los Holdouts. El principio de buena fé internacional, sin ser escrito, vale una regla para todos los Estados. Los exhorta al diálogo a través de la honradez y la sinceridad, esperándose de las partes interesadas capacidad de resolución pacífica y justa, en términos de cumplimiento, bajo un entendido y compartido lenguaje moral. Las denuncias y reclamos externos, desde una óptica dielógica, resultan así influyentes en las decisiones del gobierno nacional frente a esta situación.-





CONCLUSIONES

- 1) La República Argentina, desde 2004, buscó reestructurar su deuda externa logrando un cumplimiento de pago polémico pero aceptado por la mayoría del Gobierno, el Poder Judicial y el pueblo argentino en general. Situación que cambiaría el primer trimestre de 2014.
- 2) Previamente, durante el 2007 y 2008, suscitaron diferentes polémicas dado que unos pocos actores, mayormente considerados de la oposición, denunciaron la intervención y la manipulación del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INDEC), y el supuesto pago de cupones cuando el país no debería haberlo hecho.
- 3) De no pagar los Cupones a fin de año, la situación de auxilio financiero de Argentina se complicaría en su corto plazo dados los compromisos ya asumidos con el Club de París, Repsol y los holdouts. - Partiendo del hecho concreto de que el gobierno argentino ya definió el cambio de año base para calcular el crecimiento del PBI, adelantando que no pagará, y que el dictamen se conocerá recién a fin del corriente año, se considera que Argentina estaría ganando tiempo para resolver el pago a los no-reestructurados, a expensas de los que ya aceptaron la reestructuración a través de los cupones. Estrategia que tendría como fin el postergar y reordenar los plazos de pago. Sea de la deuda que sea: reestructurada o no-reestructurada. Estrategia que podría llevar a la Argentina a enfrentar otras sentencias en las jurisdicciones extranjeras que fueron elegidas al momento de emitir los cupones (Estados Unidos de América, Unión Europea y Japón).
- 4) El pago a los holdouts y al Club París podría llevar a la República Argentina a "dibujar" el crecimiento de su PBI, y aunque esta vez el dibujo se acercara más a la realidad económica del país, la propia legislación argentina, mediante el Decreto 1735/04, impondría condiciones que en el deber de ser respetadas obligan al gobierno a pagar.
- 5) En caso de que el gobierno decida no pagar, negando la información técnica necesaria para el cálculo del crecimiento del PBI con la nueva base, o empleando algún otro método, la República Argentina entraría casi automáticamente en una nueva serie de juicios internacionales.-

RECOMENDACIONES

La primera recomendación que surge es que la Argentina emplee una sola base para calcular el crecimiento del PBI en el año 2013, sea la de precios 1993 o la de 2004, respetando la fórmula ofrecida en el Decreto 1736/04. De dicha aplicación surgirá si debe o no debe pagar.

La decisión política de no pagar a los tenedores de deuda reestructurada debería ser descartada desde el principio, dado que la Argentina correría un riesgo elevado de ser juzgada en jurisdicciones extranjeras, porque así lo definió en las reglas de juego de los cupones.

Más allá de esa primera recomendación, surge la posibilidad de que el gobierno no pague los cupones. De ocurrir esto, se recomienda la readquisición de los cupones a precios bajos por parte de los órganos del Estado argentino.

Los tenedores de bonos merecen un punto apar-

te en el análisis. Sean nacionales o extranjeros, personas físicas o personas ideales, dado que eligieron los cupones como forma de ahorro con una expectativa de suba en el precio de los mismos. Sus intenciones pueden ir desde el ahorro genuino, esperando el interés pactado, hasta la especulación desmedida, calculando tiempos y precios de compra-venta. Posiblemente, los actuales tenedores de cupones se vean en la situación de aceptar la respuesta del gobierno de no pagar, y es posible que muchos de ellos, principalmente los pequeños o medianos ahorristas argentinos, deban vender sus cupones a precios bajos situación que facilitará la aparición de oportunistas financieros que, por estructura y poder económico, podrán adquirir baratamente los cupones y especular con un nuevo juicio contra el Estado argentino, análogo al reciente y popular con los holdouts.-



Material empleado para el análisis

DIMENSIÓN SOCIOLÓGICA:

- 09DIC04: Se emite el Decreto 1735/2004 "a fin de consolidar la situación financiera del ESTADO NACIONAL y de normalizar las relaciones con los acreedores, es necesario implementar la mencionada operación de reestructuración" Refinancia u\$s 41.800.000.000.
- El INDEC emplea el cálculo de las cuentas nacionales a precios 1993.
- 15DIC05: SE PAGA EL CUPON.
- 15DIC06: SE PAGA EL CUPON.
- ENE07: El secretario de Comercio,Guillermo Moreno, y la Ministra de Economía y Producción, Felisa Miceli, reemplazan: a la directora nacional de Estadísticas, Clyde Trabuchi y a la directora de precios del INDEC, Graciela Bevacqua, por Beatriz Paglieri.
- 15DIC07: SE PAGA EL CUPON.
- FEB07: El Fiscal de Investigaciones Administrativas, Manuel Garrido, abre el expediente N 2376 en base a una denuncia del bloque de senadores del radicalismo. Solicitan se investigue a Moreno por intento de violar el secreto estadístico.
- 13JUN07: Felisa Miceli aprueba el proyecto de reestructuración del Indec elevado por el director del organismo, Alejandro Barrios. Se contempla un cambio en la manera de medir la inflación y se decidió la continuidad de Beatriz Paglieri, funcionaria designada por Guillermo Moreno.
- 15DIC08: SE PAGA EL CUPON.
- 15DIC09: NO SE PAGA EL CUPON.
- 15DIC10: SE PAGA EL CUPON.
- 15DIC11: SE PAGA EL CUPON.
- 15DIC12: SE PAGA EL CUPON.
- 28MAY13 El diputado Alfonso Prat-Gay radica una denuncia por falsificación de datos del Estimador Mensual Industrial (EMI) y alcanza a: la Presidenta, Moreno y la secretaria de Comercio Exterior, Beatriz Paglieri; la directora del INDEC, Ana María Edwin, y los funcionarios Norberto Itzcovich, José Luis Blanco y Jorge Adrián Souto.
- 29MAY13 El fiscal federal Federico Delgado impulsa una causa penal contra la Presidente Cristina Fernández y el Secretario de Comercio Guillermo Moreno por la presunta falsificación de las estadísticas del INDEC.
- 17JUL13 La presidente de la República Argentina, Cristina Fernández de Kirchner, asegura un crecimiento económico de 4,9 hasta mayo 2013 ("el mes pasado anuncié que en abril habíamos crecido un 7 por ciento contra abril del año 2012, y en este mes de mayo, comparado con el del año anterior, el crecimiento fue de un 7,8 por ciento, en tanto el acumulado fue del 4,9 por ciento").
- 12SEP13: El Presupuesto prevé un crecimiento económico de 6,2%.
- 27SEP13: El director técnico del INDEC, Norberto Itzcovich, califica de "inverosímil" al trabajo realizado por un estudio de un investigador de la UBA y por Ariel Coremberg (ex empleado del INDEC) que realizan por convenio UBA-CONICET.
- 14NOV13 El diputado Alfonso Prat-Gay radica otra denuncia en el Juzgado Criminal y Correccional Federal N°2 (juez Sebastián Ramos). Tema: Sobreestimación del ritmo al que crece la economía en los últimos años y pagos en dólares por un monto mayor al que corresponde.
- 15DIC13: NO SE PAGA EL CUPON TVPP.
- 21FEB14: El INDEC informa que el crecimiento del PBI 2013 = 4,9%. Según su Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE acumulado año). Se emplea el cálculo de las cuentas nacionales a precios 1993.
- 27MAR14: El ministro de Economía, Axel Kicillof, junto a los directores del INDEC Ana María Edwin y Norberto Itzcovich, informan el crecimiento del PBI 2013 = 3%. Aclara: "ahora el PIB se calculó con una nueva base, tomada a partir del censo económico del 2004, y no con los valores del 1993"... "este dato que damos a conocer hoy es una instancia preliminar, luego tendremos en junio el número provisorio y en septiembre recién el final que determina si hay o no pago por cupón PBI".
- 27MAR14: El INDEC publica el documento: "Informe de Avance del Nivel de Actividad" trata la estimación preliminar de actividad económica año 2013. En el se informa que el crecimiento del PBI 2013 = 3%. **Se emplea el cálculo de las cuentas nacionales a precios 2004.**

- 03ABR14: Jefe de Gabinete, Jorge Capitanich, informa que no se pagará el cupón en diciembre 2014.

- 07ABR14: El ministro de Economía, Axel Kicillof, declara que el pago o no del cupón se definirá en septiembre 2014. Ese mes se dará el "dato definitivo" del crecimiento de PBI 2013.

- 09MAY14: El INDEC publica el documento: "Nuevo año Base en el Cálculo de las Cuentas Nacionales de la República Argentina (se relaciona a la metodología de cálculo de crecimiento de PBI).

- 10MAY14 Una consultora informa que aunque quisieron calcular el empalme de la base en el 2003, no existen datos del cuarto trimestre de 2013 con base 93 en el informe del INDEC.

- 14MAY14 El ex diputado Prat-Gay amplía su denuncia realizada el 28MAY13-

- La situación de emergencia de reestructuración hace necesaria la exceptuación de los artículos 7 y 10 de la ley 23.928 (Conferencia de las partes y Enmienda de la Convención de tenedores de bonos de deuda)

DIMENSIÓN NORMATIVA:

- Decreto 1735/04 + Anexos: Estos nuevos instrumentos están diseñados para reducir... la combinación de número de bonos, de monedas extranjeras y de jurisdicciones legales respecto a los hoy existentes en la deuda a reestructurar... lo que redundará en reducir impactos negativos en cuestiones fiscales y económico financieras para la REPUBLICA ARGENTINA.

- Decreto 1735/04 Que los términos y condiciones de los instrumentos de la deuda pública que se contempla retirar como consecuencia del canje, poseen cláusulas de prórroga de jurisdicción a favor de tribunales extranjeros y, con ciertas limitaciones, de renuncia a invocar la inmunidad soberana y la inembargabilidad de los bienes del ESTADO NACIONAL, lo cual resulta de práctica habitual en el mercado financiero internacional, en materia de endeudamiento de países.

- Que el Artículo 16 de la Ley N° 11.672, Complementaria Permanente de Presupuesto (t.o. 1999)

faculta al PODER EJECUTIVO NACIONAL a 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.

- La República Argentina no renuncia a inmunidad alguna respecto de la ejecución de sentencias que deriven de las cláusulas de prórroga de jurisdicción, inclusive respecto de los bienes detallados según convención de Viena de 1961, etc.

- En la Foja 946 del anexo correspondiente al decreto 1735/04 se aclara que "La Argentina en un Estado soberano extranjero. Por ende, los inversores podrían tener dificultades para obtener o ejecutar sentencias de tribunales de los Estados Unidos y otras jurisdicciones contra la Argentina".

- Folio 976 Dec.1735/04 Anexo

Condiciones de pago:

- **El producto bruto interno real efectivo** ("PBI real efectivo") es el producto interno bruto de la Argentina en pesos constantes para cada año calendario conforme lo publicado en el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC). El INDEC calcula actualmente el PBI Real Efectivo utilizando 1993 como el año de precios básicos. Si en cualquier año, el INDEC cambiará el año base para calcular el PBI Real Efectivo, el Caso Base del PBI será ajustado del mismo modo. Por ejemplo: Si el PBI Real Efectivo para 2006 es Y, en ese caso el Caso Base del PBI = (Caso Base del PBI según el cuadro anterior multiplicado por una fracción, cuyo numerador es Y y cuyo denominador es X.

- **El producto bruto interno nominal efectivo** ("PBI nominal efectivo") es el producto interno de la Argentina en pesos corrientes para cada año calendario conforme lo publicado en el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).

Condiciones de pago: La Argentina efectuará un pago sobre los Títulos Vinculados al PBI respecto de cualquier año de referencia en particular, únicamente si se cumplen las tres condiciones siguientes:

- Para el año de referencia, el PBI Real Efectivo supera el Caso Base del PBI:

- Para el año de referencia, el crecimiento anual en el PBI Real Efectivo supera la tasa de crecimiento indicada para ese año en el Caso Base del PBI (como referencia para el tenedor, el Caso Base del PBI para 2004 es Ar\$275.276,01 millones, medido en pesos de 1993) y,
- El total de los pagos efectuados sobre un Título Vinculado al PBI no supera el límite máximo de pago para ese Título Vinculado al PBI.
- El crecimiento anual del "PBI Real Efectivo" se mide como el "PBI real efectivo" para el Año de Referencia dividido por el PBI Real Efectivo para el Año de Referencia, menos uno. El PBI Real Efectivo para el Año de Referencia y el año anterior deberán medirse, respectivamente, utilizando el mismo año base, ajustándose al PBI Real Efectivo para el año anterior al Año de Referencia como se describe en la definición de PBI Real Efectivo.

- Riesgos relativos a los Títulos Vinculados al PBI (foja 985. Dec. 1735/04)

- Habida cuenta de que el desempeño histórico del PBI de la Argentina quizá no sea indicativo del desempeño futuro, no es posible asegurar que estas condiciones para el pago se cumplirán cada año, ni tampoco que llegará a cumplirse. (...)

- Cualquier variación en el cálculo o compilación del producto bruto interno de la Argentina por el INDEC (...) podrá producir una disminución en el valor de los títulos Vinculados al PBI o en su rendimiento. La Argentina no estará obligada a efectuar un ajuste respecto de los montos pagados previamente a los Tenedores de los Títulos Vinculados al PBI en razón de los cambios que pudieran incidir en el cálculo del producto bruto interno de la Argentina.

- Factores de riesgos relativos a la Argentina

- Cualquier revisión de las cuentas oficiales financieros o económicos de la Argentina como consecuencia de cualquier examen posterior de esos datos por el Banco Central u otras entidades gubernamentales podría tener un efecto adverso sustancial en la capacidad de la Argentina para atender el servicio de su deuda pública.

DIMENSIÓN DIKELÓGICA:

- El gobierno ahorraría aproximadamente USD 3.550.000.000 por no pagar el cupón.
- El Gobierno argentino: "La entrega del instrumento derivado vinculado al Producto Bruto Interno (PBI) constituye una forma de compatibilizar intereses de los tenedores con el objetivo central de la política económica actual, cual es la consolidación del crecimiento económico, factor determinante, a su vez, de la capacidad de pago de la REPÚBLICA ARGENTINA". Dec 1735/04.
- 12DIC12: La presidente Fernández de Kirchner: "me sigo arremangando todos los días para juntar la plata para pagar la deuda".
- 20JUL13 Schmidt-Liermann (Diputado- PRO) "Si vamos a tener que pagar por algo de lo que no somos responsables, lo van a terminar pagando los que menos tienen, como siempre". LA NACIÓN.
- 20JUL13: La diputada Bullrich (Unión por todos): "Si siguen mintiendo, van a ser responsables de malversación de fondos públicos" (Busca llevar el tema a la justicia). LA NACIÓN.
- 07ABR14: Prat Gay: "Un alivio para las alicaídas reservas del Banco Central y, también, para el sentido común. El cupón ya es un regalo a los bonistas cuando crecemos bien. Pagarlo cuando no creemos lo suficiente es directamente una estafa" ... "Como revisaron el cálculo de crecimiento, revisen entonces la tasa potencial para compensar a los bonistas. Este disparate interpretativo es contrario a la lógica económica y a la letra y el espíritu del contrato del cupón del PBI." EL CRONISTA - Prat Gay: ¡Maldito Cupón (del PBI)!
- 17FEB14: Vladimir Werning, economista de JPMorgan, declara: "el nuevo IPC constituye un anticipo del primer intento hacia la normalización de las hasta ahora distorsionadas estadísticas del IPC y el PBI". (Clarín).
- 02ABR14: La consultora (Ecolatina) declara que el Ejecutivo "tomó noción de que inflar el crecimiento del 2013 tendrá un impacto negativo significativo sobre las reservas a fines del corriente año y decidió blanquear el crecimiento del PBI en 2013". (EL PAÍS- 2-Abril- 2014).

- 07JUN14: Christine Lagarde, directora gerente del FMI: se implementaron "todas las medidas especificadas que se habían solicitado para esta oportunidad como las medidas iniciales adoptadas para remediar las deficiencias en el suministro de datos". El (PERFIL).

- 16JUN14: Guillermo Nylsin (Economista) "Pagar los cupones y retrasar el pago al club de París, implementando una nueva política económica" (Radio Mitre).

AUXILIARES:

Principio Buena Fe: *Propio: Es un principio del Derecho Internacional Público que no ha sido consensuado o determinado internacionalmente sino que se define por la interpretación de cada sujeto de DIP. Podría definirse como: un principio general del DIP que representa la confianza y convicción existente entre dos o más sujetos respecto a una acto, hecho, opinión o declaración que se relaciona con una forma de proceder en el futuro. Muchas veces se emplea como garantía de cumplimiento o como la fuente por la cual*

un sujeto de derecho internacional se compromete a actuar de determinada manera.

Segun Eduardo Couture (Abogado y profesor uruguayo- Montevideo, 24 de mayo de 1904 -11 de mayo de 1956) Es "la calidad jurídica de la conducta legalmente exigida de actuar en el proceso con probidad, con el sincero convencimiento de hallarse asistido de razón"

Conclusiones: *Son afirmaciones que generalmente son escritas en condicional o potencial y deben surgir de los datos anteriores... algunas veces se agrega el conocimiento del analista pero es mejor que ese conocimiento esté pasado por el método intersubjetivo.*

Fuentes Normológicas involucradas y consultadas:

Constitución Nacional, Artículos 75 y 76; Ley 24.156; Ley 25.827; Ley 23.928; Decreto 1735/2004 y Decreto 256/2002.

Julio 2014



Proyectar
Nación

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina

Fotos: Proyectar Nación

Diseño: Pablo González Day

Contacto: proyectarnacion@gmail.com
www.proyectarnacion.com.ar