

Tipo de documento: Tesis de Maestría

Maestría en Economía Aplicada

Pérdidas De Valor Para Inversores: Una Radiografía De Las Reestructuraciones De Deuda De Provincias Argentinas en 2020/2021

Autoría: Pérez Aquino, Constanza

Año: 2023

¿Cómo citar este trabajo?

Pérez Aquino, C.(2023) "Pérdidas De Valor Para Inversores: Una Radiografía De Las Reestructuraciones De Deuda De Provincias Argentinas en 2020/2021". [Tesis de Maestría. Universidad Torcuato Di Tella]. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella
<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/12533>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 4.0 Argentina (CC BY-NC-SA 4.0 AR)
Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>



**UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA**

UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA
MAESTRÍA EN ECONOMÍA APLICADA

**Pérdidas De Valor Para Inversores: Una Radiografía De Las
Reestructuraciones De Deuda De Provincias Argentinas en
2020/2021**

Alumno: Constanza Pérez Aquino

Tutor: Francisco Ciocchini

Fecha: 29 de junio de 2023

Pérdidas De Valor Para Inversores: Una Radiografía De Las Reestructuraciones De Deuda De Provincias Argentinas En 2020/2021

Resumen

Este trabajo estima las pérdidas de valor para inversores de las reestructuraciones de los bonos internacionales de provincias argentinas posteriores al default y reestructuración soberana concluida en septiembre de 2020. Las pérdidas para inversores son computadas como la diferencia porcentual entre el valor presente neto de los instrumentos de deuda originales y los nuevos, descontados a tres tasas de interés distintas: i) a la tasa de interés prevalente en la fecha de consentimiento de la oferta para cada provincia, ii) a la tasa de descuento prevalente al cierre de la negociación soberana, y iii) una tasa de interés estimada de “tiempos normales”. Se encuentra que la mediana de las pérdidas o “haircuts” fueron de 18,7%, 15,8% y 6,2%, respectivamente, utilizando las distintas tasas de descuento. Al mismo tiempo, se encuentran diferencias entre provincias y distintos tipos de instrumentos, con la provincia de Buenos Aires siendo la de mayores recortes, y con pérdidas de valor significativamente menores a la mediana en el caso de los bonos respaldados por regalías de hidrocarburos. Las pérdidas de bonos provinciales fueron menores a las pérdidas estimadas de los bonos soberanos de en torno a 50%.

Palabras Clave: Deuda, Reestructuración, Provincias, Valor Presente Neto

Contenido

INTRODUCCIÓN	4
MÉTODOS	5
RESULTADOS	7
DISCUSIÓN.....	13
CONCLUSIONES	14
REFERENCIAS.....	15
APÉNDICE I.	16
APÉNDICE II.	16
APÉNDICE III.	17

INTRODUCCIÓN

En este trabajo se analiza la deuda de gobiernos subnacionales en Argentina y las experiencias más recientes de defaults y reestructuraciones de deuda internacional, concluidas en septiembre de 2021. El foco está en las pérdidas para los inversores, que da pauta de qué tan “agresiva” fue la reestructuración, y se busca hacer una comparación entre provincias, distintos instrumentos y con la reestructuración del gobierno soberano, concluida en septiembre de 2020. Entender cómo influye la percepción de la calidad crediticia del país en el momento, como se llevan a cabo las negociaciones y cuáles son las condiciones finales puede informar y dar lecciones para futuras resoluciones de deuda subnacional en Argentina o en otros países.

Los gobiernos soberanos generalmente establecen reglas fiscales y de endeudamiento de distritos subnacionales que incluyen: la capacidad o no de emitir títulos públicos, de emitirlos en moneda extranjera, autorizaciones del gobierno soberano de las deudas subnacionales, y restricciones en el endeudamiento y déficit fiscal. En varios países, los gobiernos subnacionales no pueden emitir bonos en el mercado y, para los que pueden, muchas veces estos no pueden emitir en moneda extranjera.

En el caso de Argentina, los gobiernos subnacionales – provincias y municipios – pueden emitir títulos públicos en moneda extranjera con la autorización del gobierno nacional. Endeudarse en moneda extranjera tiene ciertas implicancias financieras y macroeconómicas por el descalce de monedas en el presupuesto, y se suele referir a la incapacidad de endeudarse en la moneda doméstica como el “pecado original”, un término propuesto por Eichengreen, Hausmann & Panizza (2002). Según Eichengreen et al, la explicación de que exista este fenómeno está basada en el apetito limitado de inversores globales de una mayor diversificación de monedas en sus portafolios y costos de transacción, y no sola, o necesariamente, en las instituciones y políticas locales, si bien esta probablemente sea la explicación principal en el caso de Argentina.

Las provincias deben repagar deuda en moneda extranjera, mientras sus ingresos provenientes de recaudación de impuestos, ingresos propios no tributarios y transferencias están en pesos. La situación es la misma para el gobierno soberano, con la diferencia que el gobierno nacional tiene más herramientas de política que, al final del día, determinan las variables macroeconómicas. Mientras el soberano determina una política externa, fiscal y monetaria, para las provincias variables como la inflación o el tipo de cambio vienen dadas, y su margen de maniobra está principalmente en la política fiscal y en el manejo de deuda y liquidez. Las provincias pueden implementar medidas para promover el crecimiento económico que contribuyan al desarrollo y recaudación provincial, aunque allí también políticas nacionales como controles de capitales, seguridad jurídica y en qué medida estos factores promueven o detraen la inversión tienen un rol relevante.

Los desbalances macroeconómicos de Argentina, y sobre todo debilidades en el perfil externo, han llevado a *defaults* de deuda del soberano y de provincias posterior a la crisis de 2002 y a partir de agosto de 2019. Entre octubre de 2020 y septiembre de 2021, de un total de 14 gobiernos subnacionales con títulos en moneda extranjera, todos reestructuraron menos tres distritos: Ciudad de Buenos Aires, Santa Fe y Tierra del Fuego. La pandemia exacerbó una

situación que ya era muy vulnerable y muchas provincias enfrentaron una crisis de liquidez de corto plazo que llevó a decisiones de gasto en las que se priorizó el gasto corriente y de capital por sobre el repago de la deuda. Al mismo tiempo, los bonos emitidos en 2016 y 2017 comenzaban a amortizar a partir de 2022 con pagos en un solo año “bullet” o concentrados en tres años que, con un nivel alto de incertidumbre sobre las variables macroeconómicas en los siguientes años, como movimientos futuros del tipo de cambio y acceso a moneda dura en un contexto de reservas internacionales en deterioro, llevó a decisiones de reestructurar en el caso de algunas provincias en las que la situación de liquidez no era tan precaria.

En este trabajo utilizamos la metodología propuesta por Sturzenegger (2005) para calcular las pérdidas para inversores que surgieron de las más recientes reestructuraciones de deuda provincial. También se incluye información de los niveles de aceptación y de qué tan amigables, o no, fueron los procesos de negociación, y si ello generó diferencias en las condiciones obtenidas por las provincias. Esta experiencia podría eventualmente contribuir e informar futuras reestructuraciones y procesos de negociación de deuda tanto en Argentina como en otros países del mundo.

MÉTODOS

Se realiza un análisis de valor presente neto (VPN) comparativo entre los términos de la deuda original y la deuda reestructurada para estimar la pérdida de los inversores. El objetivo es comparar entre provincias, instrumentos, y con el soberano. A través de esta comparación y otros datos como el tiempo que llevaron las negociaciones y si hubo un default convencional (no pago), se puede entender qué tan “agresiva” fue la reestructuración.

El cálculo H_{NPV} propuesto por Sturzenegger (2005) muestra la pérdida o “haircut” que surge de comparar el VPN de los flujos de pagos de principal e interés del bono nuevo con los del original, descontados a una tasa de interés. Es importante aclarar que el VPN del bono nuevo incluye pagos de efectivo que hayan surgido de las negociaciones, generalmente para cubrir intereses vencidos durante la negociación que se cuentan desde el último pago hasta el momento del consentimiento del canje por parte de los inversores.

$$H_{NPV} \equiv 1 - \frac{NPV(\text{new}, r_{\text{new}})}{NPV(\text{old}, r_{\text{new}})}$$

H=haircut, NPV=valor presente neto, r=tasa de interés, “new” y “old” hacen referencia a los flujos de pagos de principal e interés bajo las condiciones nuevas y originales, respectivamente.

Este concepto de “haircut” propuesto difiere de algunos conceptos más simples que frecuentemente utilizan participantes del mercado financiero. Un ejemplo es el “haircut” calculado como la comparación del valor de mercado de la nueva deuda y el efectivo recibido con la suma del valor nominal del bono sumado a intereses vencidos. Este es un cálculo más simple al tomar el valor del bono y no el detalle de los términos, y también puede justificarse al existir, en algunos casos, cláusulas que aceleran y hacen inmediato el pago de toda la deuda en un escenario de default. En el método propuesto se compara el valor de los bonos nuevos

con los originales en una situación de no aceleración (en ninguno de los casos de bonos provinciales analizados se aceleró la deuda) y se basa el análisis en los términos contractuales.

Los efectos prácticos de usar el VPN en vez del valor nominal de los bonos originales son dos: 1) la tasa de interés utilizada para el VPN será mayor que la tasa de interés de los bonos y esta discrepancia será mayor cuanto mayor sea el plazo de los bonos, y 2) se utiliza la misma tasa para descontar ambos flujos de pagos, nuevos y originales. Como consecuencia, la pérdida puede ser diferente de la pérdida de valor de mercado que experimenta el inversor al momento del canje, que generalmente toma una tasa mayor previo a la reestructuración y una menor post-reestructuración. Esta diferencia de tasas refleja una mala anticipación del canje, más que sus condiciones. De hecho, recortes de tasa de interés y del valor nominal, o más pagos de principal extendidos no tendrían por qué implicar una mayor pérdida de valor de mercado en el momento del intercambio ya que la anticipación de estos términos más duros podría bajar el valor del bono original previo al canje.

Por ello, los “haircuts” que se calculan en este trabajo no reflejan la pérdida monetaria real que experimentan los inversores como consecuencia de entrar al canje. Lo que reflejan es la pérdida incurrida por los inversores que participan, en comparación con una situación hipotética en la que el gobierno no discrimina contra los inversores que eligen no participar (por ello la misma tasa de descuento). En general los inversores entran al canje por el riesgo de no pago a quienes no participan (*holdouts*). Por lo tanto, una propiedad clave de este cálculo es poder medir y hacer un ranking de los canjes de acuerdo con qué tan “agresivos” fueron.

Existe un debate sobre la tasa de interés relevante para la estimación de VPN de las pérdidas. Para el presente trabajo utilizaremos tres tasas de descuento a los fines de hacer la comparación. Se utilizan dos métodos propuestos por Sturzenegger en distintos papers (1 y 3 abajo) y se agrega uno adicional (2).

Dado que la liquidez y trading de los bonos provinciales – sobre todo durante y posterior a la reestructuración – es relativamente baja, para los primeros dos métodos tomamos como tasa de interés de referencia la TIR del bono soberano GD30 que es un bono ley NY emitido por el gobierno nacional a tasa fija en dólares estadounidenses y con vencimiento en 2030. La TIR es la tasa de rendimiento que iguala el valor presente de los flujos (principal e interés), con el precio actual del bono y refleja el nivel de riesgo o calidad crediticia percibida por el mercado para el país, y en medida similar, para las provincias.

Se utilizan en este trabajo las siguientes tres tasas de referencia:

- 1) **Fecha de consentimiento (distinta para cada provincia).** La tasa de interés en el momento inmediato post-reestructuración, que mostraría las pérdidas en ese momento. Se utiliza en este caso la tasa de interés implícita para el bono de largo plazo en dólares de Argentina tomado como referencia (GD30) en la fecha de consentimiento, en la que los inversores aceptan canjear sus bonos por la nueva estructura.
- 2) **Post-reestructuración soberana (15%).** Es la tasa de interés implícita para el GD30 en octubre de 2020, luego de que se completara la reestructura soberana. Al momento de las negociaciones era una a las que mayor referencia se hacía.

- 3) **“Tiempos normales” (8%).** Generalmente estimada tomando la relación empírica entre fundamentals económicos y spreads de financiamiento en períodos sin crisis. En este caso tomamos una tasa de 8%, que es una tasa promedio a la que las provincias emitieron bonos durante 2016 y 2017.

El debate sobre la tasa de interés a utilizar para calcular el VPN ha estado presente en las negociaciones de deuda y ha sido un punto de diferencia importante entre las estimaciones de pérdidas de los gobiernos y de los inversores.

Dada la limitada liquidez de los bonos y la simplificación a través del uso de la TIR del bono GD30, se reconoce una limitación en los cálculos al ser los bonos nuevos más largos que los originales.

Toda la información para los cálculos está tomada de los prospectos de los bonos, documentos emitidos públicamente a medida que fueron concluyendo las negociaciones¹ y las tasas de descuento de los reportes de mercado del IAMC².

RESULTADOS

Las provincias que reestructuraron todos o algunos de sus bonos internacionales fueron once: provincia de Buenos Aires, Córdoba, Neuquén, Chubut, Mendoza, Entre Ríos, Salta, La Rioja, Río Negro, Chaco y Jujuy, por un monto de US\$ 12.467 millones (deuda original vigente). Los distritos con bonos vigentes emitidos globalmente que no reestructuraron fueron: ciudad de Buenos Aires, Santa Fe y Tierra del Fuego. Es importante resaltar que la provincia de Buenos Aires representó, tanto en cantidad de bonos como en monto total de la deuda, en torno a la mitad de la deuda provincial reestructurada.

La mayoría de los bonos reestructurados eran simples o *“plain vanilla”*. Sin embargo, de un total de cinco bonos vigentes respaldados por regalías, dos fueron reestructurados. La provincia de Buenos Aires fue la única que como parte del canje emitió bonos nuevos en reemplazo de los originales (de 11 bonos a 6), mientras las demás provincias modificaron las condiciones de los bonos originales.

La mediana del tiempo promedio de negociación sin pagar la deuda vigente fue de 2 meses, aunque ponderando por los montos de la deuda, el promedio asciende a 10 meses. Esto se explica principalmente por el caso de la provincia de Buenos Aires que dejó de repagar la deuda durante 16.3 meses o a partir de abril de 2020 cuando anunció que, al igual que el gobierno nacional, iba a buscar reestructurar sus bonos en moneda extranjera y puso una primera oferta sobre la mesa. En la mayoría de los casos, al cierre de las negociaciones se calcularon los servicios de deuda vencidos y no pagados y se compensó una parte en pago de efectivo y otra parte agregando al monto principal de los bonos.

¹ Disponibles en Bolsar y en Bourse Luxembourg.

² Instituto Argentino de Mercado de Capitales.

Tabla 1. Resumen de las reestructuraciones de deuda provincial y condiciones negociadas

2020/2021	
Características generales	
Provincias con bonos internacionales	14
Provincias que reestructuraron	11
% de provincias que reestructuraron	79%
Nro bonos vigentes	30
<i>Respaldados por regalías</i>	5
Nro de bonos reestructurados	24
<i>Respaldados por regalías</i>	2
% de bonos reestructurados	80%
Monto de los bonos vigentes (mill US\$)	14,050
Monto de los bonos reestructurados (mill US\$)	12,467
% de deuda reestructurada	89%
Condiciones negociadas	
Tiempo mínimo sin pagar (meses)	0
Tiempo máximo sin pagar (meses)	16.3
Tiempo promedio de negociación (meses)	4
Cupón original (promedio ponderado)	7.82%
Cupón nuevo (promedio ponderado)	6.03%
Diferencia en cupón (puntos porcentuales)	-1.78
Vecimiento original (años)	11.3
Vencimiento nuevo (años)	18.5
Diferencia en vencimiento (años)*	7.3

Fuente: Elaboración propia en base a información de prospectos y Avisos publicados en Bolsar.

*Con respecto a vencimiento original, ponderando por bono para los que tienen más de uno.

Las condiciones negociadas por las provincias que reestructuraron sus bonos internacionales fueron similares en su estructura, ya que en todos los casos:

- i) Se extendieron los vencimientos en el tiempo, con un período de gracia y pagos de capital menos concentrados, pero sin recortes de capital, y
- ii) Se negoció una tasa de interés escalonada o “step-up”, comenzando con tasas menores a la tasa fija del bono original.

La mediana de la extensión del plazo de vencimiento de los bonos fue de 3 años y medio, que es representativo para la mayor parte de las provincias excepto Buenos Aires, que canjeó sus 11 bonos por 6 bonos con vencimientos en 2037, extendiendo el plazo en un promedio de 10 años. El período de gracia generalmente fue de 2 años, y todos los bonos simples reestructurados comienzan a pagar principal en 2023 o 2024. La diferencia en el cupón fue de en torno a 1,8 puntos porcentuales. El Apéndice I contiene más información sobre las condiciones generales por provincia.

Los bonos globales que no fueron reestructurados fueron uno de la ciudad de Buenos Aires, dos de la provincia de Santa Fe y tres bonos respaldados por regalías: de Tierra del Fuego, Salta y Neuquén. En los casos de Salta y Neuquén, que reestructuraron otros bonos (incluyendo uno respaldado por regalías en el caso de Neuquén), estos bonos en particular estaban muy próximos al vencimiento con montos de US\$ 33 millones y US\$ 6 millones vigentes, respectivamente. Tierra del fuego hizo algunas ofertas para reestructurar el bono respaldado

por regalías, pero al final optó por no hacerlo. En el caso de la ciudad de Buenos Aires y provincia de Santa Fe, parte de los motivos por los que optaron por no reestructurar estuvieron relacionados a la capacidad de repago de sus deudas y el costo de entrar en una negociación, incluyendo el reputacional.

Es importante aclarar que el bono respaldado por regalías de Neuquén que fue reestructurado incluía en la documentación de emisión cláusulas de “cross-default” y “cross acceleration” que implican que en un evento definido como “evento de default”, que incluye la falta de pago de otras deudas de la provincia, los tenedores de los bonos podrían declarar el monto total vigente del bono respaldado por regalías como pagable de forma inmediata. Como parte de las negociaciones de deuda, se ajustó el leguaje en los títulos reestructurados para evitar que sucediera el evento de default al canjear el bono simple de la provincia.

Tabla 2. Pérdida de Valor Presente Neto para el inversor

	Fecha consentimiento	Tasa de descuento	
		15%	"Tiempos Normales" = 8%
PBA max. 11 bonos	60.6%	51.6%	23.9%
PBA prom. pond. 11 bonos	39.3%	32.6%	14.0%
Mendoza	24.5%	26.0%	15.3%
Neuquen TIDENEU	23.8%	22.6%	10.3%
PBA min. 11 bonos	29.6%	21.7%	2.6%
Cordoba 2021	24.5%	21.7%	6.5%
Jujuy	25.3%	20.2%	9.4%
Cordoba 2024	19.1%	17.5%	8.4%
Chaco	20.9%	15.8%	5.0%
Rio Negro	16.5%	15.8%	10.2%
Salta	18.2%	14.6%	4.0%
Cordoba 2027	12.4%	11.3%	5.8%
La Rioja	17.0%	10.9%	-2.7%
Entre Rios	14.4%	10.3%	2.0%
Chubut (regalías)	11.0%	9.8%	0.7%
Neuquen TICADE (regalías)	6.3%	5.4%	-2.7%
Promedio	19.5%	16.7%	6.2%
Mediana	18.7%	15.8%	6.2%
Promedio ponderado	30.3%	25.5%	10.5%

Fuente: Elaboración propia en base a información de prospectos y Avisos publicados en Bolsar.

La Tabla 2 muestra la pérdida para el inversor calculada con la metodología presentada, comparando el VPN de los pagos bajo las condiciones originales y las de los bonos nuevos, y bajo distintas tasas de descuento. Se hace el cálculo para cada uno de los bonos, y en el caso de la provincia de Buenos Aires (PBA) se agrupan computando el promedio ponderado, el máximo y el mínimo de pérdidas de los 11 bonos individuales que reestructuró la provincia. Es importante mencionar que en el caso de la PBA se hacen supuestos en los canjes de bonos realizados, dado que no hay información pública precisa sobre por cuáles bonos optaron los tenedores de cada bono original (ver Apéndice II). También es relevante aclarar que, si bien la PBA reestructuró la gran mayoría de sus bonos vigentes, en dos bonos no se alcanzaron las

mayorías determinadas en las cláusulas de acción colectiva (CAC)³ de los bonos, por lo que no fueron reestructurados en su totalidad. Estos “holdouts” representaron 2,3% del monto total de bonos vigentes.

Según los cálculos presentados, y considerando las tres tasas de descuento, el mínimo de las pérdidas para inversores fue de prácticamente cero y el máximo de 60% en un caso puntual de un bono de la PBA. Tomando una tasa de descuento de 15%, la mediana de las pérdidas para inversores fue de 15,8%, con las mayores pérdidas registradas para bonos de la provincia de Buenos Aires de 32,6% en el promedio ponderado y las menores – de menos de dos dígitos – en el caso de los bonos respaldados por regalías de Neuquén (5,4%) y Chubut (9,8%).

Según distintos cálculos, las pérdidas en VPN de la reestructuración soberana fueron de en torno a 50%, si bien no se cuenta con un cálculo que se sepa esté realizado bajo la metodología del presente trabajo.

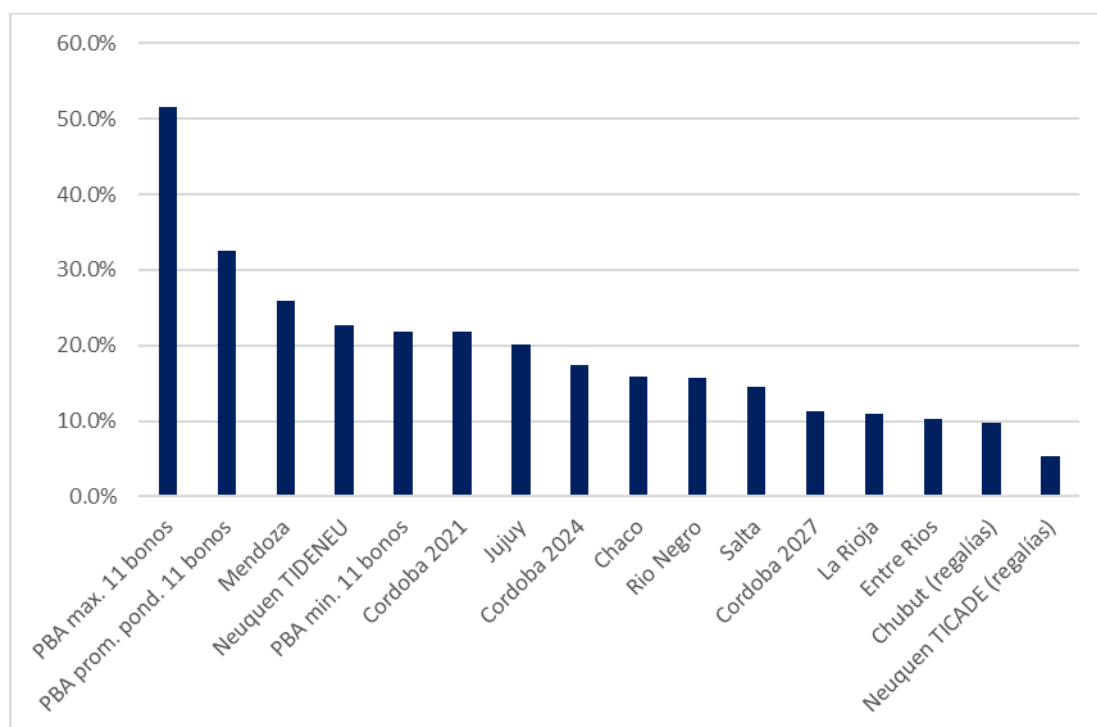
En septiembre de 2020 el gobierno nacional llegó a un acuerdo con los tenedores de sus bonos internacionales con un valor de US\$ 69 mil millones. Los términos del canje incluyeron:

- i) Extensión de los vencimientos en el tiempo, con un período de gracia de alrededor de 5,4 años (comparado con 2 o 3 años en el caso de las provincias) y pagos de capital menos concentrados, con recortes de capital de entre 0% y 3% dependiendo del bono (diferente al caso provincial en el que no hubo recortes),
- ii) Tasa de interés escalonada o “step-up”, comenzando con tasas menores a la tasa fija del bono original, bajando la tasa efectiva de 7% a 3%, y
- iii) Para los pagos de intereses vencidos, se ofrecieron bonos amortizables con tasa de interés fija de 1%.

La tasa de interés implícita del bono global de Argentina de largo plazo (GD30) que tomamos como referencia fue aumentando desde el cierre de la negociación soberana en septiembre de 2020 (la tasa en octubre 2020 era de en torno a 15%) hasta el cierre de las negociaciones de provincias (la tasa en septiembre de 2021 era de casi 19%). Es por ello que los cálculos a la fecha de consentimiento muestran pérdidas mayores; de 2,8 puntos porcentuales más si tomamos la mediana.

³ Las cláusulas de acción colectiva permiten modificar los términos de pago de los bonos que consisten —principalmente— en moneda, monto de capital, plazo y tasa de interés solo con una mayoría calificada de los tenedores y no con su unanimidad.

Gráfico 1. Haircut por provincia (tasa de descuento = 15%)



Fuente: Elaboración propia en base a información de prospectos y Avisos publicados en Bolsar.

En medio de las negociaciones para la reestructuración, algunas provincias optaron por dejar de pagar el servicio de deuda de sus bonos vigentes, como la provincia de Buenos Aires y La Rioja que estuvieron más de un año sin pagar. Otras dejaron pasar el período de gracia de 30 días en medio de las negociaciones y no pagaron ese último servicio de deuda al estar concluyendo el proceso de reestructuración (como Córdoba y Salta), y unas pocas no dejaron de pagar: los dos bonos respaldados por regalías reestructurados de Chubut y Neuquén, que tienen un mecanismo definido de pago a través de un fideicomiso que recauda las regalías hidrocarburíferas de ciertas áreas dedicadas al repago de esa deuda, y la provincia de Jujuy.

Las cláusulas de acción colectivas (CACs) de todos los bonos reestructurados eran de 75%. Esto significa que, si el 75% de las tenencias de un bono en particular aceptaban las nuevas condiciones del bono, estas automáticamente aplicaban a la totalidad de los tenedores de ese bono. En el caso de las provincias con varios bonos, también existían cláusulas para grupos de bonos. Este es el caso de la PBA, en la que bajo ciertos grupos de bonos (emitidos bajo ciertas condiciones generales o “*indentures*”), se requería simultáneamente la aprobación de $\frac{2}{3}$ de los tenedores del total de bonos bajo esa “*indenture*” afectados, sumado al 50% individual – por lo menos – de cada bono individual. En los bonos individuales de la PBA las CACs eran de 75%.

Tabla 3. Negociaciones: Tiempos y niveles de aceptación

	Aceptación %	Meses sin pagar
La Rioja	98.6	13.1
Entre Ríos	97.2	0.9
Córdoba*	96.3	1.6
Río Negro	95.6	6.4
Salta	95.5	1.4
Mendoza	95.3	4.4
Buenos Aires (Provincia)*	93.4	16.3
Chaco	93.3	4.2
Neuquén TIDENEU (plain vanilla)	93.0	0.9
Jujuy	92.5	0.0
Chubut (regalías)	90.0	0.0
Neuquén TICADE (regalías)	87.1	0.0
Promedio simple	90.5	4
Mediana	94.3	2
Promedio ponderado	93.9	9

*promedio ponderado de 11 bonos de la PBA y 3 bonos de Córdoba

Fuente: Elaboración propia en base a prospectos y Avisos disponibles en Bolsar.

Los niveles de aceptación de las condiciones reestructuradas fueron relativamente altos, como muestra la Tabla 3, de entre 87,1% a 98,6%. En las negociaciones generalmente se hicieron varias ofertas previo a llegar a un acuerdo, que en algunos casos fueron públicas y en otros se negociaron a puertas cerradas con los grupos grandes de tenedores antes de presentar la oferta final al mercado.

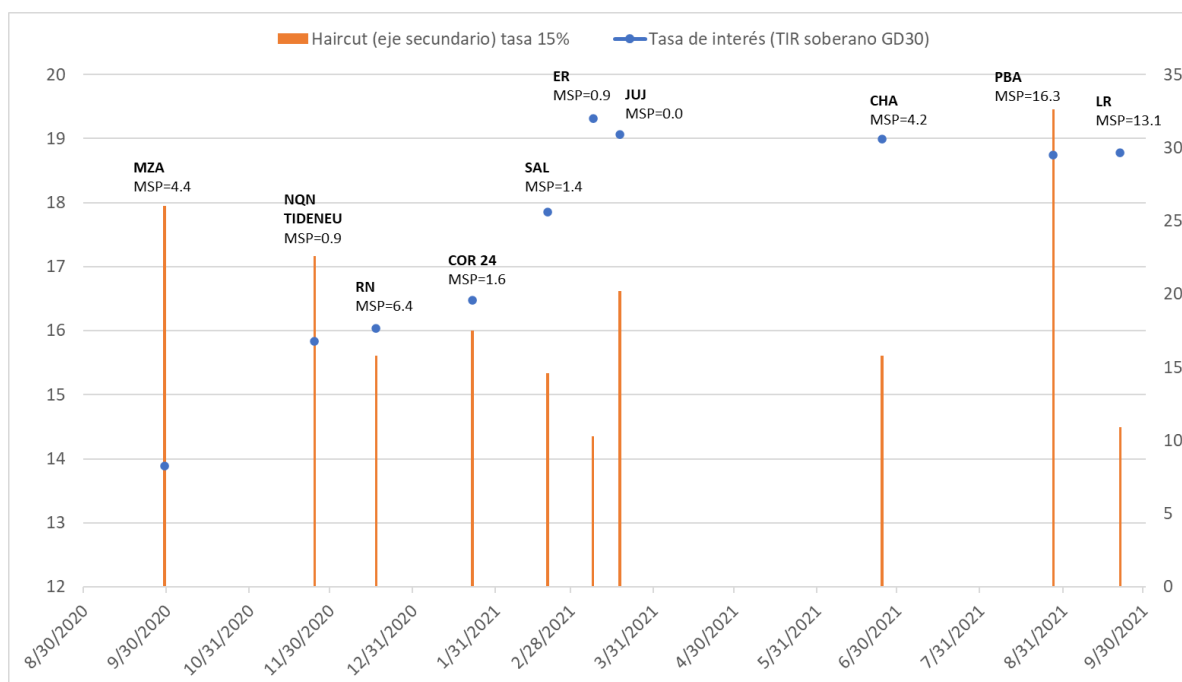
Los únicos casos en los que no se llegó a las CACs de 75% fueron dos bonos de la PBA: 10,87% USD 2021 y Euro 2020, en los que la aceptación fue de 54,09% y de 51,53%, respectivamente. En esos casos, los porcentajes restantes fueron canjeados por nuevos bonos, y permanecen “holdouts” con los que tarde o temprano la provincia tendría que renegociar.

Otra conclusión a la que podemos llegar a partir de la Tabla 3 es que no hay una correlación clara entre el tiempo sin pagar, que denota un abordaje más o menos amigable, y los niveles de aceptación.

Tampoco hay una correlación clara entre el tiempo de negociación y evolución de las tasas de interés con las condiciones obtenidas por la provincia. El Gráfico 3 muestra la evolución de la tasa de descuento de referencia a medida que fueron efectuándose los cierres de negociación de cada provincia. Al mismo tiempo, se presentan los “haircuts” obtenidos por cada provincia en la reestructuración, calculados con una tasa de descuento homogénea para que sean comparables. Como muestra el gráfico, la provincia de Mendoza alcanzó condiciones favorables para la provincia cerrando el acuerdo primera y con condiciones mejores que las obtenidas por las demás provincias, excepto provincia de Buenos Aires. La provincia de La Rioja, mientras, obtuvo un recorte bastante menor que la PBA, a pesar de ser la última en

reestructurar y habiendo estado más de un año sin pagar el servicio de deuda de sus bonos originales.

Gráfico 2. Cronología de TIR de referencia y condiciones obtenidas



Fuente: Elaboración propia en base a IAMC y Avisos disponibles en Bolsar. MSP: Meses sin pagar. MZA = Mendoza, NQN TIDENEU = Neuquén bono simple, RN = Río Negro, COR = Córdoba, SAL = Salta, ER = Entre Ríos, JUJ = Jujuy, CHA = Chaco, PBA = provincia de Buenos Aires, LR = La Rioja.

DISCUSIÓN

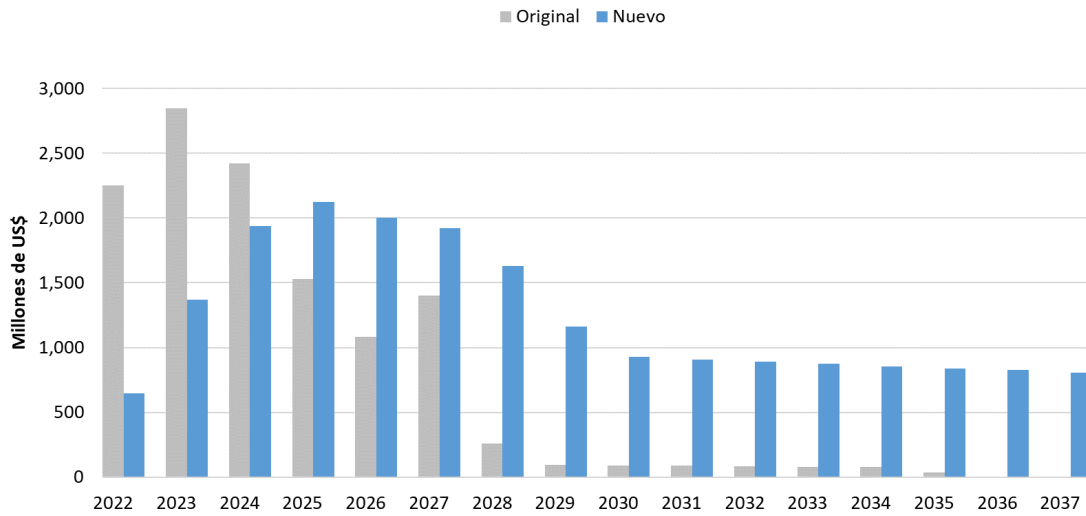
Luego del cambio en la administración del gobierno nacional a finales de 2015, Argentina volvió a tener acceso al mercado internacional de deuda. Esto incluyó el acceso a endeudamiento para gobiernos subnacionales en Argentina y varias provincias incluso emitieron bonos en el mercado global por primera vez en su historia.

Las reestructuraciones de deuda más recientes generaron un alivio importante principalmente en 2022 (Gráfico 4 y comparación de perfiles para cada provincia en el Apéndice III). Sin embargo, al tener un perfil menos concentrado, los montos que vencen en los siguientes años no son altos en contextos de acceso a financiamiento. Como referencia, en 2016 y 2017 se emitieron bonos provinciales por más de US\$ 7 mil millones cada año, que se compara con el pico de vencimientos en 2025 bajo el nuevo perfil por algo más de US\$ 2 mil millones.

Al mismo tiempo, las provincias argentinas no tienen niveles de deuda altos para estándares internacionales. Sin embargo, su calidad crediticia está principalmente condicionada por la capacidad de generar flujos fiscales positivos y acumular efectivo en contextos de falta de acceso a financiamiento, así como condiciones macroeconómicas como crecimiento del PIB, inflación y la dinámica del tipo de cambio. El acceso a moneda dura para el repago de la deuda internacional también es un factor fundamental, que puede ser una fuente de restricciones en

contextos de reservas internacionales bajas, sobre todo por el hecho de que las provincias en general no pueden ahorrar en moneda dura por restricciones impuestas en 2019.

Gráfico 3. Servicio de deuda total original y post-reestructuración



CONCLUSIONES

Una de las lecciones aprendidas de este trabajo es que una posición más agresiva, entendida como faltas de pago del servicio de deuda y dilatación de las negociaciones, no asegura condiciones más beneficiosas para la provincia. De las reestructuraciones estudiadas, Mendoza fue la primera provincia en concluir negociaciones y consiguió un alivio mayor que La Rioja que fue la última. Influyó en este caso también el hecho de que, durante ese período, la percepción de la calidad crediticia de Argentina – medida por la TIR del bono GD30 – fue en deterioro, proporcionando argumentos para los tenedores de bonos en la discusión.

Otra conclusión es sobre el valor de los bonos provinciales como activo. Si bien, como se ha mencionado, los gobiernos subnacionales tienen menos herramientas de política en comparación con el gobierno soberano y no controlan las variables económicas, la historia reciente muestra que las pérdidas para inversores siempre han sido menores que en el caso soberano.

Por último, y relacionado a distintos tipos de instrumento, no se pudo evitar la reestructuración de varios bonos respaldados por regalías hidrocarburíferas. Sin embargo, los canjes de estos instrumentos generaron menores pérdidas para los inversores.

REFERENCIAS

Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann & Ugo Panizza (2002). *Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption*.

Federico Sturzenegger & Jeromin Zettelmeyer (2005). *Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998–2005. IMF Working Paper*.

Felix Eysel, Noa Fux, Sarah Sullivant & Susan Chu (2023). *Subnational Debt 2023: Real Emerging Market Borrowing Is Set To Ebb Despite Elevated Chinese And Indian Debt. S&P Global Ratings*.

Mila Freire & John Petersen (2004). *Subnational capital markets in developing countries: From theory to practice. World Bank*.

Otaviano Canuto & Lili Liu (2013). *Until debt do us part: Subnational Debt, Insolvency, and Markets. World Bank*.

APÉNDICE I.

Tabla 4. Condiciones comparadas reestructuración (original vs canje)

	#	Montos			Cupón			Vencimiento (años)		
	Nro de bonos	Original (mill US\$)	Nuevo (mill US\$)	% total	Original (prom. ponderado)	Nuevo (prom. ponderado)	Dif (pp)	Original	Nuevo**	Dif
Bonos reestructurados	24	12,467	13,203	100%	7.82%	6.03%	-1.78	11.3	18.5	7.3
Provincia de Buenos Aires	11	6,992	7,634	56%	7.59%	5.77%	-1.82	13.8	23.9	10.1
Córdoba	3	1,669	1,694	13%	7.13%	5.96%	-1.17	7.1	10.3	3.2
Neuquén (regalías x1)	2	683	705	5%	8.63%	6.66%	-1.96	9.9	13.5	3.6
Chubut (regalías)	1	623	650	5%	7.75%	7.36%	-0.39	10.0	14.0	4.0
Mendoza*	1	590	530	5%	8.38%	5.00%	-3.38	8.0	13.5	5.5
Entre Ríos	1	500	517	4%	8.75%	6.99%	-1.76	8.0	11.5	3.5
Salta (plain vanilla)	1	350	358	3%	9.13%	7.23%	-1.90	8.0	11.4	3.4
La Rioja	1	300	318	2%	9.75%	6.73%	-3.02	8.0	11.0	3.0
Río Negro	1	300	320	2%	7.75%	5.57%	-2.18	8.8	11.1	2.3
Chaco	1	250	263	2%	9.38%	6.25%	-3.13	8.0	11.5	3.5
Jujuy	1	210	214	2%	8.63%	7.66%	-0.96	5.0	9.5	4.5
Bonos no reestructurados	6	1,582								
Ciudad de Buenos Aires	1	890								
Santa Fe	2	500								
Tierra del Fuego (regalías) ***	1	154								
Salta (regalías)***	1	33								
Neuquen (regalías) ***	1	6								

N.A = no aplica. Distritos con bonos internacionales pero que no reestructuraron.

*La provincia de Mendoza tenía US\$60.04 millones de los US\$590 millones del monto principal de los bonos originales que no se consideraron a los fines de las modificaciones en la reestructura, dado que no estaban en manos de inversores.

** Con respecto a vencimiento original, ponderando por bono para los que tienen más de uno.

*** Monto es el pendiente a septiembre 2020.

Fuente: Elaboración propia en base a información de prospectos y Avisos publicados en Bolsar.

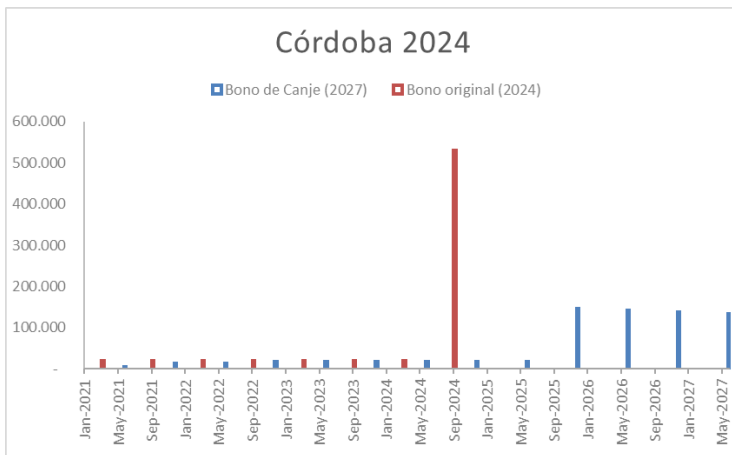
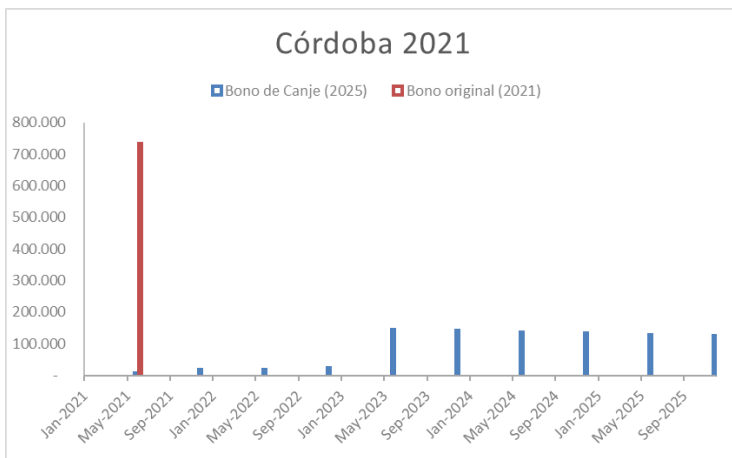
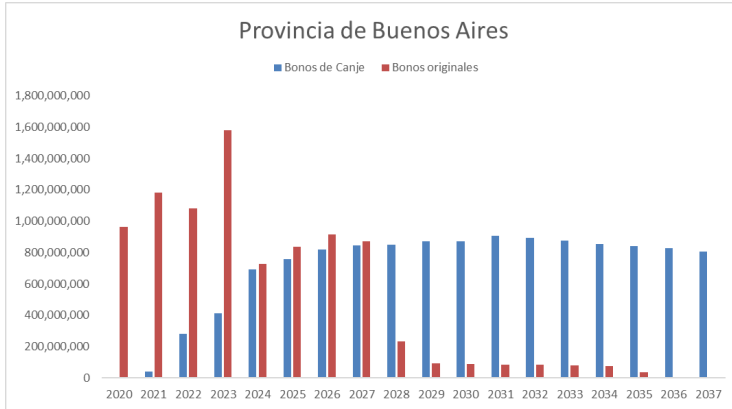
APÉNDICE II.

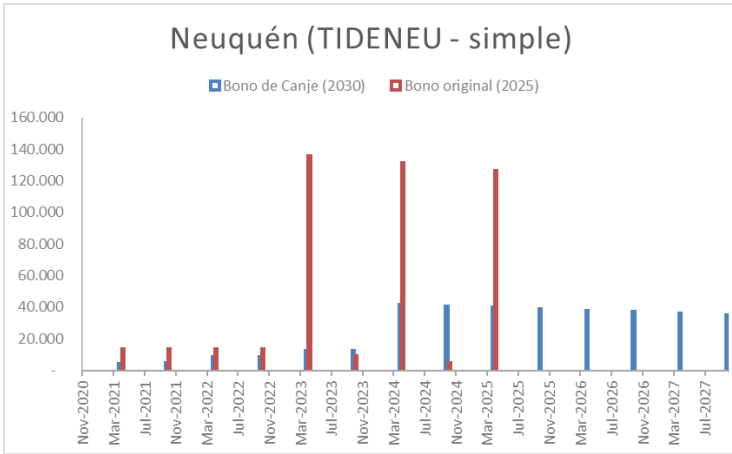
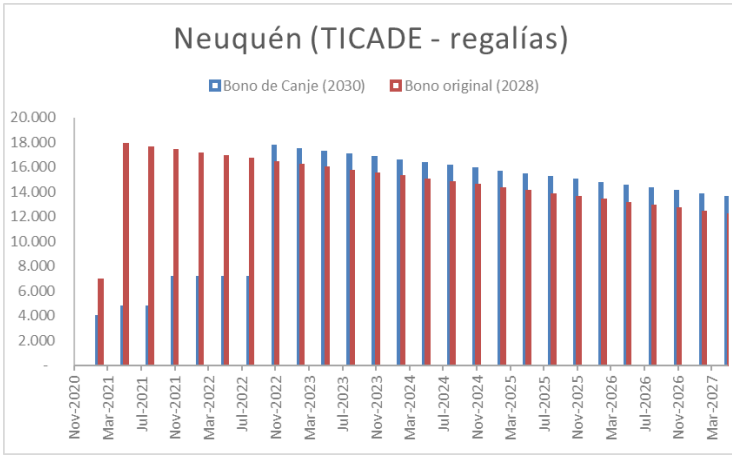
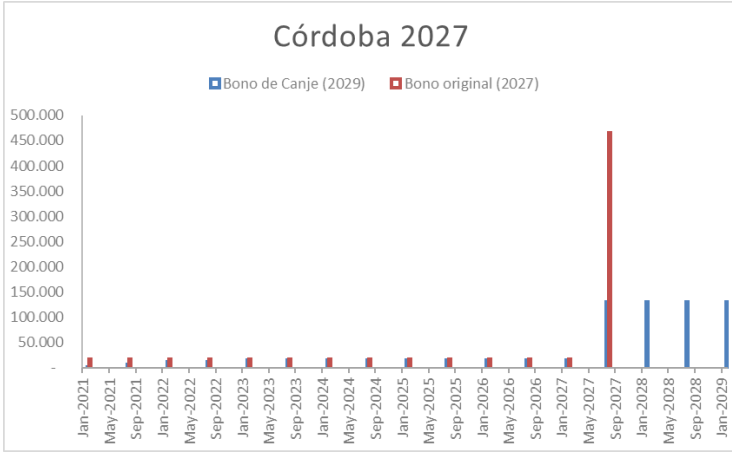
Tabla 5. Supuestos de canje de bonos de la provincia de Buenos Aires

#	Bono original	Monto vigente	Bono nuevo (supuesto de canje)
1	4.000% USD MTN Due 2020	\$10,616,350	USD 2037 A
2	10.875% USD Bonds Due 2021	\$247,416,140	USD 2037 A
3	9.625% USD Bonds Due 2028	\$400,000,000	USD 2037 A
4	4.000% USD Bonds Due 2035	\$480,445,406	USD 2037 B
5	4.000% EUR MTN Due 2020	€ 95,376,888	EUR 2037 A
6	4.000% EUR Bonds Due 2035	€ 577,388,900	EUR 2037 B
7	9.950% USD Bonds Due 2021	\$898,380,908	USD 2037 A
8	6.500% USD Bonds Due 2023	\$746,875,000	USD 2037 A
9	9.125% USD Bonds Due 2024	\$1,243,557,000	USD 2037 A
10	7.875% USD Bonds Due 2027	\$1,749,400,000	USD 2037 A
11	5.375% EUR Bonds Due 2023	€ 500,000,000	EUR 2037 A

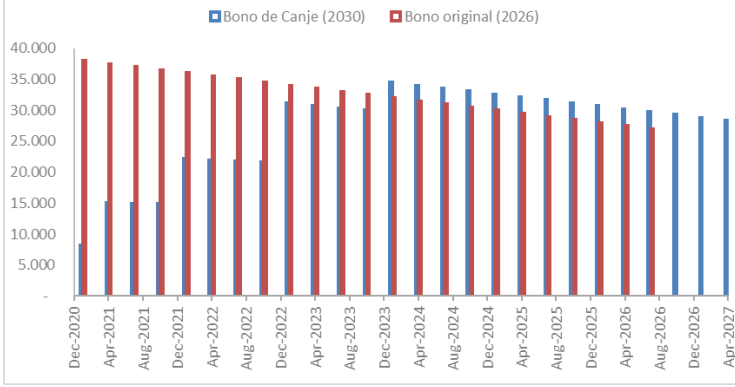
APÉNDICE III.

Tabla 6. Perfil original y con bonos nuevos del servicio de deuda total (principal e interés)

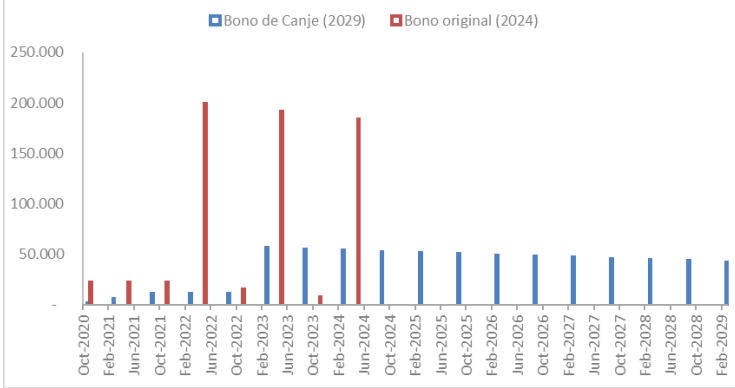




Chubut (regalías)



Mendoza



Entre Ríos

