

## Escuela de Estudios de Posgrado

Carrera de Especialización en Administración Financiera del Sector Público

Trabajo Final de Especialización

Reestructuración de la Deuda Argentina, desde 2005 a al 2016. El dilema de los Fondos Buitres, su conflicto y resolución.

Autor: Marina Cecilia Saavedra

DNI: 27.088.234

Tutores: Cristina Rolandi - Mariano León

Mayo 2020

REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA ARGENTINA, DESDE 2005 AL 2016. EL DILEMA DE LOS FONDOS BUITRES, SU CONFLICTO Y RESOLUCIÓN

**Resumen:** 

¿Qué significa para un país entrar en default? Utilizamos este término cuando dejamos de pagarles deuda a nuestros acreedores y esto se traduce en la imposibilidad de volver a acceder

al mercado de deuda externo, como forma de financiamiento.

Un default puede ocurrir básicamente por dos motivos: incapacidad de pago o por la falta de

voluntad de pago. La primera razón es lo que aconteció luego de la crisis de 2001, cuando

Argentina entró en cesación de pagos. Mientras que la segunda hace referencia a una decisión

política o de destino de gastos del país.

Nos enfrentamos con un problema de liquidez, en el cual la Argentina no daba señales de poder

devolver los recursos en los plazos y formas previamente acordados en virtud de la deuda

contraída, al no contar con los fondos suficientes.

Dentro de las causales podemos mencionar que: el resto de los países (o los acreedores) no

quieren o no pueden brindarle más financiamiento, o bien, que se produjo una contracción en

el comercio internacional. Pero además, también puede existir un problema de solvencia, es

decir que la deuda contraída es tal que el sendero de sostenibilidad de ingresos pensando a largo

plazo para el repago no fue posible, originando así un default.

Las consecuencias de caer en un default, para la Argentina fueron el alto costo que debió

afrontar para poder ingresar nuevamente al mercado de deuda.

Si bien nuestro país hizo una de las quitas más grandes en materia de crisis de deuda, luego de

un largo proceso concretó un acuerdo de reestructuración. La contracara de esto fue el

alejamiento de los mercados internacionales durante 4 años y por ende el financiamiento

mediante emisión monetaria, sumado al conflicto y posterior litigio con los fondos buitres.

Todos los países toman deuda, es un recurso que se utiliza como medida contra cíclica, y

ninguno elige dejar de pagarla por voluntad propia por los costos que esto trae aparejado, y

fallarles a nuestros prestamistas hace que la confianza generada se rompa cada vez más

fácilmente.

Palabras clave: Reestructuración de deuda soberana, fondos buitre, Argentina, crédito público

## Índice

Capítulo 1: Introducción. Breve reseña histórica sobre el Endeudamiento del Estado Nacional.

Capítulo 2: La Ley de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional.

- 2.1 El Sistema de Crédito Público
- 2.2 Marco legal e institucional
- 2.3 Clasificación de la Deuda Pública y su composición

## Capítulo 3: Reestructuración de deuda

- 3.1. Restructuración de deuda
- 3.2. El default y la propuesta del Gobierno Nacional para salir del mismo
- 3.3 Ley cerrojo
- 3.4 Reapertura del canje
- 3.5 Club de Paris
- 3.6 Otras fuentes de financiamiento

## Capítulo 4: Los Fondos Buitres

- 4.1 El reclamo
- 4.2 Historia del litigio: una mirada cronológica de los acontecimientos
- 4.3 Resolución del conflicto de la deuda pública ante la Justicia de EE. UU. Análisis y perspectivas

## Capítulo 5: Principales conclusiones y desafíos pendientes

## Bibliografía

Anexos

# Capítulo 1: Introducción. Breve reseña histórica sobre el Endeudamiento del Estado Nacional.

La historia económica de la Argentina nos muestra cómo en numerosas oportunidades nuestro país tuvo que recurrir al endeudamiento externo por diversos motivos: ya sea por cuestiones comerciales o para financiar inversiones en obras de infraestructura o bien por razones vinculadas con las reiteradas crisis de balanza de pagos, en las que la escasez de divisas provenientes del comercio exterior provocaba un estrangulamiento. (Amado, 2014).

Asimismo, la actividad financiera ha tenido un extraordinario desarrollo que contribuyó a acrecentar la inestabilidad de los mercados financieros, se multiplicó la volatilidad, aumentó la demanda de información de los inversores, se desarrollaron las calificadoras de riesgo. Esto lleva a que ante una posible perturbación o turbulencia en los mercados se generen tensiones que desestabilizan el sistema, pero si existen instrumentos o mecanismos que permitan compensarlas se limita el impacto en la economía real. Al respecto, podemos mencionar que:

"En cambio, en los mercados periféricos, las burbujas especulativas originadas en la volatilidad de los mercados provocan ciclos de endeudamiento que perturban los equilibrios macroeconómicos y generan crisis financieras y de pagos externos, que se trasmiten masivamente a la actividad económica, la producción y el empleo. Tales fueron las crisis de la deuda externa latinoamericana en la década de 1980, la de México en 1995, llamada del tequila, y su propagación hacia la Argentina y otros países, la rusa en 1996, la de varios países del sudeste asiático, en particular, Corea, Malasia y Tailandia, en 1997 y 1998, y de la Argentina en el 2001." (Ferrer, 2008: 374)

Pero en épocas en las que la globalización -vista como un sistema de redes mediante las cuales se organizan las inversiones, el comercio, las corrientes financieras y la circulación de información- permite vincularnos entre los diferentes países, son las reglas del juego las encargadas de articular todo este sistema global. El problema está en que muchas veces estas reglas son funcionales a los intereses de los países centrales y las potencias dominantes establecen dentro de este contexto el ejercicio del poder. (Ferrer, 2008).

El presente trabajo tiene como objetivo analizar las políticas de desendeudamiento que tuvieron lugar en la Argentina durante el período comprendido entre 2005 y 2015, pero con el foco de la mirada puesto en los Fondos Buitres. Para ello es fundamental retrotraernos un poco para comprender quienes son, cómo se originan, realizar una caracterización y evolución de los niveles de deuda en dicho período, considerando su composición y tamaño y la naturaleza de los acreedores.

Se pretende indagar acerca de cuestiones tales como: ¿Cuáles han sido las políticas de desendeudamiento implementadas bajo el período de análisis? ¿Cómo se compone la deuda? ¿Que reclaman los Fondos Buitres? ¿Cuáles son las atribuciones y funciones del Sistema de Crédito Público? ¿Cuál es la magnitud de la deuda y cómo ha evolucionado en los últimos 10 años?

Esto nos permitirá reflexionar sobre la importancia de las políticas de desendeudamiento y las implicancias que tuvieron para la Argentina, y analizar qué instrumentos se pusieron en práctica, como así también ver aquellas cuestiones y desafíos que quedan pendientes en materia de deuda pública.

La idea de este trabajo es hacer referencia principalmente a los cambios en materia de endeudamiento que se evidenciaron en nuestro país. Por un lado, el modelo imperante desde 1976 a 2001 provocó un aumento sustancial de los niveles de deuda/PIB. Por otra parte, cuando el blindaje y el megacanje ya no eran posibles soluciones y habiendo renegociado la deuda externa una y otra vez con el único resultado del crecimiento exponencial de los montos adeudados, con la finalidad de desendeudarnos se propiciaron medidas tendientes a restructurar la deuda pública.

La crisis acontecida en el 2001/2002 constituyó el inicio de un proceso de transformación, en particular en materia de políticas de deuda pública, que se inicia con la declaración del default. En diciembre de 2001 la situación económica política y social de la Argentina había colapsado y el 31 de diciembre de 2001 se declaró el default mediante el anuncio de que el Estado argentino suspendería el pago de la deuda externa, hecho que nos obligó a repensar una estrategia hacia el camino del desendeudamiento, junto con la voluntad política y capacidad para lograrlo.

Durante el transcurso del período que va desde el 2005 al 2016, las políticas de deuda en el país evidenciaron cambios que tuvieron importantes consecuencias para el Estado nacional. Desencadenado el default, en el año 2003 se inició una fuerte e inédita política de desendeudamiento que implicó, entre otras cosas, el corte de relaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI). No obstante todavía quedaba una deuda pendiente: encontrarle una solución al dilema de los Fondos Buitres. Tarea que debió resolver el gobierno posterior en una negociación que tuvo por escenario las Cortes de Nueva York, y cuyos actores principales fueron el juez Thomas Griesa, Elliot, NML y Aurelius entre otros.

En el período comprendido entre el 2005 y el 2016 en la Argentina se desarrollaron e impulsaron cambios sustantivos en materia de deuda pública, orientados hacia la reestructuración de deudas soberanas y el consecuente desendeudamiento. Esto se evidenció en

el proceso de reestructuración de deuda que concluyó en mayo de 2005 con un **76,15% de aceptación** y que permitió reducir en 65,6% el valor nominal de la deuda.

"Con aciertos y desaciertos, la Argentina dio pelea invocando un proyecto de crecimiento con inclusión social y logró escapar de la tutela histórica del FMI, proponer una oferta de canje audaz, que salía de los parámetros mundiales preestablecidos, y sin embargo alcanzar un 93 % de aceptación; reducir las abultadas comisiones de los bancos de inversión en las operaciones, que en primer momento presionaron a favor de lograr una oferta de canje más beneficiosa para los acreedores, al igual que el FMI, y luego tuvieron que conformarse con participar de las operaciones y con ganancias moderadas" (Laudonia, 2013:23).

No obstante la reapertura del canje realizada en el 2010, aún quedaban por resolver cuestiones como la situación de la deuda pública ante la justicia de EE.UU, es decir, el litigio con los Fondos Buitres, que se negaban a aceptar la solución a la deuda propuesta por la Argentina y reclamaban por el 100 % del valor de la deuda en default.

Y por último vamos a reflexionar acerca del sistema de arquitectura financiera internacional vigente, ya que presenta un vacío legal para tratar las quiebras de los países.

Con este propósito, los objetivos específicos que se pretenden llevar a cabo para enfocar el tema son:

- Investigar e informar acerca del tamaño, la evolución y la composición de la deuda pública. Analizar su nivel, evolución y su relación con el nivel de actividad económica a lo largo de la última década.
- Indagar acerca de los principales problemas del conflicto con los fondos buitres de manera tal de ver cómo se afrontó la negociación y se abordó su resolución.
- Analizar si el proceso de reestructuración desarrollado consistió en un eficaz instrumento de desendeudamiento.
- Realizar una síntesis cronológica de los principales hechos vinculados a la deuda pública de manera tal de poder establecer la situación actual y cuáles son las perspectivas.
- Evaluar diversos indicadores que nos permitan elaborar conclusiones sobre el tema.
- Estudiar las herramientas con las que cuenta el Sistema de Crédito Público.
- Analizar las implicancias y consecuencias que permitan elaborar recomendaciones en materia de reestructuración de deudas soberanas.

En la primera parte de este trabajo y a los efectos de analizar la evolución del endeudamiento público, realizamos una pequeña reseña histórica en materia de deuda en la que señalamos los principales acontecimientos que afectaron a nuestro país. Intereses onerosos, refinanciaciones, son algunos hechos vinculados con el sistema financiero que tuvieron directa repercusión en la evolución y configuración de la Deuda Pública. No obstante, las consecuencias del endeudamiento han atravesado la política económica de Argentina, cuyo peso ha recaído en varias generaciones. A modo de síntesis, comenzaremos por el endeudamiento que se origina durante el proceso de la Dictadura Militar que abarca el período 1976 – 1983, pasando por lo que suele denominarse estatización de la deuda privada, para finalmente converger en la política de endeudamiento que tuvo lugar en el transcurso de los años 90°.

A mediados de los años 70', en un marco de apertura hacia los mercados financieros internacionales, la deuda externa Argentina tuvo un crecimiento exponencial, pero el contexto no era de crecimiento y desarrollo, sino más bien de especulación financiera y fuga de capitales. Así, en 1982 varios países de América Latina habían acumulado una importante deuda externa. Como en su mayoría dicha deuda era a tasa flotante, el aumento de los tipos de interés en 1981-82 generó una situación de imposibilidad de hacer frente a los vencimientos de los compromisos por el endeudamiento, situación que fue conocida como "Crisis de la Deuda". En 1982 se inicia "el proceso de estatización de la deuda, a través del cual el Tesoro Nacional se hizo cargo de la deuda externa contraída por algunos privados". Asimismo, "a partir de Abril de 1988, Argentina suspende el pago de los servicios de la deuda pública, excepto los vinculados a Organismos Multilaterales: FMI, BM y BID", es decir que "comienza a hacer uso de la mora en el servicio de los intereses como medio forzoso de financiamiento" (Amado, 2014: 13). Entre los años 1983 y 1987 hubo 3 refinanciaciones con la Banca acreedora (1983; 1985 y 1987), en las cuales se otorgaban créditos para que la Argentina pudiera hacer frente a los vencimientos de deuda y reestructurar su pasivo, además de obtener algunos aportes en efectivo. En los años posteriores (hasta 1990) el financiamiento a la Argentina tuvo las características de financiación forzada, ya que en 1988 cesaron los pagos sobre la mayor parte de la deuda externa y se acumularon atrasos fundamentalmente con los bancos comerciales y en menor medida con el Club de París y con los Organismos Internacionales. Bajo esas condiciones, conseguir "dinero nuevo" (o sea, destinado a financiar proyectos de inversión) era virtualmente imposible. No obstante cabe mencionar que en ningún momento se dejó de atender los servicios de los Bonos Externos (BONEX), por esta razón, la calificación del Riesgo Soberano se mantuvo en los últimos escalones de la categoría "Deuda medianamente especulativa" sin ingresar en la categorización "Deuda predominantemente especulativa", a pesar de la virtual cesación de pagos en que la República estaba incurriendo.

Los atrasos se siguieron acumulando hasta que la República Argentina encaró entre los años 1991 y 1993 una importante tarea de normalización financiera, tanto en los frentes interno como externo, como así también en la instrumentación de un adecuado Sistema de Administración de la Deuda Pública. Con respecto al sector interno, se llevó a cabo un proceso de conciliación y consolidación de las deudas pendientes de reconocimiento y/o instrumentación (devengadas e impagas), entre otros sectores involucrados, con el sistema previsional, con los proveedores del Estado, con los exportadores y con las provincias. A su vez desde el frente externo, la normalización financiera representó tres procesos principales: la firma de un Programa de Facilidades Extendidas con el FMI, un nuevo acuerdo de reestructuración de deuda con el Club de París (1992) y la refinanciación de la deuda con la banca privada a través de la firma del Plan Brady (1993). Este último, permitió canjear una parte importante de la deuda mediante títulos públicos con mayor plazo de amortización y fijar los servicios de intereses de acuerdo a las posibilidades financieras del sector público. (Amado, 2014: 15). El Plan Brady modificó radicalmente el perfil de la deuda pública, puesto que la deuda con instituciones financieras particulares en EE.UU. y Europa finalizó en manos de organismos multilaterales de crédito y tenedores particulares (atomización de la deuda pública).

Si bien el Plan Brady implicó un alivio en los vencimientos de deuda de corto plazo, la emisión de los nuevos bonos resultó en un crecimiento de la deuda pública nacional e inauguró una dinámica explosiva de endeudamiento en los años subsiguientes. La normalización de la situación de pago de la deuda pública argentina durante los años 90 significó un segundo ciclo de endeudamiento. Entre 1990 y 2000 los pasivos del sector público nacional se incrementaron desde US\$ 60.000 millones a US\$ 128.000 millones, un alza de 114 %, aunque la sobrevaluación cambiaria ocultaba parte de la magnitud de la deuda.

De acuerdo con un informe elaborado por la Secretaría de Política Económica del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas – Nota Técnica N°42: Deuda Pública Argentina: Del Endeudamiento a la Sostenibilidad"- en el cual se menciona que:

"En los años '90 se destaca el retorno de la Argentina a los mercados internacionales de deuda, luego de casi una década en cesación de pagos o reestructuración permanente. Presionada por las necesidades, para normalizar esta situación Argentina debía en primer lugar encarar un plan de estabilización macroeconómica y en segundo lugar lograr un acuerdo con los organismos internacionales de crédito. La primera condición se alcanzó con la puesta en marcha del Plan de Convertibilidad, por medio

del cual el Estado perdía la posibilidad de obtener financiamiento proveniente de la emisión monetaria. El impuesto inflacionario cae a cero... El visto bueno de los organismos internacionales de crédito se obtiene luego de un extenso programa con el FMI entre los años 1991-1992, bajo el cual se acordó la implementación de una serie de medidas estructurales: flexibilización laboral, privatizaciones de empresas públicas y amplia apertura económica y financiera..."

Una vez que la Argentina volvió a ser considerada en los mercados internacionales de capitales comenzó una nueva etapa en el financiamiento a la República, la que consistió básicamente en el acceso a los mercados de capitales.

Además, durante los años 90' tuvieron lugar transformaciones importantes en materia económica, todas ellas atravesadas por la nueva relación entre el Estado y la economía, caracterizada por la no intervención en los mercados. Sin embargo, dentro de un contexto de reformas de Estado, estos años fueron escenario de la Reforma de la Administración Financiera del Sector Público. En 1992 se sancionó la Ley 24.156 de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional que otorgó un marco legal al macrosistema de administración financiera, incluyendo al Sistema de Crédito Público dentro de sus componentes, definiendo como órgano rector a la Oficina Nacional de Crédito Público. Su implementación fue a partir de 1993, es decir que hasta 1993, los argentinos desconocíamos el monto real de la deuda y a quienes les debíamos debido a la carencia de registros de la deuda pública. Motivo por el cual en el Capítulo 2 desarrollaremos como la Ley 24.156 constituye una herramienta importante que nos permitirá analizar el alcance y las funciones del Sistema de Crédito Público y entender cómo está configurada la Deuda Pública y su clasificación.

Desde el punto de vista de la Administración del endeudamiento público y dentro del marco de la Reforma de la Administración Financiera gubernamental, el Sistema de Crédito Público ha participado en el proceso de ajuste, saneamiento y reestablecimiento de la solvencia del Estado mediante una serie de acciones, entre las que se destacan la reducción y reordenamiento de los saldos de la deuda hasta llegar a niveles compatibles con la capacidad de pago y el reordenamiento de los pasivos del Sector Público. Este proceso implicó fundamentalmente el establecimiento de un registro confiable del saldo de la deuda pública y públicamente garantizada integrado a los Sistemas Presupuestarios y de Contabilidad Gubernamental, el establecimiento de las condiciones para la fiscalización del adecuado uso de los recursos obtenidos en operaciones de crédito público como así también la atención en tiempo y forma del Servicio de la Deuda Pública.

Desde el punto de vista de los acreedores y como consecuencia de los procesos mencionados, uno de los cambios que mayor importancia ha tenido efecto en el Sistema Financiero Internacional ha sido la sustitución de la deuda instrumentada a través de préstamos por deuda instrumentada mediante títulos públicos. Como ejemplo, podemos ver que mientras la deuda en títulos públicos en moneda extranjera de la Argentina era de U\$S 12,207 millones en diciembre de 1992, como consecuencia de la reestructuración de la deuda con Bancos comerciales (Plan Brady), ese número saltó a U\$S 42,032 millones en el mismo mes de 1993. El aumento espectacular de la incidencia de los títulos públicos no es un hecho aislado en el mundo, y corresponde a una tendencia a la innovación en las operaciones de crédito, provocada entre otros factores, por la globalización de los mercados financieros y a que la banca internacional, se dispuso cada vez menos a asumir los riesgos de préstamos a países en vías de desarrollo en forma unitaria o sindicada (o sea, préstamos hechos por un único banco o por un pool de bancos, respectivamente).

Por dicha razón, en la actualidad la Banca participa en los financiamientos al sector público, recurriendo en forma creciente a los mercados mundiales de capital, en donde los acreedores pasan a ser fondos comunes de inversión, fondos de jubilación y pensiones, compañías de seguro e inversores particulares. Entre los años 1989 y 1994 durante los cuales se produjo un fuerte cambio de tendencia en la composición del endeudamiento de los países en vías de desarrollo.

Como conclusión de la reseña y de los conceptos expuestos, se advierten importantes cambios estructurales en la situación de la deuda pública con relación al contexto en que se encontraba, previo a encarar la reforma de la Administración Financiera Gubernamental. Dichos cambios consisten básicamente en:

- Acceso al mercado de colocación de títulos públicos de carácter voluntario, ya que la relación con el total emitido de bonos, varió entre algo menos del 2% en 1989 a más del 50% a fines de 1998
- Creación de un mercado doméstico de colocación de títulos públicos tendiente a un sostenido desarrollo del mercado de capitales local y del ahorro interno
- Modificación del perfil de los acreedores, debido a que la relación entre los bonos emitidos y el total de la deuda pública varió entre alrededor del 9% en 1989 a más del 75% a fines de 1998.
- Cumplimiento puntual de los pagos por servicios de la Deuda Pública, lo que implica que no existen instrumentos en los cuales el país se encuentre en mora lo que se transforma en un complemento de peso en el momento de analizar y calificar el llamado "riesgo país".
- Estructuración del órgano rector del Sistema de Crédito Público.

Para continuar en orden cronológico, y como consecuencia de la crisis económica, política y social acontecida en la Argentina en 2001 - 2002, en el Capítulo 3 mencionaremos la declaración del default y sus consecuencias para el país. Luego continuaremos con el proceso de reestructuración de deuda a través de los Canjes que se concretaron en los años 2005 y la reapertura en el 2010. Analizaremos brevemente los cambios del perfil de la deuda pública como así también la situación ante el Club de París.

La devaluación y el fuerte crecimiento económico que experimentó el país entre 2002 y 2008, permitió la salida de la crisis y la recuperación de las finanzas públicas, pero esto se dio dentro de un marco de reformas estructurales tales como: reestructuración de la deuda externa, reforma del sistema de seguridad social y AFJP, cambios en el régimen impositivo, reforma de la carta orgánica del BCRA, que dan cuenta de la reformulación del rol del Estado y de nuevas formas de financiamiento sobre las cuales haremos mención.

En el Capítulo 4 se examinará con mayor profundidad la situación de los que no aceptaron el canje -"holdouts"-, el litigio con los fondos buitres y por último la posterior resolución del conflicto ante los tribunales de EE.UU.

El cambio de tendencia en materia de política de endeudamiento respecto de los períodos anteriores fue un proceso caracterizado por la voluntad política de llevarlo a cabo, y que además se dio en otros países de la región como por ejemplo Brasil. Es por eso que, debemos mencionar algunos cambios de orden internacional que se produjeron en cuanto a: las relaciones con el FMI, a las recomendaciones de reestructuraciones de deudas soberanas, el dictamen no vinculante de la ONU y a la Ley 27.207 que trata sobre la declaración de los Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana que fue sancionada el 4 de noviembre de 2015.

Finalmente, se expondrán las conclusiones a modo de síntesis, se incluirán los anexos pertinentes y se plantearán los desafíos pendientes en materia de endeudamiento.

Con respecto a la metodología que vamos a emplear, en primera instancia cabe señalar que el tipo de estudio previsto tiene un enfoque exploratorio descriptivo y explicativo acerca de la deuda pública en el periodo que se analiza en este trabajo. Se profundiza en un estudio de caso: el desendeudamiento y el litigio con los fondos buitres.

Se desarrollan las funciones del Sistema de Crédito Público, como así también se observan las políticas esenciales implementadas desde el Gobierno Nacional a lo largo del período analizado, orientadas a la reestructuración de la deuda pública y al desendeudamiento de manera tal de

observar cómo se llevaron a cabo y cuáles son las recomendaciones y perspectivas a futuro. Esto nos permitirá realizar un análisis prospectivo y retrospectivo.

Para ello es fundamental contar con indicadores que den cuenta del estado de situación y la evolución de los mismos en el período bajo análisis: ratio Deuda/ PIB, como porcentaje de Deuda Bruta, como % de exportaciones, Deuda Pública Bruta por Acreedor en % del PIB, Deuda del sector Público Nacional no presentada al canje, Vida Promedio de la Deuda Bruta, índice EMBI, calificaciones crediticias, nivel de Reservas Internacionales, entre otros. Serán presentados mediante tablas y gráficos que ilustren su evolución.

De esta manera, esta información constituye un instrumento fundamental para analizar las decisiones de política económica y, en este caso, permitirá analizar las tendencias de los indicadores y estudiar los resultados obtenidos a la luz de los mismos.

Es fundamental para la elaboración de este trabajo contar con información confiable que permita construir las series. Para ello, se recopilarán y sistematizarán datos homogéneos para el período en cuestión, utilizando una gran cantidad de datos publicados por el ex Ministerio de Economía y Finanzas Públicas – Secretaría de Finanzas - Subsecretaría de Financiamiento – Oficina Nacional de Crédito Público , en particular en lo que respecta a los informes de Deuda Pública. Para efectuar el análisis de dicha información, se incluirán cuadros y gráficos que faciliten su lectura, mostrando el nivel, la evolución y la composición de la deuda, como así también se establecerán relaciones entre variables. Por último, se desarrollarán las políticas de desendeudamiento implementadas durante el período estudiado.

Ante todo lo expuesto, se elaborarán las conclusiones en función a los resultados de las políticas aplicadas, analizando si se cumplieron los objetivos para los cuales fueron diseñadas. Por último, se plantearán los desafíos pendientes en materia de deuda pública.

# Capítulo 2: La Ley de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional.

#### 2.1 El Sistema de Crédito Público

Previo a la Reforma de la Administración Financiera del Sector Público y a la sanción de la Ley N° 24.156, y para darnos una idea de la situación en la que se encontraba el área de deuda pública hasta 1993, la Argentina desconocía el monto real de su deuda y a quienes debía. Al respecto podemos mencionar que:

"El proceso de captación de recursos a través de endeudamiento, cualquiera sea su modalidad, se efectuaba en forma descentralizada por cada uno de los Entes y Organismos que componen el Sector Público Nacional, sin ningún sistema de control registro central referidos a las condiciones, conveniencia, destino de los fondos, etc.

El Banco Central de la República Argentina, en su carácter de Agente Financiero del Estado, llevaba registros estadísticos no contables y no integrados entre sí de la evolución de la deuda." (Amado, 2014: 39)

Asimismo, "los Organismos Descentralizados y Empresas del Estado, en el marco del proceso antes señalado y sin normativas a nivel de ley sobre la materia, implementaban sus propios registros". (Amado, 2014: 39).

Todas estas limitaciones, impedían conocer oportunamente y con precisión el monto de la deuda, el perfil de los vencimientos y las tasas de interés comprometidas, con lo cual, el Ministerio de Economía recibía los avisos de vencimiento o los reclamos de los acreedores y procedía a su pago sin poder verificar la exactitud de la cifra demandada mediante medios fehacientes (Amado, 2014).

La Ley N° 24.156 de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional, que ya lleva vigente más de 25 años, contribuyó a ordenar toda esta situación estableciendo el marco legal y constituyó un elemento de relevancia que definió el alcance y profundidad del sistema de Crédito Público. En este capítulo vamos a examinar el Sistema de Crédito Público, su organización y su funcionamiento como una parte integrante de los sistemas que conforman el Sistema Integrado de Administración Financiera.

Veamos algunos conceptos básicos antes de continuar con el marco legal. Según los lineamientos establecidos en la publicación oficial efectuada por la Secretaría de Hacienda sobre el Sistema de Crédito Público, podemos definir **Crédito Público** como la capacidad que tiene el Estado para endeudarse con el objeto de captar medios de financiamiento. Por otra parte, la Ley N° 24.156 en el artículo 56, aclara que estos medios de financiamiento servirán "para realizar inversiones reproductivas, para atender casos de evidente necesidad nacional, para reestructurar su organización o para refinanciar sus pasivos, incluyendo los intereses respectivos". Asimismo, prohíbe la realización de operaciones de crédito público para financiar gastos operativos.

Además, dichos lineamientos conciben al **Sistema de Crédito Público** "conformado por el conjunto de principios, normas, organismos, recursos, y procedimientos que intervienen en las operaciones que realiza el Estado, con el objeto de captar medios de financiamiento que implican endeudamiento o modificación de la estructura de sus pasivos".

Asimismo se refiere a la "deuda pública" entendiéndola como un "conjunto de obligaciones contractuales que asume el Estado como consecuencia del uso del crédito público. Dichas obligaciones contractuales se denominan "servicio de la deuda pública" y están compuestas por las amortizaciones del capital, los intereses y las comisiones y gastos que se comprometen al formalizar las operaciones de crédito público."

El artículo 57 de la Ley 24.156 denomina deuda pública al endeudamiento que resulte de las operaciones de crédito público. La deuda pública puede originarse a través de los siguientes instrumentos: a) la emisión y colocación de títulos, bonos u obligaciones de largo y mediano plazo, constitutivos de un empréstito; b) la emisión y colocación de Letras del Tesoro cuyo vencimiento supere el ejercicio financiero; c) la contratación de préstamos; d) la contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el transcurso de más de un ejercicio financiero; e) el otorgamiento de avales, garantías, cuyo vencimiento supere el período del ejercicio financiero; y por último f) la consolidación, conversión y renegociación de otras deudas, -que es en cierta forma lo que abordaremos en este trabajo-.

El Sistema de Crédito Público tiene como propósitos "atender las necesidades de financiamiento del presupuesto Nacional en las mejores condiciones posibles para el Tesoro" y "administrar adecuadamente la deuda contraída mediante el cumplimiento en tiempo y forma de las obligaciones financieras asumidas". Es decir que, la capacidad y el poder negociador de la Nación en su conjunto frente a sus acreedores y frente a las distintas ofertas de financiamiento disponibles, exige una búsqueda permanente en la mejora de las condiciones y el perfil del endeudamiento público. (Amado, 2014).

A los efectos de asegurar una eficiente programación, de utilizar y controlar los medios de financiamiento obtenidos mediante operaciones de crédito público, el artículo 68 de la Ley N° 24.156 establece que el órgano rector del Sistema de Crédito Público será la Oficina Nacional de Crédito Público, cuyas competencias se enumeran en el artículo 69 y se pueden sintetizar en las siguientes funciones:

- Participar en la formulación de los aspectos crediticios de la política financiera;
- Coordinar las ofertas de financiamiento recibidas por el Sector Público Nacional;
- Tramitar las solicitudes de autorización previa para iniciar operaciones de crédito público;
- Normalizar los procedimientos de emisión, colocación y rescate de empréstitos, así como los de negociación, contratación y amortización de préstamos;
- Mantener un registro actualizado sobre el endeudamiento público, debidamente integrado al sistema de contabilidad gubernamental;

- Establecer las estimaciones y proyecciones presupuestarias del servicio de la deuda pública, y supervisar su cumplimiento.

Por lo expuesto, podemos señalar que la Oficina Nacional de Crédito Público interviene y es responsable en las diversas etapas que componen el proceso de endeudamiento, es decir, en la autorización, negociación, contratación, administración y control.

## 2.2 Marco legal e institucional

Excede el objetivo de este trabajo analizar todo el marco legal del Sistema de Crédito Público, pero para un mayor detalle dentro de las siguientes normas se encuentran los aspectos vinculados con dicho sistema:

- Ley de Administración financiera y de los sistemas de control del sector público nacional -N° 24.156 - Título III - Del sistema de crédito público.
- Ley Complementaria permanente de Presupuesto Nº 11.672 (t.o. 2014). Capítulo IV
   "Sistema de Crédito Público"
- Ley Nº 25.152 de Administración de los recursos públicos Artículos 2º inciso f) y 3º inciso a)
- Ley N° 25.917 Régimen Federal de Responsabilidad fiscal Capítulo V "Endeudamiento" y otros puntos.
- Ley N° 26.530 Excepciones a la Ley N° 25.917 del Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal
- Ley 26.739 Modificación de la Carta Orgánica del BCRA y de la Ley de Convertibilidad 23.928
- Ley 27.249 Ley de Normalización de la Deuda Pública y Recuperación del Crédito.
   Derogación de las Leyes N° 26.017, N° 26.886 y N° 26.984 y modificación de la Ley
   N° 27.198
- o Decreto Nº 1731/04. Reglamento del Régimen Federal de Responsabilidad fiscal.
- Decreto Nº 1344/07. Reglamento de la Ley de Administración financiera y de los sistemas de control del sector público nacional.
- Decreto Nº 442/16. Organigrama del MINISTERIO DE HACIENDA Y FINANZAS PÚBLICAS. Objetivos de la Secretaría de Finanzas.
- Resolución del ex-Ministerio de Economía y Finanzas Públicas N° 29/2011
   Procedimiento para la liquidación de la tasa de cargo de obligaciones contraídas por avales caídos.

En términos generales, podemos decir que el crédito público se rige por las disposiciones de la Ley N° 24.156, su Reglamento (Decreto N° 1134/2007) y por las leyes que aprueban las operaciones específicas (Artículo 56).

Por otra parte, la Constitución Nacional en el artículo 4 enuncia los recursos del Tesoro Nacional estableciendo entre ellos "…los empréstitos y operaciones de crédito que decrete el mismo Congreso para urgencias de la Nación o para empresas de utilidad Nacional". De esta manera, el artículo 75 atribuye al Congreso la potestad de: 1) Contraer empréstitos sobre el crédito de la Nación, y 2) Arreglar el pago de la deuda interna y externa de la Nación. Además, el artículo 124 faculta a las provincias a celebrar acuerdos internacionales debiendo para ello cumplir una serie de requisitos.

De este modo, si analizamos la Ley 24.156 encontramos que el artículo 37 establece que sólo el Congreso Nacional puede modificar el monto del endeudamiento. Además, el artículo 59 señala que el órgano coordinador de los sistemas de administración financiera (que será establecido por el Poder Ejecutivo Nacional y en el caso del sistema de crédito público recaerá en la Secretaría de Finanzas) deberá autorizar previamente, a las entidades del Sector Público Nacional, el inicio de trámites para realizar operaciones de crédito público. Dicho órgano, de acuerdo con el artículo 63, será el encargado de fijar las características y condiciones no previstas en esta Ley, para las operaciones de crédito público que realicen las entidades del Sector Público Nacional.

Por su parte el artículo 60 dice:

"Las entidades de la Administración Nacional no podrán formalizar ninguna operación de crédito público que no esté contemplada en la Ley de Presupuesto General del año respectivo o en una ley específica.

La Ley de Presupuesto General debe indicar como mínimo las siguientes características de las operaciones de crédito público autorizadas:

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

Si las operaciones de crédito público de la Administración Nacional no estuvieran autorizadas en la Ley de Presupuesto General del año respectivo, requerirán de una ley que las autorice expresamente.

Se exceptúa del cumplimiento de las disposiciones establecidas precedentemente en este artículo, a las operaciones de crédito público que formalice el Poder Ejecutivo

Nacional con los organismos financieros internacionales de los que la Nación forma parte."

En los casos que las operaciones de crédito público originen la constitución de deuda pública externa, de acuerdo con el artículo 61, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) deberá omitir opinión sobre el impacto de la operación en la balanza de pagos.

El artículo 62 menciona los requisitos para realizar operaciones de crédito público que deberán cumplir las empresas y sociedades del Estado, dentro de los límites que fije su responsabilidad patrimonial. Asimismo deberán contar con la autorización previa del órgano coordinador y la opinión del BCRA, según los requisitos fijados por los artículos 59 y 61 de dicha Ley.

Por otra parte el artículo 66 menciona que: "las operaciones de crédito público realizadas en contravención a las normas dispuestas en la presente Ley son nulas y sin efecto, sin perjuicio de la responsabilidad personal de quienes las realicen".

En relación a la Restructuración, tema que trataremos en el Capítulo 3, el artículo 65 establece que "el Poder Ejecutivo Nacional podrá realizar operaciones de crédito público para reestructurar la deuda pública y los avales otorgados en los términos de los artículos 62 y 64, mediante su consolidación, conversión o renegociación, en la medida que ello implique un mejoramiento de los montos, plazos y/o intereses de las operaciones originales."

Y para finalizar, el artículo 70 menciona que el servicio de la deuda se conformará con: amortización del capital, pago de los intereses, comisiones y otros cargos convenidos en las operaciones.

Complementan el marco legal del Sistema de Crédito Público, la Ley complementaria permanente de presupuesto N° 11.672, además del articulado correspondiente de la ley de presupuesto vigente en cada ejercicio.

## 2.3 Clasificación de la Deuda Pública y su composición

De acuerdo al artículo 58 de la Ley N° 24.156 la deuda pública se clasifica según su ámbito de exigibilidad: interna y externa; y según la naturaleza del deudor: directa e indirecta.

"Se considerará deuda interna, aquella contraída con personas físicas o jurídicas residentes o domiciliadas en la República Argentina y cuyo pago puede ser exigible dentro del territorio nacional. Por su parte, se entenderá por deuda externa, aquella contraída con otro Estado u organismo internacional o con cualquier otra persona física o jurídica sin residencia o domicilio en la República Argentina y cuyo pago puede ser exigible fuera de su territorio.

La deuda pública directa de la Administración central es aquella asumida por la misma en calidad de deudor principal.

La deuda pública indirecta de la Administración Central es constituida por cualquier persona física o jurídica, pública o privada, distinta de la misma, pero que cuenta con su aval, fianza o garantía."

Según el Decreto N° 1134/2007, en aquellos casos en que se coloquen títulos, bonos, obligaciones de largo y mediano plazo o Letras del tesoro, se considerará deuda interna a las colocaciones a las que le sea aplicable la Ley Argentina y se considerará deuda externa a aquélla cuya jurisdicción o ley aplicable no sea la Ley Argentina.

Al solo efecto de su registración y contabilización, la deuda pública y las Letras del tesoro de conformidad con los lineamientos establecidos en el artículo 57 de la Ley N° 24.156, podrán registrarse como deuda en moneda nacional y deuda en moneda extranjera.

Por otra parte, dicho artículo establece que no se considera deuda pública la deuda del Tesoro ni las operaciones que se realicen en el marco del artículo 82 de esta ley (emisión de Letras del Tesoro para cubrir deficiencias estacionales de caja, en tanto sean reembolsadas durante el mismo ejercicio financiero en que se emiten).

En lo que respecta a la composición de la deuda pública, los instrumentos o mecanismos financieros mencionados en el artículo 57, son:

- Emisión y colocación de títulos, bonos y obligaciones de mediano y largo plazo; o de Letras del tesoro cuyo vencimiento supere el ejercicio presupuestario vigente. Son los denominados "Títulos Públicos" cuyo objeto es captar fondos del mercado de capitales.
- Contratación de Préstamos con instituciones financieras;
- La contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el transcurso de más de un ejercicio financiero posterior al vigente; siempre y cuando los conceptos que se financien se hayan devengado anteriormente;
- El otorgamiento de avales, fianzas y garantías cuyo vencimiento supere el período del ejercicio financiero;
- La consolidación, conversión y renegociación de otras deudas.

Esto último es lo que analizaremos en el próximo capítulo, al respecto señalamos que:

"Estas operaciones configuran lo que genéricamente se denomina reestructuración de la deuda por las cuales no se contrae mayor endeudamiento, sino que se modifica la estructura de pasivos en términos de montos, plazos, servicios de la deuda o rendimientos procurando una mejora en las condiciones de financiamiento, o una

disminución en la vulnerabilidad del sector externo ante fluctuaciones en los tipo de cambio y las tasas de interés internacionales" (Amado, 2014: 46).

#### Capítulo 3: Reestructuración de deuda

#### 3.1 Reestructuración de deuda

Las **operaciones de crédito público**, que menciona el artículo 65 de la Ley 24156, se refieren a la facultad que tiene el Poder Ejecutivo Nacional para **reestructurar** la deuda y los avales otorgados, mediante su **consolidación**, **conversión o renegociación**, en la medida que ello implique un mejoramiento de los **montos**, **plazos y / o intereses** de las operaciones originales. Las **operaciones de reestructuración de pasivos** pueden ser:

- **Directas:** cuando se trata de los mismos acreedores, o se da una extinción de la deuda anterior al momento de contraerse la nueva.
- **Indirectas:** son con diferentes acreedores, se producen a través del mercado, o en momentos de tiempo distintos, o bien, cuando se emite nueva deuda y se compra la deuda preexistente.

Dentro de los objetivos que persiguen las operaciones de reestructuración indirecta de pasivos, podemos señalar los siguientes: mejorar el perfil de vencimientos y reorganizar la estructura del pasivo; administración del riesgo de fluctuaciones en las tasas de interés internacionales y tipos de cambio; aprovechar una situación de liquidez del mercado; arbitrar el rendimiento de los distintos instrumentos; reducir la volatilidad (precio) de los instrumentos financieros más líquidos.

Si nos referimos al tipo de operaciones incluidas en las reestructuraciones indirectas de pasivos, podemos distinguir entre: compras en el mercado, operaciones de cancelación de deuda (rescate), operaciones de pase de monedas (*currency swaps*) o de tipo de tasas de interés (*interest swap*), futuros y opciones, operaciones de cobertura.

En cambio, las operaciones de conversión, consolidación y renegociación mencionadas, se relacionan con las operaciones de reestructuración directa de pasivos. Para ampliar lo dicho podemos mencionar que:

- Conversión: consiste en el cambio de uno o más títulos por otro u otros nuevos representativos del mismo capital adeudado, modificándose los plazos y demás

- condiciones financieras de su servicio. Como ejemplo de ello podemos mencionar: el Plan Financiero de 1992, el Plan Brady y el Megacanje.
- Consolidación: se refiere a la transformación de una o más partes de la deuda pública en deuda instrumentada a mayor plazo, con lo que se concilian los montos adeudados y se modifican las condiciones de su servicio, generalmente a través del canje de deuda por títulos de deuda.
- Renegociación: consiste en convenir con el acreedor la modificación de plazos, intereses u otras condiciones originalmente pactadas, lo que generalmente se instrumenta mediante una adenda al contrato original o mediante un nuevo convenio.

Para comprender un proceso de reestructuración de bonos soberanos, junto con lo que pueda traer aparejado un canje, es fundamental tener en cuenta que la aceptación de una propuesta de reestructuración es voluntaria, a no ser que haya cláusulas de acción colectiva. Con lo cual, los bonistas pueden elegir no aceptar la oferta de reestructuración y consecuentemente ir a juicio por el valor nominal de la deuda en *default*. Por ello, el reestructurador de deuda soberana deberá usar posibles incentivos para lograr convencer a los bonistas: subir la tasa de interés en compensación por extender los plazos de pago, mejorar la calidad crediticia de los nuevos instrumentos otorgando beneficios adicionales como por ejemplo el cupón PBI.

Ahora bien, el problema de otorgar estos beneficios es el costo que representan. Será cuestión de lograr la combinación óptima para lograr un alivio al deudor entre las siguientes posibilidades: reperfilar los vencimientos (extender el plazo), reducir la tasa de interés o hacer una quita del monto de la deuda.

#### 3.2. El default y la propuesta del Gobierno Nacional para salir del mismo

Para continuar, y antes de analizar el proceso de reestructucturación en sí mismo, veamos cómo se fueron dando los hechos. Hacia el año 2000, la situación de pago de la deuda pública era insostenible y las tasas exigidas al país para colocar deuda al exterior eran excepcionalmente elevadas. En ese contexto, el gobierno nacional recurrió a los organismos multilaterales de crédito en busca de financiamiento, acordándose el denominado "blindaje financiero". El mismo constaba de un paquete de asistencia del FMI, BID y Banco Mundial por US\$ 19.700 millones a una tasa de 7,5% anual, a ser desembolsados entre 2000 y 2001. A cambio el gobierno se comprometió a reducir el desequilibrio de las cuentas públicas mediante un severo ajuste presupuestario. No obstante, las expectativas generadas por el "blindaje" fueron rápidamente alteradas al frustrarse la colocación de nuevos títulos en el exterior.

Ya comenzado el año 2001, la escasez de divisas se intensificó, incrementando la urgencia de recurrir a los mercados de deuda internacionales. En mayo de 2001 se realizó el último intento de evitar el default con el denominado Megacanje, que resultó ser un canje de deuda mediante el cual se rescataron bonos por US\$ 29.500 millones y se emitieron títulos por US\$30.500 millones a 7, 17 y 31 años. El objetivo no era el de conseguir una reducción en el monto de la deuda, sino en prorrogar el cronograma de vencimientos (se consiguió postergar US\$ 16.000 millones hasta el 2005). A pesar de ello, los resultados del Megacanje resultaron insuficientes en relación a la magnitud de las necesidades de financiamiento.

Además en relación a ello podemos considerar otras cuestiones relevantes a los fines de este trabajo:

"Un esquema contrario y "más amigable al mercado" ya había sido aplicado durante el megacanje de deuda de mediados de 2001 que realizó Cavallo, cuando el ministro de Economía padecía ya la asfixia en las cuentas públicas: propuso un canje sin quita, con el solo beneficio para el país de estirar el pago de los vencimientos, ofreciendo garantías complejas y elevando los intereses a pagar a niveles peligrosos, lo que a la postre se tradujo en un boomerang. Con el dato no menor de que hubo abultadas comisiones, del orden de 160 millones de dólares –según los registros periodísticos-, pues se privilegió discrecionalmente a "bancos de inversión amigos". Al punto que se consideró que el megacanje violó la Ley de Administración Financiera (artículo 65), ya que no mejoró al menos dos de tres condiciones que exige la ley; disminución de monto de deuda, baja de intereses o extensión de plazos"(Laudonia, 2013: 75)

La cesación de pagos comenzó formalmente en enero de 2002, pese a que regía de facto desde fines de 2001. Del total de la deuda pública a diciembre de 2001 (US\$ 144.450 millones), un US\$ 81.800 millones fueron declarados en default y representaban cerca del 40 % de la deuda pública total argentina.

"Cuando estalló el default, la deuda pública argentina totalizaba la friolera de 144.453 millones de dólares, un 113% del PBI. Pero la herencia de la deuda en el momento de asunción de Kirchner fue aún mayor debido a las consecuencias de ese incumplimiento y de la salida de la convertibilidad, que incluyeron una solución al "corralito" y al "corralón", lo que significó una carga tremenda para las cuentas públicas. A diciembre de 2002 la deuda del Estado alcanzó el pico máximo, un 166%, en términos de la producción total de la economía" (Laudonia, 2013: 27)

Ante la magnitud de la crisis económica que terminó en los conocidos sucesos de finales del año 2001, entre cuyos efectos cabe destacar la manifestación de la inviabilidad de la política

económica en general y en materia de manejo de la deuda pública nacional en especial seguida hasta entonces, se sancionó la Ley N° 25.561, en cuyo Artículo 1° se declaró la emergencia pública en materia social, económica, administrativa, financiera y cambiaria delegando, en los términos del Artículo 76 de la Constitución Nacional, facultades al Poder Ejecutivo Nacional, hasta el 10 de diciembre de 2003 (luego se extendió hasta el 31 de diciembre de 2004), a los efectos —entre otros— de proceder al reordenamiento del sistema financiero, bancario y del mercado de cambios, como así también de crear condiciones para el crecimiento económico sustentable y compatible con la reestructuración de la deuda pública.

A partir de mayo de 2003, con la asunción del Presidente Néstor Kirchner, la política de financiamiento cambió considerablemente respecto a la década previa. El nuevo gobierno asumió con gran parte de la deuda en cesación de pagos y emprendió negociaciones para reestructurarla. Paralelamente, las políticas de financiamiento estuvieron orientadas a reducir la carga de la deuda como restricción para el crecimiento; entre otras políticas se destacan el superávit primario y el pago de obligaciones con reservas internacionales de libre disponibilidad, las cuales convivieron con un significativo crecimiento económico sustentado en políticas de promoción de la demanda agregada.

En el año 2004 se decretó la reestructuración de títulos de la deuda pública en cesación de pagos a fin de adecuar los servicios de la misma a las posibilidades de pago del Gobierno Nacional en el mediano y largo plazo. Según el Decreto Nº 319/2004, se determinó quienes serían los bancos organizadores y estableció que el Ministerio de Economía y Producción designaría a las entidades financieras que actuarían como colocadores en la implementación de la oferta de reestructuración de los títulos mencionados, de común acuerdo con los Bancos Organizadores. Por otra parte, el Gobierno Nacional logró equilibrar las finanzas públicas al mismo tiempo que la economía comenzó a crecer nuevamente. La idea era desarrollar las gestiones y acciones necesarias para reestructurar las obligaciones de la deuda del Gobierno Nacional creando paralelamente condiciones para el crecimiento económico sustentable y compatible con dicha reestructuración. La estabilización de las principales variables macroeconómicas permitieron elaborar un programa financiero a mediano plazo, llegándose adicionalmente a un acuerdo por tres años con el Fondo Monetario Internacional, a reprogramar los vencimientos de capital correspondientes al período del acuerdo, sin incluir desembolsos adicionales de fondos. Pero a los efectos de consolidar la situación económica resultaba necesario implementar la reestructuración de los títulos de la deuda pública en cesación de pagos y normalizar las relaciones con todos los acreedores. En ese marco, se habían iniciado gestiones con acreedores oficiales nucleados en el Club de París.

El Gobierno Nacional elaboró los lineamientos para una propuesta de **reestructuración** de la deuda pública vencida e impaga, en función de la imposibilidad del Estado Nacional de atender la misma en sus actuales términos contractuales, sin descuidar la sostenibilidad de tales lineamientos, que entre otros requisitos, incluía la continuidad en el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la parte de la deuda pública nacional que no había caído en situación de incumplimiento. El 22 de septiembre de 2003 Lavagna hizo la presentación de los lineamientos de oferta argentina en Dubai. Apenas dos días antes, el gobierno argentino había negociado con el FMI lo que luego se convirtió el último acuerdo de un préstamo *stand by* (por 13.300 millones de dólares, a tres años) para un país que comenzaba a salir de la crisis y necesario en el marco de la negociación con los acreedores.

La etapa de implementación de la reestructuración fue llevada a cabo directamente por el Gobierno Nacional, sin contar para ello con la asistencia de un asesor financiero. La propuesta implicaba en los hechos un canje de los instrumentos públicos actuales por nuevos títulos, o enmienda en los casos que fuere necesario, con un mejoramiento de los montos, plazos y/o intereses de las operaciones originales.

La presión por los bancos internacionales para mejorar la oferta y que la Argentina pagara más fue notoria, pero finalmente, el 12 de enero de 2005, fue la fecha en que se lanzó el canje para todos los acreedores, locales e internacionales.

"Los fondos buitres, que se negaban a ingresar al canje, habían logrado frenar el settlement (la concreción de la oferta de canje) que había culminado en febrero del 2005, tras haberse lanzado en enero, por lo que la operación corrió el peligro de no concretarse. El canje se mantuvo en suspenso ya que esos acreedores interpusieron un amparo en el despacho del juez Thomas Griesa, que tuvo que pasar por todas la instancias legales de apelaciones antes de destrabar la operación". (Laudonia, 2013 108-109).

Finalmente el gobierno argentino logró concretar el canje de deuda en junio de 2005. El primer paso hacia la normalización lo constituyó la reestructuración de deuda, proponiéndose una fuerte **quita** (73, 4%)<sup>1</sup> en el stock de deuda en default. A la fecha de lanzamiento de la reestructuración, la deuda totalizaba unos 191.296 millones de dólares – a diciembre de 2004-, según datos del Ministerio de Economía.

Si bien la reestructuración de la deuda argentina en 2005 fue una política que tuvo consenso en nuestra sociedad, no obstante, "la quita que aceptaron los holds—ins al momento del canje

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> Ver Anexo Cuadro 9. Quitas de todas las reestructuraciones soberanas luego del Plan Brady (1998-2013)

fue muy alta, tanto en valor absoluto como comparada con las quitas que hicieron otros deudores soberanos en similares circunstancias. El resultado es que muchos acreedores han litigado" (Cruces, 2016: 19).

"Se trató de la operación de deuda más grande de la historia, con la quita más grande de la antepusieron los intereses de un país hasta entonces acostumbrado a efectuar concesiones a favor de los acreedores externos casi desde los tiempos de su independencia." (Laudonia, 2013: 24).

"El monto total a reestructurar fue de 81.800 millones de dólares, cerca del 42% del total de la deuda de entonces (191.296 millones de dólares a fines de 2004), con un total de de 152 bonos elegibles en default para ingresar a la oferta, que se habían emitido en seis monedas distintas y durante ocho legislaciones diferentes" (Laudonia, 2013; 116).

Se trataba de una estructura muy compleja, la idea era pasar a una estructura más simple luego del canje, un menú de opciones de bonos según el perfil del acreedor. En cuanto a los tipos de bonos podemos mencionar tres familias de bonos: **bono Par, bono Cuasi Par y bono Discount**<sup>2</sup>, según los distintos tipos de inversores: pequeños, grandes fondos y AFJP, y apenas cuatro monedas (pesos, dólares, euros, yenes).

Adicionalmente, si la economía crecía más de cierto porcentaje, se pagaría un **cupón PBI** del 5% de ese crecimiento, hasta el 2035. Este último concepto se tradujo en un nuevo título de deuda, un producto derivado que se denominó "cupón atado al crecimiento" del país y resultaron ser toda una novedad, la idea era que si a la Argentina le iba bien y crecía más de lo proyectado, repartiría esa ganancia entre el Estado y parte de los acreedores, aliviando así la quita.

Por consiguiente, si la Argentina lograba recuperarse y crecer por encima del 3% (estimación que consideramos alta, según las series históricas de tasas de crecimiento para el país), de ese crecimiento el 90% -medido en términos de capacidad de pago, a causa de mayores ingresosquedaba para el gobierno para alentar el programa de inversiones, otro 5% quedaba para los acreedores y el 5% restante estaba destinado para recomprar deuda.

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> Bono Par: no tiene quita sobre el capital, i= progresivo del 1,33% a 5,25% en 25 años y n=33 años, hasta el 2038. Renegociación del 29%

Bono Cuasi Par: quita del 30,1% sobre el capital, i=3,31% + variación del IPC, n=30 años, hasta el 2035. Renegociación del 48%.

Bono Discount: quita del 66,3% sobre el capital, i=8,28%, n= 28 años, hasta el 2033. Renegociación del 23%. Se arregló con las AFJP canjear los bonos viejos por títulos indexados a la inflación, los Cuasi Par. Se les ofreció a los bonistas pequeños la posibilidad de que tengan un bono sin perder el valor nominal (los bonos Par), si bien la extensión de los plazos para el pago resultó hasta el 2038. La condición para recibir los bonos Par fue que tuvieran un ingreso temprano al canje, para asegurar un alto nivel de participación.

"Nuestro canje de 2005 entregó, por cada dólar de bono viejo, un derecho contingente llamado Unidad Vinculada al PBI que se daba en adición a los bonos nuevos entregados al acreedor. "Derecho contingente" quiere decir que la cantidad de dinero a pagar por año no está fijada de antemano, sino que depende de cierta variable (que en general refleja la capacidad de pago del deudor)...En nuestro caso, cada unidad prevé hacer un pago en cada año hasta 2035 si la tasa de crecimiento de la economía supera cierto nivel de referencia y hasta un pago acumulado total máximo de 0,48 dólares por unidad." (Cruces, 2016: 112).

Estas unidades generaron desconfianza no solo por tratarse de un instrumento inusual en las reestructuraciones, hecho que se tradujo en una ínfima valuación al momento del canje, sumado a que el deudor eventualmente podría manipular la medición del PBI a su favor. Más tarde empezaron a cotizar separadamente y resultaron ser un pésimo negocio para la República Argentina, ya que tuvieron una tasa interna de retorno muy elevada.

Lo que sucedió desde 2003, fue que Argentina logró un crecimiento sostenido, con tasas superiores al 8% y por varios años, hecho que se interrumpió por la recesión mundial de 2009, esto posibilitó que los acreedores lograran una ganancia adicional en el valor de los bonos.

La aparición del cupón PBI fue un instrumento revolucionario. La primera vez que se pagó el cupón fue en 2006, un año después del canje, en función al crecimiento de 2005. Sólo se dejó de pagar en 2010, producto de la crisis en 2009.

"Las unidades vinculadas al PBI, warrants o cupones, funcionan más como una opción, ya que se paga un precio esperando que se cumplan ciertas condiciones en el futuro para que el activo rinda. No son un instrumento de renta fija (bono) ni de renta variable (acción). Es lo que se conoce como un derivado financiero. Y fue ofrecido en todas las monedas que se emitieron los bonos de canje 2005, y luego 2010. Se cobra la renta de los cupones al año siguiente, en función del crecimiento del período anterior" (Laudonia, 2013: 121).

Por otra parte, hay varias maneras de computar la **quita** de una reestructuración de deuda. La definición de quita que utilizaremos en este trabajo será la siguiente: "reducción porcentual de riqueza que tiene un hold-in por aceptar un bono nuevo comparado con el valor que tendría su bono viejo si sus pagos contractuales remanentes fuesen descontados a la tasa de interés para obligaciones de largo plazo en dólares vigente justo luego del canje" (Cruces, 2016: 103). Entonces, una quita del 73 % implica que el valor del bono nuevo equivale al 27% de lo que valdría el bono viejo justo luego del canje, es decir que el bono nuevo tiene un menor valor de mercado que el bono viejo valuado a la tasa de interés luego del canje. Pero el hecho de que el

hold-in tenga una pérdida patrimonial o quita del 73% no quiere decir que el deudor deba pagar solo el 27 % de lo que tenía que pagar. Lo que sucede es que la quita al acreedor sintetiza el efecto conjunto del estiramiento de plazos, de la reducción del capital e intereses, y de la tasa de descuento a la salida del *default*, que a su vez dependerá de la credibilidad de las nuevas promesas de pago del gobierno. El efecto esperado de la quita es el de producir un alivio, una reducción de pagos para el deudor.

"Los grandes inversores, que entran y salen con sus apuestas de manera permanente, miden la quita en términos de valor presente neto. Es un concepto económico diferente del de la "quita del 75%" que anunció la Argentina en Dubai, y que implica a cuánto equivale la deuda que va a vencer en un determinado período, a valor presente, lo que sería su valor de venta actual, si quisieran realizar esa operación. Hay allí implícito el "término de tasa de descuento", por traer al día de hoy toda la deuda que vence a lo largo del tiempo. De ahí la preocupación por el pago o no pago de intereses vencidos (desde 2001) ya que les cambia la ecuación." (Laudonia, 2013: 34)

En este sentido, podemos señalar que la reestructuración Argentina – 2005 tuvo una quita de 73,36% en valor presente, incluyendo el valor que tuvieron del canje las Unidades Vinculadas al PBI. En otras palabras, la magnitud de la quita fue poco sensible al otorgamiento a los acreedores de estas unidades, de modo que otorgarlas prácticamente no afectó la tasa de participación en el canje ni la litigiosidad posterior, simplemente que las Unidades Vinculadas al PBI fueron una manera carísima de comprar apenas un poquito más de aceptación del canje. Otra opción podría haber sido elegir una situación intermedia, con menor quita a los acreedores, logrando mayor aceptación y menos litigio de su parte, obteniendo más alivio como deudores; ó eventualmente rescatarlas.

Otro aspecto relevante de la oferta era el pago en efectivo de intereses vencidos y no pagados desde finales de 2003 hasta la culminación de la oferta en junio de 2005. Lo que sucedió finalmente fue el reconocimiento de estos intereses vencidos y no pagados desde la declaración del default de Rodríguez Saá (2100 millones de dólares), que se pagaron con bonos.

Además, a todos aquellos que participaran en el canje se les garantizaba que, si por alguna circunstancia, en el futuro la Argentina ofrecía una alternativa mejor, tendrían oportunidad de participar.

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> La primera oferta de reestructuración de deuda fue presentada en Dubai por el Ministro de Economía Lavagna, quien anunció una quita del 75%. Esta propuesta inicial tuvo tres etapas en cuanto a modificaciones. Si bien los cambios fueron sutiles, contemplaron parte de los reclamos de los distintos tipos de acreedores, pero se mantuvo en líneas generales el nivel de la quita.

La decisión de aceptar o rechazar el canje, y eventualmente de litigar, no depende solamente de la quita, sino que responde a las expectativas de cumplimiento de los pagos prometidos por el deudor, traídos a dinero equivalente del momento del canje. La particularidad del caso argentino, es que la única posibilidad de aceptarlo era durante el primer trimestre de 2005 ya que prometía nunca ser reabierto por la ley Cerrojo. Esta ley, aprobada en febrero de 2005, fue el instrumento utilizado por el gobierno para inducir a los acreedores a ingresar al canje de deuda y establecía la imposibilidad de una nueva oferta. Fue suspendida por el Congreso para posibilitar el canje 2010.

La propuesta argentina alcanzó una **aceptación del 76,15%** con lo cual el país canjeó títulos en default (US\$ 62.300 millones) por una serie de nuevos bonos (US\$ 35.500 millones). A pesar de que el canje argentino de 2005 no ofreció un umbral mínimo de participación —consiste en garantizar que el canje solo se ejecutará si una holgada mayoría lo acepta- el nivel de aceptación fue bueno. Dicho en otros términos, este umbral mínimo de aceptación se refiere a un porcentaje de participación del total de tenedores de deuda para establecer una operación exitosa, sin embargo, el equipo económico de Lavagna consideraba que establecer un *threshold* (umbral), como pedían los bancos, no tenía sentido para el default argentino.

"En las finanzas internacionales, lo usual era pedir un umbral mínimo de aceptación en todas las reestructuraciones, como lo hizo Uruguay en 2002. Pero para nosotros no era éste el caso, porque ya estábamos en default; no era una mera operación de patear vencimientos para salvarse de la amenaza de un default (lo que en la jerga se llama roll over de deuda performing, es decir, deuda en situación de pago normal), sino que ya estábamos en la quiebra" (Laudonia, 2013; 102).

A pesar de que los bancos presionaban para establecer una participación mínima de acreedores, por debajo de la cual la operación se declararía desierta, la Argentina había alcanzado una aceptación de más de los dos tercios del monto en default elegible para la operación.

Como consecuencia de la reestructuración de deuda, la carga de la deuda de la Argentina se redujo al 72% del PBI (del 146% del PBI en 2002) y el perfil del servicio de la deuda mejoró considerablemente. Sin embargo, quedaban pendientes 20 millones de dólares en capital en mora, aproximadamente. A continuación resumimos los resultados de la operación:

"De un total de 81.800 millones de dólares elegibles, se reestructuraron deudas por un valor equivalente a 62.500 millones de dólares de valor nominal, canjeadas por nuevos títulos por un valor nominal equivalente a 35.300 millones de dólares.

Estaban repartidos en 15.000 millones en títulos Par, 11.900 en títulos Discount, y 24.300 millones de pesos argentinos en títulos Cuasi Par, que en su mayoría tenían las AFJP y las aseguradoras.

El gobierno argentino había logrado, en una sola operación, aplazar los pagos de deuda por 22 años y reducir la tasa de interés y el valor nominal de la deuda. Por primera vez en sus doscientos años de historia, y por primera vez desde que comenzó la deuda pública, la operación de reestructuración no significó a la postre mayor deuda, como sucedió desde el primer empréstito solicitado por Buenos Aires en 1824, a la banca inglesa Baring Brothers.

Asimismo, como consecuencia de la reestructuración, cambió radicalmente la composición de la deuda en dólares y tomó mayor protagonismo la deuda local." (Laudonia, 2013: 126-127).

Consecuentemente, el relativo éxito del canje de deuda permitió reducir el riesgo país a niveles similares al de otras economías emergentes y emitir deuda en el mercado internacional hacia 2007 (Boden 2015).

Para continuar con el proceso de desendeudamiento, luego de la reestructuración de la deuda, en diciembre de 2005 el gobierno nacional anuncia la cancelación con reservas de libre disponibilidad de la deuda total con el **FMI**, que ascendía a US\$ 9.810 millones. Los acuerdos típicos con el FMI consistían en un programa a través del cual la Argentina solicitaba préstamos a una tasa conveniente respecto del mercado, pero a su vez se comprometía a cumplir con las metas macroeconómicas que el fondo imponía, hecho que le permitía obtener créditos blandos para poder pagar la deuda. Era una historia de nunca acabar ya conocida por todos. La ruptura con el FMI se dio en un contexto en el que la Argentina necesitaba reestructurar su deuda en default con el sector privado, y el FMI quería que mejorásemos la oferta a los acreedores y poner aún más condicionamientos de política económica, a pesar de que no existe normativa expresa que diga que deba tener un rol protagonista en el proceso de reestructuración.

Esta situación se da en una coyuntura determinada: el presidente de Brasil también había anunciado que su país cancelaría la deuda con el FMI. Estas decisiones cambiaron la relación de los países emergentes con el FMI. El pago de la Argentina representó un ahorro en intereses de casi mil millones de dólares, dado que los vencimientos con el FMI eran: 5.082 millones de dólares en 2006, 4.635 millones en 2007 y 432 millones en 2008.

Finalmente, el 3 de enero de 2006 el gobierno argentino canceló la deuda total con el FMI, y luego de la operación las reservas internacionales del BCRA cayeron a los 18.500 millones de

dólares, un mayor nivel que al terminar 2004. Al año las reservas se habían recuperado: totalizaban 28.125 millones de dólares, casi el mismo nivel que tenían previo al anuncio.

Por un lado, se redujo un activo del BCRA que eran las reservas internacionales, por otro lado disminuye un pasivo, que era la deuda con el FMI, pero además el Tesoro Nacional emite una letra a diez años.

Posteriormente, este concepto de reservas internacionales de libre disponibilidad, que exceden el valor de la base monetaria del BCRA, se utilizó para cancelar deuda con organismos internacionales y luego con los privados.

En octubre de 2008, en un contexto de crisis financiera internacional, el Congreso de la Nación sanciona la ley de reestatización de los fondos de seguridad social. De esta manera, una gran cantidad de títulos públicos que se encontraban en manos de las AFJP pasaron a la Administración Nacional de la Seguridad Social.

Este proceso de desendeudamiento ha permitido que la Argentina lleve a cabo políticas públicas con foco en los desafíos de la economía nacional, evitando someter la administración de los recursos públicos a los vaivenes de la coyuntura planteada por los mercados financieros internacionales (shocks externos).

#### La reestructuración de 2005:

"Fue una operación resistida por los de afuera y que salió de los parámetros tradicionalmente aceptados por la comunidad financiera internacional, dado que prescindió de la tutela del FMI y se negó a avalar contratos que afectaran la recuperación económica local.

Fue la primera de varias iniciativas del gobierno –pago total al FMI, eliminación de las AFJP, uso de la acumulación de las reservas y uso de recursos de dependencias públicas superavitarias- que pudieron generar recursos para pagar la deuda pública y a la vez alentar el crecimiento, para ir tras el objetivo del proyecto político de la inclusión". (Laudonia, 2013: 24)

#### 3.3 Ley cerrojo

En 2005 se sancionó la ley cerrojo, que básicamente establecía que aquellos acreedores que no aceptaron la reestructuración decretada, no podrán volver a negociar con la Argentina. Además, nuestra reestructuración de 2005 estableció que, si Argentina hiciese voluntariamente una oferta a los *holdouts* antes del 31 de diciembre de 2014, se

obligaba a ofrecer iguales términos a los *hold-ins*. Este derecho a emparde se denominó cláusula **RUFO** (*Rights upon future offers*).

Tanto la cláusula RUFO como la ley cerrojo fueron medidas complementarias y lo que ambas buscaban era fomentar la participación en el canje y mitigar los efectos de la gravosa quita.

"Como forma de subir la tasa de participación en el canje de 2005 y complementariamente a la cláusula RUFO, en febrero de ese año el gobierno argentino sancionó la Ley 26017, conocida como ley Cerrojo. Esta establece dos cláusulas clave respecto a los bonos que no entrasen al canje:

- i) Se prohíbe reabrir el canje de 2005, es decir que no habrá ningún otro canje en el que los holdouts puedan participar.
- ii) Se prohíbe hacer cualquier otro tipo de transacción judicial, extrajudicial o privada, respecto de tales bonos (incluyendo, obviamente, pagarlos), es decir que los holdouts tampoco cobraran por ningún otro mecanismo.

La ley se suspendió de manera transitoria para el canje de 2010 y quedó suspendida de forma indefinida a partir de septiembre de 2013. Pero su existencia fue utilizada por los litigantes para argumentar que implicó una subordinación formal de los bonos viejos a los bonos nuevos, constituyendo una violación a la cláusula pari passu contenida en los bonos" (Cruces, 2016: 79-80).

En cambio, tuvimos que convivir con la cláusula RUFO hasta fines de 2014.

#### 3.4 Reapertura del canje

A pesar de la gran reestructuración financiera de 2005 habían quedado fuera unos 20.000 millones de dólares en deuda nominal; se trataba de inversores italianos, fondos de inversión de riesgo y fondos buitre. Quienes se quedaron fuera del canje especulaban con una posterior reapertura más beneficiosa, cosa que no sucedió. Los buitres siguieron con su estrategia: continuaron litigando en las cortes internacionales.

En 2008 el gobierno había hecho el anuncio de reapertura del canje de la deuda, pero sin tutela del FMI. Finalmente, a los fines de continuar con el proceso de normalización de la deuda con el mercado, en octubre de 2009 la Argentina anuncia que reabrirá la operación, ya habían transcurrido más de cuatro años después de la finalización del canje de la deuda de 2005. Para

reabrir este proceso era necesario suspender la aplicación de la "ley cerrojo" que impedía una reapertura del canje. El primer paso consistió en avanzar con los obstáculos legales que impedían concretar el canje, suspendiendo dicha ley hasta el 31 de diciembre de 2010.

El último trimestre de 2009 había sido malo en términos de crecimiento, a causa del impacto de la crisis internacional y el gobierno pretendía logra con el canje un clima de inversión y confianza de manera tal de impulsar el crecimiento económico.

Los objetivos que se planteaba el gobierno eran dos: por un lado, no pagar comisiones a los bancos organizadores, que debían cobrárselas a los acreedores -por primera vez la Argentina no iba a pagarles comisiones a los bancos de inversión en una transacción de deuda internacional ya que los acreedores asumirían el costo de la colocación-. Por otro lado, buscaba maximizar la participación en la oferta. Se pretendía que las condiciones de la segunda vuelta fuesen menos beneficiosas, con una quita mayor. Con los países desarrollados bajo un contexto de incertidumbre, era la oportunidad para que la Argentina lograra un lugar en los mercados internacionales debido a la inyección de liquidez mundial.

"Con el nuevo escenario, el país inició formalmente los trámites ante la SEC para reabrir el canje y poder efectuar la operación en los mercados externos un 16 de diciembre de 2009, dos días después del anuncio del primer DNU sobre el uso de las reservas para pagar deuda pública y privada".(Laudonia, 2013: 257)

Paralelamente, los fondos buitres atentaban contra el desarrollo del canje, querían que las reservar argentinas depositadas en Estados Unidos perdieran la inmunidad legal y servirse de ellas. Sumado a esto, en Europa era incipiente una crisis de deuda de dimensiones desconocidas. Estos hechos se reflejaban en nuestros indicadores: el riesgo país no cedía. Desafortunadamente, a principios de abril de 2010, el juez Griesa confirmó el embargo de por 105 millones de dólares en reservas, que se mantenía congelados en una cuenta en el Banco Central en la Reserva Federal de Nueva York. Le dio la razón a los buitres, al concluir que esos fondos se habían usado para fines comerciales y que por lo tanto no gozaban de inmunidad – este fallo fue apelado y tuvo sentencia definitiva a favor de la Argentina, recién a mediados de 2012-.

Finalmente a fines de abril de 2010 se realizó una oferta para incluir a aquellos inversores que se habían mantenido al margen del canje de 2005, estos acreedores totalizaban un 24% en términos de los 81.000 millones de dólares de deuda nominal declarada en default en 2001.

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> Como ya mencionamos, la denominada ley cerrojo fue sancionada por el Congreso en febrero de 2005 y prohibía reabrir el canje de deuda de títulos en default. Fue una manera de solicitar a los bonistas que ingresaran en la operación, cuyo nivel de aceptación cerró finalmente en 76%.

"Con los mercados habilitados para efectuar la transacción, el 30 de abril Boudou dio a conocer la oferta final del canje con la confirmación del efectivo para los pequeños bonistas, y una sorpresa para los grandes bonistas: habían retirado a los inversores institucionales la idea del pago por el cupón atado al PBI.

La oferta consistió en canjear unos 18.300 millones de dólares como monto elegible de capital nominal que aún permanecía en default, y tomando en cuenta los intereses hasta diciembre de 2001.

A los grandes inversores se les ofreció bonos Discount, con una quita nominal del 66,3% sobre el capital; asimismo, otorgaron cupones atados a la evolución del PBI de los años subsiguientes, y en tercer lugar, bonos Global 2017 por los intereses caídos desde 2003, que pagan una tasa de 8,75% anual, aunque el capital recién se abona en el momento del vencimiento.

A los minoristas se buscó tentarlos con bonos Par, sin quita nominal, y se estableció un cupo máximo de 2.000 millones de dólares, con cupones atados al PBI bajo las mismas condiciones que los inversores institucionales, y el incentivo mayor fue un pago adicional en efectivo por los intereses devengados desde 2003." (Laudonia, 2013: 273,274)

Los resultados de la **reapertura** fueron muy alentadores, alcanzando una **aceptación** de más de **66%**<sup>5</sup> (ingresaron al canje 2010 un total de 12.400 millones de dólares, de los cuales unos 3.300 millones eran de minosristas), se había superado la meta del 60%, lo que implicó la normalización del **92,4%** de la deuda total declarada en default en 2002.

Por consiguiente, en conjunto, con la operación de 2005, había ingresado al canje casi el 93% de la deuda elegible en default, que totalizó 81.800 millones de dólares. Los únicos que habían quedado afuera, son precisamente los fondos buitre. Quitando a los buitres, podemos concluir que la misión había sido exitosa.

Asimismo, a lo largo de 2010 el gobierno nacional constituye el Fondo de Desendeudamiento de la Argentina (FONDEA) por medio del cual el Sector Público Nacional canceló deuda con acreedores privados y organismos internacionales con la utilización de reservas de libre disponibilidad<sup>6</sup> del BCRA.

<sup>6</sup> Cuando se le pagó al FMI se flexibilizó en parte la exigencia de tener sin uso las reservas por encima de la relación reservas = base monetaria, dando lugar al concepto de reservas de libre disponibilidad, que marcaba un límite inferior por el cual debían mantenerse reservas sin uso, de manera que las reservas que superaban la base monetaria podían usarse para cancelar deuda con el organismo. Pero con la reforma de la carta orgánica se eliminó

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> Se logró subir esa cifra a 66,8%, pero a fin de año hubo una reapertura local, aprovechando la vigencia de la ley cerrojo, y la aceptación final resultó de 67,6%. En total ambos canjes de deuda, 2005 y 2010, se alcanzó casi el 93% de aceptación.

"Así las cosas, el gobierno culminó un agitado 2010 desde el punto de vista político utilizando las reservas para pagar deuda y recobró nuevamente la senda del crecimiento, que se había reducido en 2009. A fines de 2009 las reservas internacionales del Banco Central sumaban unos 47.900 millones de dólares, mientras que al final de 2010 llegaron a los 52.140 millones, lo que mostró un fuerte incremento a pesar de los pagos de deuda pública y privada que realizó el gobierno por la utilización de las reservas para cancelar deuda. Esta cifra representa 2,8 veces más que las reservas que había luego de que el gobierno de Néstor Kirchner cancelara la deuda con el FMI en enero de 2006." (Laudonia, 2013: 246)

Los sucesivos canjes, la estatización de los fondos de seguridad social y la cancelación de deuda mediante el uso de reservas, han cambiado sustancialmente el perfil de la deuda pública. Por otro lado, la vida promedio de los pasivos públicos hacia 2002 alcanzaba los seis años, mientras que en la actualidad es superior.

En razón de lo expuesto, 2010 resultó ser un año turbulento pero con momentos clave en la historia de la deuda, a lo ya expuesto se suma que en el mes de diciembre se reiniciaron formalmente las negociaciones con el Club de París.

El balance llegando a finales de 2011 fue positivo: importante reducción del índice de deuda sobre PBI; aumento en el nivel de las reservas internacionales; el 52,2% de la deuda se encontraba en manos de instituciones estatales, como el BCRA, el ANSES, el 10,4% a organismos internacionales, como el BID y el Banco Mundial, el 3,4% al Club de Paris y el 33,4% restante a inversores privados.

#### 3.5 Club de Paris

Por último, resta mencionar la reestructuración de deuda con el Club de Paris, por algo más de unos 9.000 millones de dólares entre capital vencido, punitorios e intereses impagos.

"La principal acción del Club de Paris consiste en llegar a la "Minuta de acuerdo", que sirve de marco a los acuerdos bilaterales entre los países acreedores y deudores, para lo cual el mecanismo de reestructuración utilizado es el reescalonamiento de pagos, con la posibilidad de una reducción en el principal o en la renta de los préstamos en casos extremos.

\_

ese límite y el nuevo límite inferior lo marcan las reservas óptimas, que es un indicador compuesto por distintas variables (la deuda externa a corto plazo, la cantidad de dinero y los depósitos en la economía, el promedio de las importaciones del año anterior, y otros)

Para acceder al Club de París, el país deudor debe cumplir las condiciones de demostrar a los acreedores que la deuda no podrá ser afrontada a menos que se refinancie e implementar los pasos necesarios para eliminar las causas de las dificultades de pagos, con el objetivo de mejorar ostensiblemente su posición de pagos externos.

Asimismo, el país deudor debe presentar un plan para demostrar que podrá cumplir con los compromisos adquiridos, el que debe ser monitoreado por el Fondo Monetario Internacional.

El amplio uso del Club como mecanismo de renegociación se debe a las ventajas que el mismo ofrece a acreedores y deudores". (Amado, 2014: 23)

Cabe señalar que este tema excede al análisis de este trabajo, pero no queremos dejar de mencionar que, dentro del proceso de regularización de la deuda soberana, el gobierno argentino se mantuvo firme en negociar la deuda con el Club de París, sin pasar por el artículo IV, y sin la intervención del Fondo ya que no teníamos más programas con el FMI. Y fue entonces que, en la segunda mitad del año 2014 se llegó a un acuerdo con el Club de Paris para la cancelación de la deuda que mantenía el país con dicha institución llegando a un arreglo por monto total de 9,7 mil millones que contempla el pago de capital e intereses atrasados punitorios, estableciéndose que dicha cancelación se haría a 5 años, pudiéndose extender a 7 años. En razón de lo expuesto,

"...haber logrado que la cancelación de la deuda se lleve a cabo en 5 años, como si fuera al contado, es decir, sin la presentación de un plan supervisado por el FMI, constituye todo un éxito en términos de negociaciones financieras, sin precedentes en las que se desarrollan habitualmente en el Club de París. Del mismo, la tasa de interés pactada en el arreglo, del 3% anual significa una notable reducción de los costos financieros que se venía soportando (promedio de tasas contractuales del 7%)". (Amado, 2014: 24)

Simultáneamente, hacia el año 2014, la política de financiamiento continuó con el proceso de desendeudamiento. Los objetivos centrales incluían la captación y administración de los recursos destinados al cumplimiento de las obligaciones financieras, que siguieron criterios de optimalidad y prudencia financiera orientados a seguir reduciendo el peso de los servicios de deuda sobre los ingresos públicos. Los servicios de deuda (intereses, amortizaciones y pago de Valores Negociables Vinculados al PBI) estaban constituidos mayormente por obligaciones con organismos públicos nacionales. La política de financiamiento se orientaba en una gestión de pasivos enfocada en la permanente mejora del perfil de vencimientos.

#### 3.6 Otras fuentes de financiamiento

Ante la crisis financiera internacional de finales de 2008 y con ello el agravamiento de las condiciones para que la Argentina retornara a los mercados de capitales; sumado al negocio que resultó ser el régimen de las AFJP con altas comisiones y las limitaciones que tenía para resolver el problema del financiamiento del sistema provisional para lo cual había sido creado, en ese contexto, el 20 de noviembre de 2008 se sancionó la Ley de creación del Sistema Integral de Pensiones y Jubilaciones de la Argentina (SIPA). Este hecho permitió otorgarle a la ANSES la administración de los recursos que hasta el momento manejaban las AFJP.

Además, en febrero de 2009 se creó el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), manejado por la ANSES, dentro del SIPA, se trataba de un fondo cuasi soberano, una garantía del nuevo sistema de reparto. En el caso de alguna contingencia, la ANSES podía recurrir a él sólo ante déficit transitorios y no de carácter estructural.

Ya mencionamos el uso de las reservas de libre disponibilidad como otra estrategia más en el camino hacia el desendeudamiento. Excede el objetivo de este trabajo toda la discusión que se dio entorno al uso de las mismas, junto con la posibilidad de que fueran embargadas. Pero la batalla por las reservas tuvo que cerrar dos frentes, el internacional y el debate nacional, tanto judicial como legislativo, que terminó avalando el uso de las mismas tras el proceso de acumulación de recursos iniciado en 2003.

Pero lo que no podemos dejar de mencionar fue la Ley de Reforma de la Carta Orgánica del BCRA sancionada el 22 de marzo de 2012. Dos cuestiones centrales queremos remarcar en relación a ello: en primer lugar, la ampliación de los objetivos del BCRA con la modificación del artículo 3°, la entidad financiera pasó del objetivo único de preservar el valor de la moneda a promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.

Y en segundo lugar, el otro aspecto de la nueva carta orgánica es que aumentó la capacidad de asistencia con recursos al Tesoro Nacional a través de dos formas: por una lado, el aumento de los adelantos transitorios y el giro de ganancias, como política contracíclica; y por otro lado, liberando dólares que el Tesoro puede utilizar para pagar deuda externa, al relajar las exigencias entre la relación reservas y base monetaria se obtienen más recursos para el fisco.

En consecuencia, al tomar deuda intrasector público, disminuye el riesgo de refinanciamiento y nos da mayor capacidad de maniobra. Por el contrario, con la vieja carta orgánica, si los

recursos no alcanzaban había que recurrir a tomar dólares en el mercado, teniendo que negociar con entidades financieras, bancos de inversión y fondos de riesgo, o seguir con la espiral de endeudamiento con los organismos internacionales, tratando de equilibrar las cuentas.

## Capítulo 4: Los Fondos Buitres

#### 4.1 El reclamo

Antes de analizar quiénes son los fondos buitres o cuál es su reclamo, veamos algunas definiciones:

- "Buitre: del latín vultur, ave rapaz que se alimenta de carne muerta y vive en bandadas. Espera agazapado a su víctima y ataca cuando llega el final, si bien necesita percibir señales de agonía en su presa para saber dónde revolotear. También se le dice "buitre" a quien se ensaña en la desgracia del otro o se aprovecha de bienes ajenos" (Laudonia, 2013: 22). Nunca más precisa una definición, esa fue la actitud que tomaron con la Argentina los buitres de la deuda tras el default de 2001, sólo esperaron agazapados el momento oportuno para actuar.
- "el diccionario de Cambridge, que tiene dos definiciones de lo que es un fondo buitre. La primera dice que es un fondo de inversión que compra acciones baratas en compañías que están en caída, en orden a tomar el control de la empresa, mejorar su desempeño y, en consecuencia, hacer dinero. La segunda sostiene que buitre es un fondo de inversión que compra deuda de un país pobre y luego toma acciones legales para obtener que el país pague dicha deuda. En tanto el diccionario de Oxford también tiene su definición de vulture fund: Un fondo que invierte en compañías o propiedades que están teniendo un desempeño bajo y en consecuencia son subvaluadas" (Laudonia, 2013: 298-299).
- Los "holdouts son los tenedores de bonos en default que rechazaron las reestructuraciones que Argentina ofreció en 2005 y en 2010. Por oposición a ellos, los hold-ins son los tenedores de bonos viejos que sí aceptaron alguna de estas dos reestructuraciones y consecuentemente canjearon sus bonos viejos por bonos nuevos" (Cruces, 2016: 15).

Los *holdouts* compraron bonos argentinos antes del *default* pensando que serían pagados en tiempo y forma. Han considerado que las ofertas de canje eran confiscatorias de sus derechos y no las aceptaron, algunos de ellos han litigado y obtuvieron sentencias a favor.

El conflicto con los acreedores que no ingresaron a los canjes de deuda de los años 2005 y 2010 comprendía el **7,6%** de la deuda total reestructurada. Dichos acreedores eran fondos de inversiones (**fondos buitres**) que adquirieron bonos de deuda de la República Argentina con posterioridad de la cesación de pagos declarada en el 2001 a precios muy bajos, con la intención de maximizar sus ganancias tratando de cobrarlos por la vía judicial. Si bien los buitres eran una fracción pequeña del total de los *holdouts*, poseían la mayor cantidad de capital en litigio. Los *holdouts* tenían cerca de 6.700 millones de dólares en títulos viejos en default. Pero debemos señalar que el 80% de los casi 6.700 millones reclamados por los *holdouts* pertenecían a fondos buitre. Y de los 15 mayores acreedores con tenencias por más de 25 millones de dólares, unos nueve tenían domicilio en paraísos fiscales.

¿Cuáles son los principales fondos buitre? El fondo de las islas Caimán NML, perteneciente al fondo estadounidense Elliott, y su dueño Paul Singer, Aurelius, Dart, Blue Angel, Master.

En numerosas oportunidades, la República Argentina ha manifestado de manera firme y convincente en diversos foros internacionales su rechazo a las prácticas llevadas por este tipo de fondos, ya que terminan perjudicando a los países con dificultades financieras que pretenden reestructurar sus deudas soberanas.

#### 4.2 Historia del litigio: una mirada cronológica de los acontecimientos

Nuestro objetivo, dadas la complejidad y la duración de esta pelea, ante la Corte de Nueva York, con los fondos buitre que duró más de diez años, es hacer una síntesis de los hechos más relevantes.

A lo largo de este proceso, se fueron conociendo diferentes embargos. Fue necesario tomar todos los recaudos al punto tal de no dejar activos en el exterior librados a la suerte de los buitres. Más aún, hasta en el propio diseño del canje de la deuda se crearon mecanismos financieros de manera tal de impedir que los buitres interceptaran el pago realizado a los bonistas que habían ingresado a la reestructuración de la deuda argentina.

"Los canjes de deuda de 2005 y 2010 se basaron en un mecanismo de pagos indirectos, a través de un fideicomiso, en el que la Argentina transfiere al agente de pagos, el Bank of New York, el dinero que corresponde a los bonistas que ingresaron al canje de deuda (a través de la subsidiaria Bank of New York Mellon). De modo que es el bank of New York el que reparte en el exterior, desde sus cuentas en Estados Unidos, el dinero a los acreedores, y no la Argentina." (Laudonia, 2013: 302)

Con el objetivo de evitar incautaciones en los países extranjeros, este mecanismo de pago había sido diseñado por el equipo del canje de deuda de 2005, basado en la experiencia que tuvo Perú

con el fondo Elliot. De esta forma, la cadena de pagos estaba blindada de las acciones de los holdouts, debido a este mecanismo de pagos indirecto, situación que otorgaba seguridad a los participantes motivándolos a ingresar en la reestructuración.

Finalmente, en marzo de 2012 logró carácter definitivo el fallo histórico que otorgaba soberanía total a la Argentina sobre el uso de las reservas. Ante esta situación Elliot decide rearmar su estrategia y enfocarse en la teoría de la violación del tratamiento igualitario a los acreedores, conocido como *pari passu*. Por otra parte, la estrategia de los buitres fue persuadir al Congreso de Estados Unidos de que si Argentina no pagaba su deuda, los que estaban en juego eran los intereses de los contribuyentes norteamericanos. Aunque en realidad, el peso de los acreedores estadounidenses era relativo: el 90% de los fondos que quedaron en default luego de la reapertura del canje en 2010 no pertenecía a ciudadanos estadounidenses, y sólo unos 300 millones de dólares estaban involucrados en el reclamo de ciudadanos de ese país.

Para que tengamos una idea, el poder de lobby de los fondos buitres llegaba a financiar las campañas de los políticos estadounidenses en 2012, con la finalidad de que prosperaran sus iniciativas.

Esta situación complicaba la decisión de salir a tomar deuda en los mercados internacionales. Además de los buitres, había demandas individuales de pequeños acreedores, y por último quedaba una porción de acreedores italianos que se mantuvo afuera de los canjes de deuda y que demandaron ante el CIADI. Entonces, para normalizar la deuda en default con los privados restan también los juicios en el CIADI, de los que decidieron acudir a esta vía de arbitraje internacional para pedir por el 100% de los bonos en default.

El 26 de octubre de 2012, la Corte de Apelaciones de Estados Unidos aceptó el planteo de los fondos buitre, con un fallo del juez Thomas Griesa que interpretó que la Argentina había violado la cláusula *pari passu* – que sostenía que debía existir un trato igualitario del emisor a todos sus acreedores, tanto los que aceptaron el canje como los holdouts-. El gobierno argentino no esperaba semejante decisión. La Corte no avaló una parte del fallo de Griesa que sostenía que la Argentina debía pagarle el 100% de la deuda a los acreedores con fondos de los pagos destinados a los inversores que ingresaron a los canjes de la deuda 2005 y 2010. El monto involucrado era de 1.330 millones de dólares. Si bien:

"La Argentina logró el 93% de adhesión al canje de deuda con los privados, pero no puede forzar con mayorías a los tenedores de títulos viejos que decidieron quedar fuera del mismo, debido a que esos títulos no tienen en sus contratos cláusulas de acciones colectivas. Estas cláusulas fueron incorporadas por la Argentina en los nuevos bonos recién en 2005. Por ello en términos estrictamente legales, el país tiene obligación de

pagar. Griesa les reconoció siempre este derecho a los buitres ya todos los acreedores que lograron sentencia ante la Corte de Estados Unidos, y también admitió que era posible que los buitres no encontraran un remedio de cobro, debido a la casi inexistencia de activos embargables argentinos en Estados Unidos". (Laudonia, 2013: 321)

A mediados de diciembre de ese mismo año, debían abonarse 3.500 millones de dólares a los acreedores por el cupón atado al PBI, y como Griesa había decidido pagarles a los buitres a costa de quienes habían ingresado a los canjes de deuda, permitió que terceros afectados presentaran su descargo, que resultaba favorable a los intereses argentinos. Ya no era una batalla entre un soberano y un fondo buitre, sino que era una pelea entre los fondos de riesgo, los peces gordos de las finanzas mundiales, ante las cortes internacionales.

Finalmente, el 15 de noviembre de 2012 la Argentina reiteró que no estaba dispuesta a pagar, con lo cual el 22 de noviembre Griesa falló en contra de la Argentina: ratificó que debía pagar el 100% de la deuda que mantenía con los bonistas que no habían ingresado a los canjes de deuda con el dinero de los vencimientos de la deuda, unos 1.330 millones involucrados en esta sentencia, determinando que el país debería pagar a los fondos buitre a partir de diciembre.

La situación se tornaba cada vez más compleja. Por un lado, se corría el riesgo de ingresar en un default técnico, ya que a pesar de la voluntad de pagar a los acreedores, el gobierno se veía imposibilitado de cumplir con el pago en tiempo y forma. Por otro lado, si no pagaba se activaban los *Credit Default Swaps* (CDS), un derivado financiero de mercado no regulado que habían contratado los holdouts.

Con la nueva interpretación de la cláusula *pari passu* – un soberano no le podía pagar a aquel acreedor que aceptó la oferta de canje, a menos que los *holdouts* sean pagados al 100 %- lo que estaba en riesgo era la totalidad de la arquitectura financiera internacional en materia de reestructuraciones de deuda, con las serias consecuencias que esto podía traer en términos de estabilidad financiera global.

El gobierno decidió continuar con la estrategia del litigio y presentó la apelación ante la Corte de Apelaciones de Nueva York. Días más tarde, el 28 de noviembre, la Corte de Apelaciones dictaminó en favor de la Argentina, había congelado la aplicación del fallo del juez Griesa, y estableció una audiencia clave para el 27 de febrero de 2013.

Este hecho posibilitó que el 15 de diciembre de 2012, Argentina pudiera realizar el pago de los cupones atados al crecimiento del PBI, sin incurrir en default técnico, por 3.520 millones de dólares. Se trató del pago de vencimiento de deuda pública más grande luego del default. "*Tras*"

el pago del cupón atado al PBI de diciembre, la deuda privada en moneda extranjera llegó al 8,8% del PBI, que representa sólo el 86,4% de las reservas" (Laudonia, 2013: 344)

¿Qué pasó el 27 de febrero de 2013? El gobierno argentino tuvo la oportunidad de hacer su presentación ante la Cámara de Apelaciones respecto al conflicto judicial. Los jueces negaron la posibilidad de revisión de la interpretación de la cláusula *pari passu*, lo que implicaba que de continuar con el litigio una vez que la Corte se expida, se debería recurrir a la Corte Suprema. Las posiciones enfrentadas sin voluntad de reconciliación aparente, eran la de pago total de la deuda en un solo pago, y la de pagar en los mismos términos que en el 2010.

El 28 de febrero la Corte pidió a la Argentina que presentara una propuesta de pago a los *holdouts*, y el Ministerio de Economía se puso a trabajar nuevamente en una oferta de canje.

Cuando el 16 de junio de 2014 quedó firme el fallo del juez Griesa, el gobierno argentino se limitó a volver a ofrecer a los *holdouts* los mismos términos que en los canjes de 2005 y 2010, de manera tal de no violar la cláusula RUFO.

A pesar de haber remitido los pagos para los *hold-ins*, Argentina fue declarada en *default* ya que debido a la orden de Griesa, el agente pagador no los realizó puesto que el juez dispuso que Argentina debía pagar antes, o al menos contemporáneamente a los *holdouts*.

Fue correcta la decisión del gobierno nacional de no ofrecer mejore términos a los buitres antes de 2015, debido a que el daño que ocasionaba violar la cláusula RUFO era muy grande, había que ofrecerle iguales términos al 93% de los bonistas que aceptaron los canjes en 2005 y 2010.

## 4.3 Resolución del conflicto de la deuda pública ante la Justicia de EE. UU. Análisis y perspectivas

Después de diciembre de 2015 hubo un giro marcado en la política financiera internacional y un cambio radical en la estrategia de negociación con los fondos buitres. Con un plan económico que consideraba imprescindible reinsertar al país en los mercados internacionales de capital.

"No solo se relegó la agenda multilateral en la ONU, sino que se implementó una estrategia de negociación abiertamente cooperativa y favorable a la posición de los litigantes, avalando el derecho legítimo de cobrar sus acreencias a partir del fallo obtenido. Esto mostró que el tratamiento dado a la disputa constituía una política de gobierno más que una política de Estado (Guzmán, 2016). Las bases de este cambio eran, según los funcionarios, por un lado, la débil posición de la Argentina derivada de la sentencia firme que ceñía todo margen de maniobra en las negociaciones y, por el

otro, la necesidad de ponerle fin al conflicto para recuperar la confianza y salir del aislamiento económico y así obtener crédito privado internacional." (Nemiña y Val, 2018: 57).

Había especial interés por cerrar el caso y en febrero de 2016 se presentó una propuesta de pago que incluía dos ofertas: una para aquellos que habían obtenido sentencia pari passu y otra para los que no la tuvieran (las ofertas pari passu y base respectivamente). Se reconocían reclamos por 9.300 millones de dólares y se proponía abonar las sentencias en efectivo con una quita de alrededor del 25%.

"La ley que refrendó los acuerdos y autorizó la emisión de nuevos títulos para financiar el pago fue aprobada en el Congreso por amplia mayoría en ambas cámaras, lo que demostró el consenso interno en torno al cierre del caso. Finalmente, el gobierno llegó a un acuerdo con la mayoría de los holdouts, incluidos los buitres más combativos, mediante el cual emitió los títulos para abonar al contado los juicios y logró que el juez levantara el bloqueo que impedía el pago a los bonistas reestructurados. La salida del default rehabilitó el mecanismo de la colocación de bonos en el exterior para financiar al Tesoro..." (Nemiña y Val, 2018: 58).

Fueron emitidos cuatro bonos bajo ley de Nueva York por un valor nominal de USD 16.500 millones, con tasas de entre el 6,25 y el 7,625% anual, de entre 3 y 30 años. De este monto, USD 9.300 millones fueron destinados al pago de los acuerdos cerrados con bonistas minoristas, incluídos los acreedores italianos, y con fondos buitre, entre ellos NML Capital, de Paul E.Singer, fundador del Elliot Management y líder de la ofensiva judicial contra la Argentina en la justicia de Estados Unidos, que se quedó con algo más de USD 2.426 millones, el mayor monto, el 26% del dinero que transfirió la Argentina.

Una vez confirmado el pago, el juez Griesa levantó las medidas cautelares que impedían cobrar a los bonistas de los canjes de 2005 y 2010, que estaban sujetos a los pagos de las sentencias a favor de los holdouts, lo que permitió a los bonistas cobrar la deuda acumulada desde el "default técnico" de mediados de 2014.

De esta forma, la Argentina comenzó a salir del default que tuvo sujeta a nuestra economía desde fines de 2001, al pagarles a los acreedores que demandaron al país y poner punto final a casi 15 años de litigios en materia de deuda. Se tomó una acción decisiva para resolver una disputa de larga data. Se trató de un hito importante en nuestra historia económica, el cierre de una etapa que se terminó después de más de una década de aislamiento y conflicto. Se trató sin lugar a dudas de una bisagra en la historia de las deudas soberanas.

#### Capítulo 5: Principales conclusiones y desafíos pendientes

Las reestructuraciones de deuda soberana son complejas y están caracterizadas por la negociación conflictiva con acreedores dispersos, con distintos intereses y con dificultades para coordinarse y llegar a acuerdos.

La reestructuración de la deuda argentina que siguió al default de 2001 tiene una importancia crucial. A lo largo de este trabajo analizamos las consecuencias que su desarrollo y resolución tuvieron para nuestro país, en particular sobre los procesos de reestructuración soberana y las relaciones entre los actores involucrados. Vimos cómo fueron las reestructuraciones de 2005 y la reapertura al canje en 2010 hasta llegar a la resolución del litigio entre el fondo privado NML y la Argentina dado por la gestión de Macri.

En cuanto al debate en torno a los mecanismos para la reestructuración de deudas soberanas y atento a lo expuesto en este trabajo, podemos resumir que:

"La recurrencia de las crisis de endeudamiento y el aumento de la litigiosidad por parte de fondos especulativos en las últimas décadas mostraron las debilidades del mecanismo de mercado para la resolución de episodios de default soberano (Guzmán y Stiglitz, 2016a: 4). Este mecanismo es el canje de deuda con participación voluntaria de los acreedores, basado en la negociación entre las partes involucradas a los fines de establecer, en cada caso, nuevas condiciones de repago." (Nemiña y Val, 2018: 49)

De este modo, consideramos fundamental que se discutan a nivel internacional alternativas para regular las reestructuraciones de deuda pública.

En los lineamientos de la oferta de reestructuración del 2005 surge el concepto de "sustentabilidad de la deuda" vinculado con la idea de reconstituir la solvencia económica de un país endeudado y con ello su capacidad de pago: la Argentina necesitaba crecer primero. La propuesta de la Argentina significó un cambio conceptual muy grande: fue plantarse por primera vez, ante el establishment internacional, con una propuesta propia, a través de la cual el país pudiera salir del incumplimiento sin descuidar los intereses de los argentinos.

Pero ese fue el comienzo de una compleja negociación con los distintos actores que participaron en la oferta y que se extendió por años, con medidas judiciales mediante, cuya batalla final fue la resolución del conflicto con los fondos buitres. Por otra parte, avaló la jurisprudencia que sentó el "juicio del siglo" -así fue conocido en la literatura especializada el litigio entre NML y la Argentina en los tribunales de Nueva York, en torno a la cláusula pari passu- la cual incentiva el comportamiento holdout y buitre, erosiona la equidad entre los acreedores y condiciona

negativamente la relación de estos con los deudores, profundizando las debilidades y la inestabilidad del sistema financiero internacional.

Asimismo, debido el modelo de acumulación implementado con inclusión social y el crecimiento que comenzó a experimentar el país desde el 2003, la Argentina logró romper relaciones con el FMI, pudiendo así recuperar la soberanía en materia de políticas económicas y canceló la totalidad de la deuda con el organismo.

El período analizado en este trabajo nos mostró una fuerte política de desendeudamiento. Lo malo no es endeudarse, lo que sí es malo no poder pagar la deuda o que esto sirva para otros intereses que atenten contra el desarrollo del país. Desendeudamiento es lo que ocurrió en este período de estudio, es haber pasado de una deuda del 166% del PBI en 2002 a un 40% en 2012, luego de las reestructuración de 2005 y la reapertura al canje en el 2010. El producto bruto también subió, alcanzó casi el doble que en el año de salida de la convertibilidad, es decir que, en términos absolutos la deuda aumentó, pero al subir los ingresos del país, consecuentemente aumentó la capacidad de pago.

El manejo de una reestructuración de deuda no es algo fácil, y tampoco hay un marco al cual poder sujetarse, las recomendaciones para reestructuraciones de deuda soberana son un dictamen de la ONU no vinculante. Al respecto podemos señalar lo siguiente:

"Finalmente, en septiembre de 2015, la Asamblea General de la ONU adoptó mediante la Resolución 69/319 los nueve principios básicos elaborados por el Comité para guiar las reestructuraciones de deuda soberana: 1) Soberanía; 2) Buena fe; 3) Transparencia; 4) Imparcialidad; 5) Trato equitativo; 6) Inmunidad soberana de jurisdicción y ejecución; 7) Legitimidad; 8) Sustentabilidad y 9) Acuerdo por mayoría. El intenso trabajo de diplomacia más la simpatía que generaba el proyecto entre los países en desarrollo motivó una mejora en la votación en comparación con la anterior, que terminó con 136 votos a favor, 41 abstenciones y sólo 6 en contra<sup>7</sup>. (Manzo, 2018). El gobierno celebró la aprobación de los principios como una victoria diplomática para el inicio de la construcción de mecanismos institucionales globales de regulación de las reestructuraciones. Claramente este resultado supuso un avance, pues la iniciativa mostró la existencia de un importante grado de consenso entre los países en desarrollo sobre la importancia de la cuestión buitre; puso en discusión los vacíos en la arquitectura financiera internacional en relación con la problemática de la deuda soberana y reflotó la idea de una solución estatutaria que involucrase a las diferentes

\_

<sup>&</sup>lt;sup>7</sup> Los seis países que votaron en contra fueron: Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Canadá, Japón e Israel.

naciones en la restricción al accionar de los fondos especulativos. Sin embargo, el carácter no vinculante de la resolución y el hecho de que sean principios orientadores sin implicancias concretas limitan su eficiencia". (Nemiña y Val, 2018: 56)

El vacío legal para solucionar los problemas de deudas de los países da lugar a especulaciones de todo tipo, como quedó demostrado en los hechos con el comportamiento que tuvieron los fondos buitre con Argentina. A la luz de los acontecimientos, resulta necesario promover procesos de reestructuraciones de deuda ordenados y consideramos que en esta tarea la principal amenaza la constituyen los fondos buitre, haciéndolas más difíciles y costosas para los países. Lo paradójico es que el gobierno argentino logró desendeudarse aplicando una receta original y propia, priorizando el crecimiento con inclusión y sin recurrir a la ayuda de los organismos internacionales de crédito. En este largo camino de negociaciones por la normalización de la deuda, la Argentina prescindió de la ayuda internacional para salir adelante, a diferencia de otros países como Grecia, azotada por una tremenda crisis de deuda en el 2011, que dicho sea de paso en su reestructuración de 2012 tuvo una quita<sup>8</sup> mayor a la implementada por Argentina en 2005 y que también utilizó el "endulzante" de los cupones atados a la evolución del PBI. Por otra parte,

"El comportamiento buitre crea inestabilidad e incertidumbre en el sistema financiero internacional. Por un lado, los fallos favorables a los acreedores generan un desequilibrio financiero en los países, al ser obligados a abonar sumas que no contemplan en sus presupuestos. Por otro, los beneficios extraordinarios que obtienen debilitan la posición de los deudores, generan incentivos para reproducir esa estrategia financiera, lo cual suma dificultades a las de por sí complejas reestructuraciones soberanas y las vuelve más impredecibles". (Nemiña y Val, 2018: 48)

Al momento de finalizar este trabajo, el gobierno argentino, el presidente Alberto Fernández junto al Ministro de Economía, Martín Guzman, acaban de anunciar otra oferta por la reestructuración de deuda pública en moneda extranjera con los acreedores privados con títulos bajo legislación extranjera. El default de 2003 fue un default explícito, este es un default virtual. Según indicó Guzman, la oferta de "buena fe" implica una reducción en la carga de intereses de 62% (US\$ 37.900 millones), un alivio en el stock de capital (5,4% o sea US\$3.600 millones) y un período de gracia por 3 años, hasta 2023. Que se pueda pagar sin postergar las necesidades que la Argentina tiene. La idea que acompaña a esta oferta es la de "sostenibilidad" de la deuda,

-

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> Ver Anexo Cuadro 9. Quitas de todas las reestructuraciones soberanas luego del Plan Brady (1998-2013)

con el propósito de que sea una propuesta cumplible, que pueda ser afrontada por el Estado Nacional.

El gobierno no concretó el pago de cerca de 500 millones de dólares de intereses de esa deuda. Empezaron entonces a correr 30 días para el pago de esos intereses -día en el que se cumple el período de gracia luego de que Argentina no pagara los bonos Global el último 22 de abril-, luego de los cuales el país entraría, una vez más, en default.

Esta propuesta de canje del gobierno ya fue rechazada por los principales grupos de acreedores, si bien el gobierno no comunicó oficialmente el porcentaje, se habla de una aceptación inicial baja, cercana al 13%. Al no lograr la aceptación deseada, hasta el 22 de mayo de 2020 se seguirá negociando hasta intentar lograr un acuerdo final; la baja aceptación pone presión al gobierno para mejorar la oferta. En esta nueva fase de negociación podría haber ajustes sobre el ofrecimiento final, pero también contrapropuestas por parte de los inversores institucionales. Entre las tres alternativas que se pueden considerar para otorgar mayor valor presente a los acreedores están: por un lado, los cambios sobre las condiciones relacionadas con una suba de intereses, es decir una suba en los cupones (por ejemplo, que en lugar de pagar tasas de 0,5% como propone el gobierno, el punto de partida podría ser 1,5%); por otro lado, podría otorgarse un acortamiento en el período de gracia, reducir el mismo (esto es que en vez de empezar a pagar a fines del 2022, la Argentina comience a desembolsar desde el año que viene) y en tercer lugar, una eliminación o baja en las quitas de capital, que hoy está en torno al 5% y podría llevarse al 2% o menos.

Por otra parte, tal como mencionamos en este trabajo, para compensar la quita que tuvo la reestructuración de 2005 se entregó un cupón atado al crecimiento. Hoy el paquete de la oferta argentina no incluye ese instrumento, con lo cual, parecería ser que la oferta de 2005 fue mejor que esta oferta, podría ser el aliciente extra que los bonistas estarían esperando para que la oferta sea más tentadora. En función a las experiencias pasadas de reestructuración, este incentivo pueden ser los cupones atados al PBI vinculados a la performance futura que se tenga de crecimiento, un mecanismo por el que la Argentina paga más si la economía crece más. Si bien podría ser una llave para destrabar la negociación, sin embargo es un instrumento que acarrea riesgo, porque si el mercado no lo valúa (es decir, no lo reconoce), puede resultarle caro al gobierno, sin haber generado un atractivo mayor para los bonistas. Ó bien, podría ser alguna otra variable relacionada con la recaudación, sujeta al resultado fiscal que se obtenga.

Por todo lo expuesto, es probable que los acreedores pidan algún pago en los años más inmediatos, porque de lo contrario no habría diferencia entre aceptar un bono nuevo, que no paga nada en los próximos tres años y casi nada en los próximo cinco años, y quedarse con los

bonos viejos en default, para ir a litigar a las cortes de Nueva York, actividad que ya demostró ser muy lucrativa en el pasado reciente.

En otro orden de cosas, otra vía alternativa sería proponer el *stand-still*, una extensión voluntaria de los plazos de pago para llegar a un acuerdo. Este tipo de acuerdo implica tratar de postergar al menos dos años los pagos de capital y bajar los pagos de intereses, y volver a negociar pasada la crisis económica originada por la pandemia de coronavirus, con una economía global y local más estable y con una mejor idea de lo que el país puede ofrecer.

Tendremos que esperar hasta el 22 de mayo de 2020 para ver si la historia se repite, las decisiones que se tomen tendrán un impacto no solo en el mercado de deuda, sino en toda la economía argentina por muchos años.

#### Bibliografía

- Amado, Jorge. "El Sistema de Crédito Público. La deuda pública de la Argentina; una historia de incumplimientos. Situación actual: análisis y perspectivas". Julio, 2014.
- Cruces, Juan José. "Una república sin buitres. Para bajar el costo de invertir en la Argentina productiva". Buenos Aires. Fondo de Cultura Económica. Primera edición, 2016.
- Ferrer, Aldo. "La Densidad Nacional". Buenos Aires. Capital Intelectual, 2008.

- Ferrer, Aldo. "La economía Argentina: desde sus orígenes hasta principios del siglo XXI". Buenos Aires. Fondo de Cultura Económica, 2008.
- ASAP. Dirección de Análisis Fiscal. "Cuenta de Inversión 2013. Informe del estado de la deuda pública al 31/12/2013"
- "Directrices para la gestión de la deuda pública". Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial. 21 de marzo de 2001.
- Laudonia, Mara. "Los Buitres de la Deuda". Buenos Aires. Editorial Biblos, 2013.
- Ley 24.156. Ley de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional. (Con su reglamento, leyes modificatorias y concordantes).
- Ley 24.144. Carta Orgánica del B.C.R.A. (y disposiciones que la modifican o reglamentan).
- Ley 27.207. Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana. Declaración.
- NEMIÑA, Pablo; VAL, María Emilia. El conflicto entre la Argentina y los fondos buitres. Consecuencias sobre los procesos de reestructuración de deuda soberana. Cuadernos de Economía Crítica, [S.l.], v. 5, n. 9, p. 45-68, dic. 2018. ISSN2525-1538.
- "Proyecto de Principios sobre Promoción de Otorgamiento y Toma Responsables de Préstamos Soberanos" Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo. Ginebra, Suiza. 26 de abril de 2011.

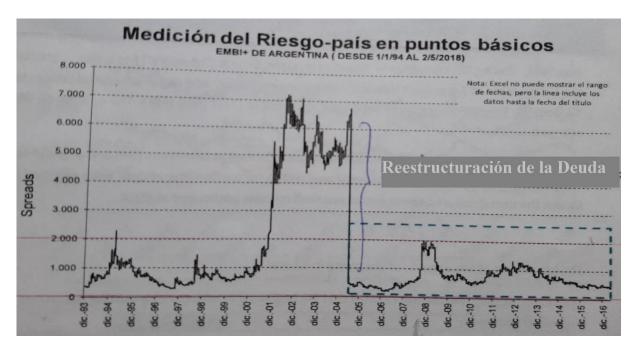
http://www.mecon.gov.ar

http://www.asap.org.ar

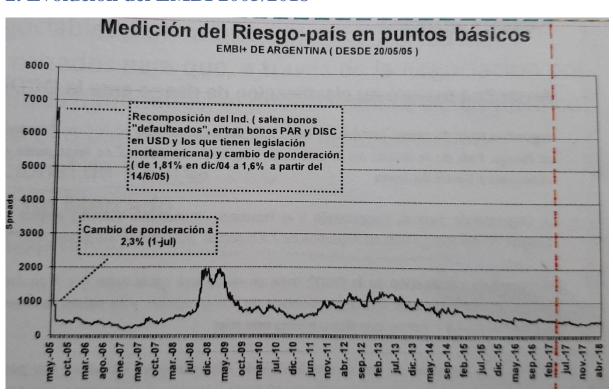
http://www.indec.mecon.ar

#### Anexos

#### 1. Evolución del EMBI 1994/2018



#### 2. Evolución del EMBI 2005/2018



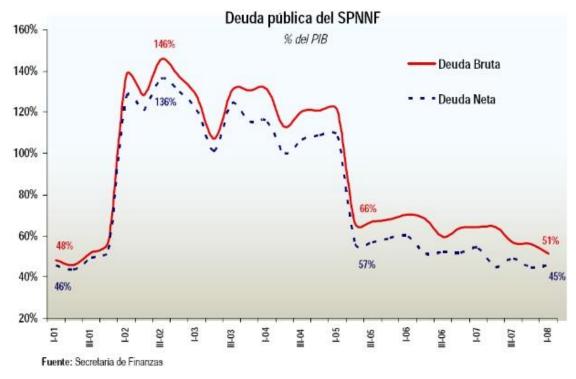
El EMBI (Emerging Markets Bond Index), creado por JP Morgan Chase, da seguimiento continuo a una canasta de instrumentos de deuda en dólares emitidos por distintos países denominados "emergentes". El EMBI es la diferencia entre el rendimiento que pagan los bonos emitidos por el país y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran "libres" de riesgo. Este diferencial (también denominado spread) se expresa en puntos básicos (pb). Una medida de 100 pb significa que el gobierno en cuestión estaría pagando un punto porcentual (1%) por encima del rendimiento de los bonos libres de riesgo, los US Treasury Bills.

#### 3. Evolución de la Deuda Pública 1994/2003



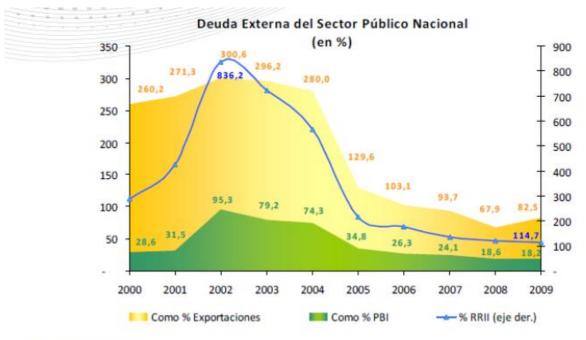
El aumento de la deuda externa del Sector Público acompaño la dinámica de la Convertibilidad. Vale notar que la crisis del tequila y la iniciada en 2001 explican gran parte de los saltos del endeudamiento público.

#### 4. Evolución de la Deuda Pública como % del PBI



Este gráfico nos muestra que después del Default de 2001 la deuda pública en % del PBI logró retornar a los mismos niveles.

#### 5. Deuda Pública



Fuente: Secretaría de Finanzas

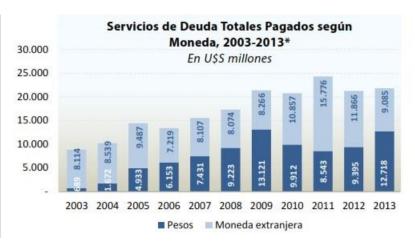
La deuda externa del Sector Público Nacional continuó su tendencia descendente, reduciéndose hasta un 18,2% del PBI en 2009.

#### 6. Reservas Internacionales



#### 7. Servicios de Deuda

Las unidades vinculadas al PIB emitidas en canjes de 2005 y 2010 generaron pagos por USD 9.900 millones entre 2006 y 2013.



El proceso de desendeudamiento se produjo a partir del cumplimiento de todos los compromisos de deuda que fue asumiendo el Gobierno Nacional. Desde 2003 se realizaron pagos de deuda por cerca de 190.000 millones de dólares de capital e intereses de los cuales más de 100.000 millones fueron pagados en moneda extranjera.

#### 8. Sostenibilidad de la Deuda Pública

Relaciones	2002	2013
Intereses / PIB (*)	3,8%	1,3%
Intereses / Recursos Tributarios	21,9%	4,9%
Deuda Pública / PIB	166,4%	39,5%
Deuda Pública Externa / PIB	95,3%	11,9%
Deuda Pública en Moneda Extranjera / Reservas Internacionales	12 veces	4 veces
Deuda Externa del Sector Público Nacional / Reservas Internacionales	836,2%	198,6%
Deuda Externa del Sector Público Nacional / Exportaciones	300,6%	63,3%
% de la Deuda denominada en moneda extranjera	79,1%	61,9%
Vida Promedio de la Deuda	6,1 años	9 años

Este cuadro comparativo muestra la mejora en todos los indicadores de sostenibilidad de la deuda luego de la reestructuración de 2005 y de la reapertura del canje de deuda en 2010.

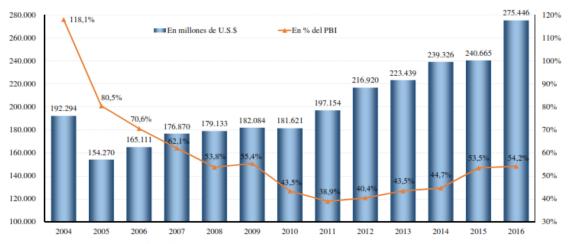
# 9. Quitas de todas las reestructuraciones soberanas luego del Plan Brady (1998-2013)

Rango de	Reestructuración	Quita	Quita promedio	Cantidad de
quita				casos
	Rep. Dom2005	5,6%		
	C. Marfil-2012	6,1%		
	Uruguay-2003	9,8%		
0% a 33%	Pakistán-1999	13,1%	15%	7
	Ucrania-2000	14,8%		
	Belice-2007	23,7%		
	Belice-2013	31,5%		
	Granada-2005	33,9%		
	Ecuador-2000	38,3%		
	Kenia-1998	45,7%		
	Rusia-2000	50,2%		
	Moldavia-2004	51,3%		
33% a 66%	Dominica-2004	54,0%	51%	10
	C. Marfil-2010	55,2%		
	Seychelles-2010	56,2%		
	S. C. y Nieves-2012	62,9%		
	Grecia-2012	64,6%		
66% a 90%	Ecuador-2009	67,7%		
	Ser. Y Mont2004	70,9%		
	ARGENTINA-2005	73,4%	75%	4
	Iraq-2006	89,4%		
	Promedio sin	42%	Total sin	20
	Argentina-2005		Argentina-2005	

Este cuadro muestra la quita de cada reestructuración de deuda soberana llevada adelante por países de ingresos medios entre 1998 y 2013. Se toman todos los casos luego del Plan Brady y se usa la misma metodología basada en valor presente para computar las quitas. Argentina-2005 tiene la segunda quita más alta de la muestra, solo superada por Iraq-2006. Fuente: Cruces, 2016:122.

### 10. Presentación Gráfica de la Deuda Pública del Estado Argentino

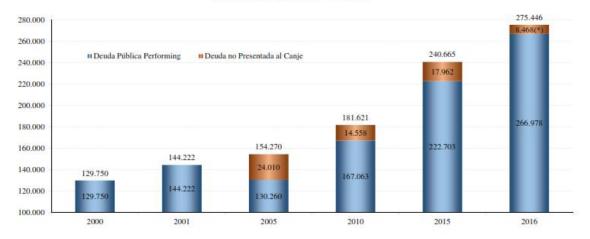
## Evolución de la Deuda Pública Bruta<sup>(1)</sup>



<sup>(1)</sup> En la presentación se define a la Deuda Pública Bruta como la deuda performing más la deuda no presentada al canje. Esta incluye capital, mora de intereses e intereses compensatorios estimados, devengados e impagos con posterioridad a la fecha de vencimiento de cada título. Deuda Pública Performing se refiere a aquella que se encuentra en situación de pago normal.

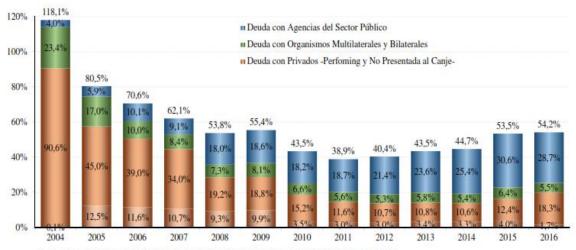
## Evolución de la Deuda Pública Bruta

-En millones de U.\$.S.-



<sup>(\*)</sup> Cifra provisoria estimada sobre la base de los saldos de deuda involucrados en los acuerdos "Pari Passu y Me Too" en proceso de registro de bajas.

## Deuda Pública Bruta por Acreedor en % del PIB(1)



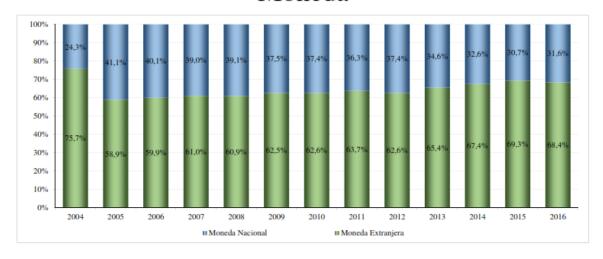
(1) Los datos del PIB publicados por INDEC corresponden a cifras provisorias, provisionales o preliminares. Cifras redondeadas.

## Deuda Pública Bruta por Moneda en % del PIB(1)

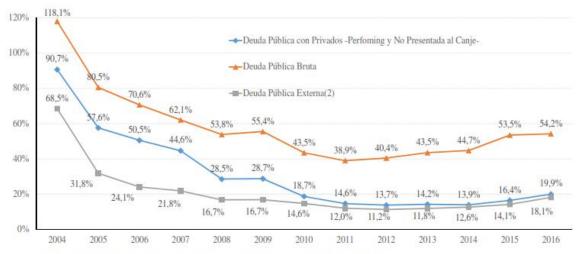


(1) Los datos del PIB publicados por INDEC corresponden a cifras provisorias, provisionales o preliminares. Cifras redondeadas.

## Composición de la Deuda Pública Bruta por Moneda



## Deuda Pública Bruta en % del PBI(1)



(1) Los datos del PBI publicados por INDEC corresponden a cifras provisorios, provisionales o preliminares. Cifras redondeadas.
(2) En base a las estimaciones trimestrales (utilizando el concepto de residencia) de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, Ministerio de Hacienda, por el INDEC.



Solicitud de aprobación de PROYECTO DE TRABAJO FINA ESPECIALIZACIÓN	L DE	Código de la Especialización		
Nombre y apellido del alumno		Tipo y N° de documento de identidad		
MARINA CECILIA SAAVEDRA		DNI 27.088.234		
Año de ingreso a la Especialización – Ciclo				
2015				
Título del Trabajo Final (preliminar)				
REESTRUCTURACIÓN DE LA D EL DILEMA DE LOS FONDOS BU				
Conformidad del profesional propuesto como Tutor de Trabajo Final				
He revisado el proyecto y acepto la postulación como Tutor comprometiéndome a dirigir las tareas del alumno orientadas a elaborar su Trabajo Final de Especialización.				
Firma del Tutor de Trabajo Final				
Aclaración				
Lugar y fecha				
Datos de contacto del postulante a Tutor				
Correo electrónico	Tel	éfonos		
<ul> <li>Se adjunta a este formulario:</li> <li>Proyecto de Trabajo Final de Especialización</li> <li>CV del postulante a Tutor de Trabajo Final (si no fuera docente de la Especialización)</li> </ul>				
Fecha	Firma del alumno			

#### Para uso exclusivo de la Dirección de la Especialización

Se solicita a la EEP elevar al Consejo Directivo de la FCE el pedido de aprobación de tema de Trabajo Final y designación de Tutor/a propuesto/a.

FIRMA AUTORIDAD ACADÉMICA

ACLARACIÓN

FECHA

Form. PTFE v0

PRESENTAR EN LA RECEPCIÓN DE LA ESCUELA DE ESTUDIOS DE POSGRADO