



Universidad
Nacional
de Córdoba

Universidad Nacional de Córdoba
Facultad de Ciencias Sociales
Licenciatura en Ciencia Política
Trabajo Final de Grado
Informe de Investigación

**“Posicionamientos y estrategias de los principales
acreedores privados en los procesos de renegociación
de la deuda externa argentina en 2005 y 2020”**

Autora:

Victoria Lucía Daghero

Director: Federico Reche
Co-Directora: Silvia Morón

Ciudad de Córdoba, 2023

Agradecimientos

En primer lugar, a mi director Federico por la paciencia, la atención y el cuidado. A mi directora Silvia por confiar en mis capacidades y hacerme un lugar en sus proyectos.

A las docentes que marcaron mi trayectoria por la carrera de grado: Zenaida Garay que creyó en mí y me acompañó siempre, Alicia Servetto que me dio un lugar en su equipo de investigación para enseñar desde el compartir, Cecilia Carrizo que me dio lugar en su cátedra para aprender, pelear y pensar; y a Vanina Papalini que fue la primera docente que me dio lugar en sus horas para dar una clase a mis compañerxs. Espero ser algún día la docente que ustedes fueron para mí. Hacen más bella la educación pública.

A Mariana Zamudio, la amiga más incondicional y compañera del mundo.

A mis padres y mi hermana, con su amor recargan cualquier batería y me respaldan para siempre seguir hacia lo que quiero.

A la Universidad Pública, y a todxs quienes la defienden para que el conocimiento sea puesto al servicio del pueblo.

Y muy especialmente a mis queridxs camaradas del MST, motivo y herramienta para seguir y trabajar por el mundo que merecemos. Gracias por el amor, la paciencia y el empuje.

Índice

Introducción	7
Capítulo 1: Un nuevo actor en las finanzas internacionales: los acreedores privados de títulos públicos	13
1. Cambios en el sistema financiero internacional: el surgimiento de los acreedores privados	15
2. Atomización, anonimato y heterogeneidad: qué decir de los compradores “individuales” de títulos públicos	20
Capítulo 2: Renegociaciones “históricas” ¿Por qué?	27
1. Renegociación de 2005 (y 2010)	29
a. Condiciones de toma de deuda	29
b. Momento del canje	33
c. Hechos posteriores	39
2. Renegociación de 2020	42
a. Condiciones de toma de deuda	42
b. Momento del canje	48
Capítulo 3: Estrategias frente al Estado soberano	55
1. Posiciones más y menos conflictivas: Holdin y holdouts	57
a. Qué pasa en situación de default	58
b. Responsabilidad con el mercado financiero	59
c. Disputas políticas al interior de los agrupamientos	60
d. Condicionamientos estructurales	62
2. Incentivos legales: cláusulas en revisión y la claridad de los términos	64
3. Incentivos políticos: gobierno de turno y presiones externas	66
4. Volver a casa: la carta de la protección nacional	68
Conclusiones	77
Referencias bibliográficas	90

Introducción

Los vínculos entre deuda externa, crisis financieras y sus consecuencias sociopolíticas permiten comprender los impactos que desde la independencia hasta nuestros días han tenido los mercados externos en los ciclos de expansión-endeudamiento-crisis (Marichal, 2014). En Argentina el estudio del endeudamiento externo es un factor de suma relevancia para analizar la restricción externa así como la debilidad estructural de la balanza de pagos, que se manifiesta sistemáticamente en profundas crisis económicas, sociales y políticas. Estudiar la deuda externa como mecanismo de sometimiento permite ubicar a nuestro país como nación dependiente subordinada a los países centrales en el mercado mundial, y permite encontrar en el mecanismo de remisión de valor a estos países a una de las causas de la superexplotación de los trabajadores argentinos y la devastación de los bienes comunes (Cantamutto, 2021). Cíclicamente a través de la historia de nuestro país, los procesos de endeudamiento finalizan ante la incapacidad de hacer frente a las obligaciones de deuda, que empujan a llevar adelante reestructuraciones en situación de extrema debilidad, lo que pone trabas al desarrollo independiente de la política económica nacional (Musacchio, 2016).

Este Informe Final de Investigación de la carrera de Licenciatura en Ciencia Política de la Facultad de Ciencias Sociales de la Universidad de Córdoba busca estudiar las estrategias y posicionamientos de un actor particular en el proceso de endeudamiento externo argentino: los acreedores privados. Buscamos identificar los posicionamientos y estrategias de estos actores con una perspectiva comparada en los procesos de reestructuración cerrados en 2005 y 2020 en Argentina.

En este trabajo partimos de considerar que lo económico y lo político no constituyen dimensiones escindidas en la realidad social. Ambas se encuentran articuladas, tienen un carácter co-constitutivo. De manera que la comprensión de los fenómenos sociales requiere reponer esta complejidad de lo social, superando las tendencias autonomizantes, a la escisión. Buscaremos así analizar nuestro objeto de estudio, las posiciones y estrategias de

los acreedores privados en los procesos de reestructuración de deuda, desde una mirada atenta a advertir y considerar las dimensiones económicas y políticas del fenómeno en su mutua determinación y su carácter incrustado en lo social.

A su vez, este trabajo se enmarca en la política comparada, en tanto los casos analizados comparten características como reestructuraciones de deuda externa pública argentina, pero con elementos que le son propios que buscaremos identificar e intentaremos explicar. Siguiendo a Sartori (1994):

¿Qué es comparable? (...) Recomendemos desde lo más simple. Manzanas y peras son comparables respecto a algunas propiedades -aquellas que tienen en común- y no comparables respecto a otras. De este modo, manzanas y peras son comparables como fruta, como comestibles, como entidades que crecen en los árboles; pero no son comparables: por ejemplo, en cuanto a su forma. En principio entonces la pregunta siempre se debe formular así: ¿comparable (bastante similar) respecto a qué propiedades o características, y no comparable (demasiado distinto) respecto a qué otras propiedades o características? (p. 35)

Así, buscamos identificar las similitudes y diferencias respecto de las estrategias y posicionamientos de los acreedores privados de deuda externa argentina en dos procesos de reestructuración distintos, buscando no sólo caracterizar los procesos sino también buscar los incentivos coyunturales que en pueden influenciar a tomar posiciones diferentes. Citando nuevamente a Sartori (1994): “La comparación aguza nuestra capacidad de descripción y resulta ser un precioso estímulo para la formación de conceptos (...), contribuye al descubrimiento por vía inductiva de nuevas hipótesis y a la construcción de teorías” (p. 51). Comparamos para identificar características, para nombrar lo novedoso y para ensayar explicaciones, mediante el análisis y la interpretación de nuestros casos.

En estos casos, las crisis de deuda que impulsaron los procesos de reestructuración que estudiamos para la elaboración de este Informe se impusieron como consecuencia del sobreendeudamiento generado en regímenes de acumulación signados por la valorización financiera del capital (Basualdo, 2006, 2017). Entendemos al régimen de acumulación como el “conjunto de regularidades que aseguran una progresión general y relativamente coherente de la acumulación del capital, en decir que permite reabsorber o posponer las distorsiones y desequilibrios que nacen permanentemente del mismo proceso” (Boyer, 1989; citado por Basualdo, 2006), que está dirigido por un bloque de clases que deviene dominante luego de luchas políticas y sociales y que moldea la política y la economía de acuerdo con sus intereses (Arceo, 2003; citado por Basualdo, 2006).

El régimen de acumulación sustentado en la valorización financiera se inició durante la última dictadura cívico militar en la argentina, que puso el eje en la utilización de los fondos públicos obtenidos mediante la deuda externa para el beneficio privado mediante la fuga de capitales

y la no inversión en la economía real del país (Basualdo, 2017; Bustillo y Velloso, 2019; Damill et al., 2005; Musacchio, 2002), proceso que fue concordante con la liberalización y la desregulación de los mercados financieros a nivel internacional (Girón Gonzalez, 2002; Allami y Cibils, 2008; Brenta, 2022). El régimen de valorización financiera del capital ha implicado una serie de políticas estatales orientadas a garantizar que las inversiones financieras mantengan altos niveles de rentabilidad, en detrimento de la inversión productiva (Basualdo, 2006; Cantamutto et al, 2019).

La Argentina ha enfrentado, históricamente, una dificultad estructural para su desarrollo: para mantener el nivel de importaciones necesarios para el funcionamiento de su economía demanda moneda extranjera cuya disponibilidad es escasa y fluctuante (Brenta, 2022). Este fenómeno de restricción externa, implica una escasez estructural de divisas para mantener equilibrada la balanza de pagos y sostener el desarrollo de la economía del país (DeLucchi, 2014).

La deuda externa es un mecanismo que genera el ingreso de divisas, pero su obtención y funciones en el marco de un régimen de acumulación por valorización financiera ha estado intrínsecamente relacionado a la fuga de capitales que ingresan con fines especulativos debido al diferencial de tasas existente (Basualdo, 2006). Así, al absorber la inversión en fines no productivos, se erosiona la capacidad de repago, generando un ciclo en el que la cantidad de dólares destinados al pago de intereses y renovación de capital de deuda externa es mayor que los que ingresan, lo que agrava la escasez de divisas y hace inevitable el default y/o la renegociación de la deuda (Brenta, 2022; Musacchio, 2002). Así, desde nuestra perspectiva, el problema de la restricción externa no puede explicarse como una cuestión meramente económica, sino que debe analizarse en el entramado de intereses políticos y sociales de acreedores frente a un deudor soberano en el marco de una economía dependiente (Wainer, 2018).

Otro elemento que desarrollaremos en este trabajo que ilustra el régimen de valorización financiera en nuestro país anclado al régimen a nivel internacional es que los ciclos de endeudamiento acelerado tienen un componente de impulso externo muy importante. Es ante coyunturas adversas de la economía internacional en los centros financieros, que los inversores externos buscan colocar sus capitales en mercados nacionales con mayores beneficios aunque también mayor riesgo, debido a la baja rentabilidad de las inversiones en sus países de origen, y obtienen grandes cantidades de deuda soberana de países dependientes sin reparar en la capacidad de pago del país (Musacchio, 2020; Marichal, 2014; Munevar, 2012).

El país puede obtener financiamiento externo de diversas maneras. Puede tomar créditos de organismos internacionales, generar acuerdos bilaterales y emitir bonos soberanos, entre otros mecanismos. Existen diferentes criterios para definir qué endeudamiento es externo y

cual interno. En este trabajo tomamos el criterio de moneda, ya que como existe reventa de instrumentos de deuda en el mercado internacional, muchas veces no se conoce exactamente si los acreedores son residentes internos o externos (Brenta, 2022). Así, llamamos deuda externa pública a toda deuda emitida en moneda extranjera, donde el dólar tendrá especial protagonismo.

Un asunto relevante que cabe mencionar a fin de situar lo abordado en nuestro trabajo es que luego de la crisis de deuda de la década de 1980, y debido a la alta exposición de los bancos al default de bonos soberanos, se instrumentó el denominado plan Brady, que implicó la titulización de la deuda en manos de los bancos internacionales. Mediante la titulización se transformaron activos de difícil negociación en nuevos bonos mucho más líquidos, transables en el mercado secundario (Gonzalez, 2002).

Así surge con mayor relevancia la figura del acreedor privado, tenedor de títulos, de especial interés en este trabajo. Es acreedor del Estado, tenedor de títulos, entonces, todo aquel actor que posea un bono del Estado, que puede obtenerse tanto por su compra directa como por su compra en los mercados secundarios. Estos mercados secundarios permiten transacciones casi permanentes, por lo que es difícil identificar a los acreedores del Estado en un momento exacto. Además, en estos mercados confluyen actores que pueden tener origen geográfico muy diverso, y las estrategias de compra y venta responden a intereses a la vez también dispares. Por estas condiciones del mercado que hacen parte, los tenedores de títulos públicos son un conjunto de actores virtualmente anónimos, dispersos geográficamente y heterogéneos en cuanto a intereses, tenencia y estrategias (Val, 2019). Uno de los incentivos más importantes para la compra de estos bonos por parte de los privados es la tasa de interés que genere, que en las etapas de aceleración del régimen de valorización financiera de nuestro país fue una tasa de interés sumamente atractiva. Como mencionamos anteriormente, los mecanismos de valorización financiera en nuestro país erosionan la capacidad de repago, y ponen al país frente a situaciones de imposibilidad de cumplir con los compromisos asumidos, con particular relevancia el pago de intereses de bonos de deuda pública.

Cuando la carga de deuda es insostenible para el Estado, y ya no puede afrontar los compromisos que se han contraído, existen dos salidas: el default o cesación de pagos y la reestructuración de deuda soberana. La primera opción implica la exclusión del país del mercado financiero internacional, y la segunda opción demuestra voluntad de pago con condiciones que el país pueda llevar adelante (Roldán, 2021). En los casos que trabajamos en este informe se dieron dos situaciones diferentes: en el 2005 se reestructuró luego de años en el que el país estuvo excluido del sistema financiero por el default declarado en 2001, en cambio en 2020 la reestructuración se llevó a cabo mientras se seguía pagando la mayoría de las obligaciones a término, en lo que se llamó “default selectivo” (Brenta, 2022).

En ambos procesos nos interesa poder identificar las estrategias que instrumentaron los diferentes acreedores privados para resguardar sus intereses. Debido a las características que son propias, la tendencia para enfrentar una negociación es mediante organización en agrupaciones para actuar en conjunto tanto frente al país como con los organismos internacionales y otros espacios intervinientes (Val, 2019). Estas agrupaciones son objeto de estudio de este trabajo, tanto en sus posicionamientos ante cada propuesta del gobierno como las diferentes estrategias llevadas adelante frente a los demás actores involucrados directa o indirectamente en los procesos de reestructuración .

Diferentes trabajos han estudiado en profundidad la deuda externa argentina en sus dimensiones económicas y políticas (Basualdo, 2006, 2017; Brenta, 2022). También se han llevado adelante investigaciones más específicas, focalizadas en las reestructuraciones que son de interés para este trabajo (Cantamutto, 2014a, 2014b; Nemiña y Val, 2020; Val, 2018, 2019, Roldán, 2021), sin embargo, debido en gran parte a lo reciente del proceso de canje cerrado en 2020, no se han realizado trabajos comparativos en profundidad entre las dos renegociaciones cerradas en 2005 y 2020, centrando la atención en los acreedores privados, sus estrategias y posicionamientos durante las negociaciones y los canjes. La importancia de este análisis radica en la posibilidad de identificar y comprender los cambios en el sistema financiero internacional y sus repercusiones en países dependientes, identificar sus tendencias o perspectivas a mediano plazo y desentrañar las lógicas de acción económico-políticas de algunos actores centrales del sistema financiero y económico internacional. Todo, con la esperanza además, de aportar a la construcción de herramientas útiles para posibles futuros procesos de renegociación.

El objetivo general de este informe es realizar un análisis comparado de los posicionamientos y estrategias de los principales acreedores privados en los procesos de renegociación de la deuda externa argentina, para ello estudiamos los canjes cerrados en el año 2005 y el el año 2020. Buscamos identificar las similitudes y diferencias entre ambos procesos, para ello tenemos tres objetivos específicos. En primer lugar, buscamos describir los procesos de endeudamiento en el marco de los regímenes de acumulación vigentes en cada momento, tanto a nivel nacional como internacional. En segundo lugar, intentamos identificar los posicionamientos y estrategias de los principales grupos de acreedores en cada proceso de negociación y también en el cierre de los canjes. En tercer lugar, indagamos en los incentivos legales y políticos que actuaron para llevar a los diferentes grupos a ingresar o no al canje, o tomar posiciones más o menos confrontativas, para esto analizamos tanto las legislaciones como los actores intervinientes de manera local y global.

El trabajo se realizó utilizando metodología cualitativa en dos direcciones complementarias. Por un lado, llevamos adelante la revisión de la bibliografía pertinente procurando sintetizar, desde una lectura crítica y sistemática, los diferentes abordajes de nuestro objeto de estudio.

Con ellos buscamos articular los resultados obtenidos por esta investigación con la producción académica existente.

Por otra parte, en lo referente al estudio empírico propuesto, nos abocamos al relevamiento y análisis de fuentes sobre la renegociación del 2005 y el cierre del acuerdo con los bonistas en el 2020. Ello nos permitió precisar las características de los actores involucrados. En ese sentido, procuramos sistematizar los datos relevantes a fin de caracterizar los principales tenedores privados a partir de su país de origen y la importancia relativa de capital invertido en los bonos; para luego poder describir y comprender las estrategias orientadas a presionar por una menor quita, generar acuerdo con demás acreedores, y cosechar apoyo de países o instituciones oficiales. Finalmente expusimos explicaciones para los posicionamientos y estrategias que tomaron los bonistas ante los diferentes escenarios.

Para todo ello trabajamos con fuentes de diverso tipo. Consultamos en primer lugar bibliografía, trabajos, libros y artículos científicos publicados sobre el tema. Luego analizamos publicaciones de los diarios especializados *Ámbito Financiero* y *El Cronista Comercial*, publicaciones del gobierno nacional por su página oficial y sus diferentes ministerios, y declaraciones de organismos internacionales y otros actores intervinientes en sus páginas web oficiales. Por cierto, entran en juego además las dificultades y limitaciones propias de la necesidad de privilegiar las fuentes periodísticas. Como recurso metodológico se han utilizado dos publicaciones de prensa especializada con posiciones editoriales “contrarias”, como son *Ámbito Financiero* y *El Cronista Comercial* en la Argentina.

A fin de presentar los resultados de la investigación, dividimos el trabajo en tres capítulos. En el primero abordamos el surgimiento de los acreedores privados de títulos públicos como un actor relevante en el mercado financiero internacional, y en la Argentina en particular. En el segundo capítulo caracterizamos los procesos de reestructuración señalados, empezando con un desarrollo de los procesos de endeudamiento previos, identificando los diferentes escenarios internacionales y locales, los principales agrupamientos de acreedores que se presentaron en la negociación y los resultados de los canjes. En el tercer y último capítulo analizamos, ya con los procesos expuestos, los diferentes posicionamientos de los acreedores de acuerdo a su situación particular y el estado en general del mercado financiero internacional, así como los incentivos legales y políticos para ingresar o no al canje. Por último, exponemos una estrategia paradójica en el marco del mercado financiero desregulado y liberalizado que propugna la ortodoxia económica: la estrategia de apelación a los Estados de origen para que intercedan frente al Estado deudor. En el cierre del presente trabajo exponemos las conclusiones preliminares y se presentan algunos lineamientos para futuras investigaciones.

Capítulo 1

Un nuevo actor en las finanzas internacionales: los acreedores privados de títulos públicos

Capítulo 1

Un nuevo actor en las finanzas internacionales: los acreedores privados de títulos públicos

Todo proyecto para funcionar necesita recursos, un país no es la excepción. Se necesitan fondos para que el aparato estatal funcione y lleve adelante políticas públicas. Los ingresos a las arcas públicas son tanto corrientes (impuestos, tasas, aportes) como ingresos de capital. Los ingresos de capital son aquellos que acrecientan la deuda del Estado. El principal componente aquí es el uso del crédito, que comprende los préstamos tomados por el gobierno en instituciones financieras del país o del exterior, y los títulos públicos, que son instrumentos de crédito mediante cuya colocación puede el Estado tomar fondos prestado de una gran cantidad de pequeños ahorristas (DeMarco, 1996). En estos pequeños ahorristas se centra la atención de este trabajo, y la forma de intervención en la vida política y económica del país.

En este capítulo expondremos en el primer apartado el desarrollo histórico de los títulos públicos y los acreedores privados hasta llegar a su forma actual. En el segundo apartado, caracterizamos a estos actores y sus principales intervenciones en la historia de nuestro país.

1. Cambios en el sistema financiero internacional: el surgimiento de los acreedores privados

“La deuda suele presentarse como un instrumento para favorecer el crecimiento, en la medida en que permite financiar con recursos ajenos las inversiones necesarias. A pesar de ello, considerando el fenómeno a nivel agregado, la deuda compone un mecanismo de sujeción externa para los países.”

(Cantamutto y Nemiña, 2018, p.226)

Los primeros bonos nacionales argentinos se emitieron por ley en 1863, y se negociaron con intermediación de bancos británicos en la bolsa de Londres (Calcagno, 1987), y fue en ese mercado donde se garantizó la mayoría del financiamiento externo vía bonos de nuestro país durante sus primeros años. Si bien existían otras bolsas de valores, la londinense ofrecía una

serie de herramientas e instituciones que permitían un mercado mucho más organizado, y las transacciones estaban reguladas y vigiladas por actores de mercado con reconocimiento, por lo que al brindar mayor confianza, era también la más concurrida en el número de transacciones y agentes que allí comerciaban (Ugidos Matilla, 2019). Es importante remarcar que en esta etapa la venta y negociación siempre tenía intermediación bancaria, pero no existía un sistema estandarizado en todas las bolsas, sino que se guiaban en tradiciones, leyes y sistemas políticos locales.

La capacidad de sostenimiento y devolución del valor de los empréstitos contraídos y bonos emitidos por parte del país y del resto de los países del continente se convirtió en una problemática a resolver luego de diversas moratorias y defaults en las décadas de los 70' y 90' del siglo XIX (Marichal, 2014). Los primeros y principales afectados de estos vaivenes fueron naturalmente los bancos británicos que tuvieron el poder indiscutido como centro financiero internacional. Al iniciar la Gran Guerra, las bolsas de valores del Reino Unido cerraron, lo que dio lugar para el paso adelante de la que sería la siguiente potencia financiera: Estados Unidos. “En total, entre 1922 y 1928, la comunidad bancaria norteamericana vendió casi dos mil millones de dólares en bonos latinoamericanos a inversionistas de Estados Unidos. Como resultado, Nueva York comenzó a desplazar a Londres como centro financiero internacional.” (Marichal, 2014, p. 171)

Otro elemento que nos interesará en nuestro estudio y ya puede rastrearse en los albores del mercado financiero es la intervención de Estado Unidos en la política económica latinoamericana. Luego de la Gran Guerra, se generó un círculo virtuoso para el endeudamiento con capitales estadounidenses: los gobiernos latinoamericanos se asesoraban con expertos financieros provenientes de Estados Unidos para reorganizar sus sistemas financieros de tal manera que los grandes bancos neoyorquinos acordaran girar préstamos. El Departamento de Estado del gobierno estadounidense era el encargado de supervisar y dar autorización a la designación de estos asesores, de tal manera que la política económica latinoamericana era influenciada (podríamos decir coaccionada) en seguir los intereses de banqueros e inversionistas, modificando los sistemas financieros en función de éstos y no de planificaciones estratégicas soberanas (Marichal, 2014). Así, la necesidad de financiamiento sin una política de soberanía sobre los recursos públicos, abre la puerta a intervenciones externas de forma más o menos directa, cuya finalidad es siempre garantizar el cobro de los inversores extranjeros.

Luego de la Segunda Guerra Mundial se estableció una nueva arquitectura financiera internacional, con mayor influencia de Estados Unidos y el dólar, con pretensiones abiertamente librecambistas. En 1994 se llevó a cabo la reunión de Bretton Woods, que fijó

la paridad del dólar con el oro, iniciando el patrón oro como referencia monetaria mundial, y creó el Fondo Monetario Internacional- FMI- y el Banco Mundial como garantes de la estabilidad financiera de los Estados y prestamistas de última instancia. Ambos organismos multilaterales eran aún bastante débiles pero habrían de adquirir fuerza en los decenios subsiguientes (Marichal, 2014). Se confiaba en que una mayor regulación impediría repetir los desastres económicos del funcionamiento anárquico del mercado de capitales, una de las políticas que mayor sentido le dió fue la homologación de la política monetaria de los países (Girón González, 2002). Se buscaba fomentar la estabilidad financiera para que los diferentes Estados, y principalmente Estados Unidos, pudieran llevar adelante sus objetivos financieros y económicos. Se reconocieron los efectos nocivos de la libre movilidad de capitales especulativos, y se instrumentaron diferentes políticas de restricción al movimiento de estos capitales. Con el correr de las décadas, esta situación de condicionamiento en el mercado financiero fue fuertemente cuestionada por el sector (Allami y Cibils, 2008), y puede rastrearse en estos cuestionamientos las bases de la ofensiva que se dio años más tarde para impulsar nuevamente políticas de libre circulación y fomento del mercado de capitales.

Durante la década del 60', los bancos de desarrollo multilaterales cobraron impulso, desplazando a los bancos comerciales y a la emisión de bonos como fuentes de financiamiento nacional. Esta política de *ayuda* a los países latinoamericanos por parte de estos bancos (cuyo respaldo estaba dado por bancos norteamericanos en mayor medida) se debió a la caracterización por parte de Washington de que la posguerra había concluído, era momento de mirar a lo que se empezó a llamar "Tercer Mundo" para garantizar que sus instituciones y mercados se incorporaran plenamente en su lugar establecido en el orden capitalista mundial. Existía aún el riesgo latente del comunismo, por lo que era menester asistir y preservar a estos países en el desarrollo capitalista, lejos de la tentación de asociarse con las economías socialistas y la URSS (Marichal, 2014).

A principios de la década del 70, EEUU decretó el fin del sistema de Bretton Woods, debido a la creciente influencia de ideas monetaristas en la política y la academia, y la crisis de las políticas keynesianas que habían prevalecido desde el fin de la segunda guerra mundial. Estas políticas liberales fueron instrumentadas e impulsadas por gobiernos conservadores, que llegaron al gobierno de Estados Unidos y Gran Bretaña por esos años (Allami y Cibils, 2008).

Este nuevo posicionamiento político coincidió con el aumento de la liquidez de los bancos europeos y estadounidenses. A comienzos de la década se dió un shock petrolero que generó superávits comerciales en los países miembros de la OPEP- Organización de Países Exportadores de Petróleo-, que fueron "reciclados" en los bancos europeos y

estadounidenses, y desarrollaron una ofensiva para colocarlos con los mejores réditos posibles. La economía europea se encontraba en recesión, al igual aunque en menor medida la estadounidense, por lo que la demanda de créditos era baja y era necesario mirar por fuera de sus fronteras para maximizar rentabilidades (Marichal, 2014). Las economías en desarrollo de América Latina y otros lugares eran mercados tentadores debido a sus altas tasas, por lo que se utilizaron los depósitos de la OPEP en los bancos de los países ricos para respaldar préstamos masivos a estas economías, iniciando un ciclo de endeudamiento que se potenció por las condiciones políticas de estos países (Eatwell y Taylor, 2006).

En nuestro país, para que se pudiesen colocar créditos a tasas rentables en la cantidad y calidad requeridas por el mercado, era preciso modificar algunas regulaciones en cuanto al mercado de capitales local. Bajo un gobierno dictatorial donde las instituciones democráticas habían sido inhabilitadas, fue rápidamente instrumentada en 1977 una Reforma Financiera que orientaba el régimen a una regulación que se limitaba a la aplicación de mínimos controles e intervención en la asignación de recursos de capital, reduciendo el costo de la intermediación financiera para incentivar la movilización de recursos (Allami y Cibils, 2008), así el sector financiero pasó a ocupar una posición dominante en la economía local, absorbiendo y distribuyendo los recursos, en mayor medida hacia el exterior y evitando casi completamente la inversión productiva. Como indica Basualdo (2006) “a partir de la última dictadura la lógica de la deuda ha estado dissociada de las necesidades de inversión, para vincularse más bien a la fuga de capitales” (p. 34). Así, el país se insertó en la globalización financiera, pero una vez más reforzando su carácter dependiente del centro (Cantamutto y Nemiña, 2018) que tiene la potestad de influir y modificar en las instituciones y regímenes argentinos en función de intereses ajenos al desarrollo del país en términos de bienestar general y expansión de derechos sociales y económicos.

Estas políticas generaron un aumento del nivel de endeudamiento e insostenibilidad de los pagos por la lógica de fuga de capitales (en conjunto con otros factores internos e internos, ver Basualdo (2006), Cantamutto y Nemiña (2018), Brenta (2019)), lo que a su vez generó la crisis que daría pie a la que se dio a llamar “década perdida”. La región en conjunto triplicó su nivel de endeudamiento externo entre 1975 y 1980, y varios países superaron con creces ese volumen. Esta dinámica no tenía precedentes cercanos, dado el bajo acceso a recursos externos que la región exhibía hasta 1975 (Ocampo et al., 2014).

Este ciclo de endeudamiento finalizó con un colapso del sistema financiero, donde los bancos estadounidenses fueron los principales afectados de la moratoria y default de prácticamente todas las naciones latinoamericanas, que se vieron imposibilitadas de hacer frente a sus compromisos externos. El 20 de agosto de 1982 inició el colapso cuando el secretario de

Hacienda de México de ese entonces anunció que el gobierno mexicano no podría hacer frente al servicio de su deuda externa casi en su totalidad, por lo que la comunidad internacional se vio frente al default mexicano. Esto era debido al aumento súbito de las tasas de interés cobradas, y por la creciente fuga de capitales privados que salían del país (Marichal, 2014). El aumento de las tasas de interés se dio debido a que los créditos estaban atados a una tasa de referencia con los Fondos Federales¹, que debido a una decisión del presidente de la Reserva Federal Paul Volcker sufrieron un significativo aumento. Su finalidad era frenar la inflación en Estados Unidos, y las tasas de los Fondos Federales aumentaron de un promedio de 11,2% en 1979 a casi 20% en junio de 1981, arrastrando consigo a demás tasas de interés que de ellas dependían (De Lucchi, 2014).

Si bien muchos autores han trabajado esta crisis, la mayoría acuerda en marcar tres factores determinantes: el aumento del nivel de endeudamiento a niveles insostenibles, el aumento súbito de las tasas de interés, y la caída de los valores de productos de exportación primarios. Así lo expresan Bustillo y Velloso (2019):

“las causas principales de la crisis de la deuda de 1982 fueron los fuertes vaivenes — en su mayoría imprevistos—de los mercados de productos básicos, de los tipos de cambio, los flujos de capital y las tasas de interés. La recesión mundial redujo los mercados de las exportaciones e hizo bajar los precios de los productos básicos; por su parte, políticas monetarias restrictivas en los países industrializados forzaron al alza las tasas de interés a escala mundial y aumentaron la carga real de la inflada deuda de América Latina.” (p.23)

En esto consiste la principal singularidad de la relación de América Latina con el sistema financiero internacional: “ser la región receptora de la primera ola de flujos de capitales hacia las economías en desarrollo en la nueva globalización financiera. Por ese motivo, fue la primera en experimentar las primeras crisis del nuevo sistema” (Ocampo et al. 2014, p. 123).

Además, un factor importante a resaltar es que los principales acreedores afectados por las moratorias y defaults fueron bancos estadounidenses, potencia mundial y generadores de la divisa de referencia. En octubre de 1983, veintisiete países habían reprogramado sus respectivas deudas con los bancos o se encontraban en vías de hacerlo. Dieciséis de ellos eran países de América Latina y el Caribe, y debían a los ocho bancos más grandes de los

¹ La mayoría de las deudas de los países en desarrollo, que sostenían altos niveles de endeudamiento, estaban emitidas a tasas de interés que se ajustaban a la tasa de referencia internacional Libor (London Interbank Offered Rate), y la situación se tornó insostenible cuando esta tasa “subió como la espuma a raíz de las alzas del costo del dinero en Estados Unidos” (Marichal, 2014, p. 245).

Estados Unidos un monto equivalente del 147% de su capital y sus reservas de entonces (Marichal, 2014). En consecuencia, para algunos de los principales bancos del mundo el default de los países en desarrollo implicaría su quiebra, lo que puso en riesgo la estabilidad del sistema financiero (Bustillo y Velloso, 2019). La búsqueda de una solución era el problema prioritario de todo el arco de poder financiero y político. En primer lugar se dieron intentos de reestructuraciones que no lograron mejorar la situación: los países seguían sin acceder a los mercados para financiamiento, los bancos no recibían el dinero que se debía y la situación económica no marcaba signos de repunte.

Esta situación comprometida del sistema financiero y los bancos estadounidenses fue el detonante de una serie de medidas del gobierno estadounidense y la Reserva Federal que modificarían las lógicas del mercado hasta ese momento, y generarían los actores que competen a este trabajo: los mercados secundarios de bonos soberanos y los inversores privados que en ellos intervienen. El principal interés de este plan fue reducir la deuda de las naciones con bancos comerciales (Ebenroth y Gándara, 1990). El plan Brady, que desarrollaremos en el próximo apartado, no significó un alivio significativo en el nivel de endeudamiento latinoamericano ni de la lógica misma de la deuda, pero evitó un colapso total del sistema. “A partir de la crisis de la deuda y el ‘plan Brady’ se desarrollaron mercados de títulos públicos, básicamente, denominados en moneda extranjera” (De Lucchi, 2014, p. 40).

2. Atomización, anonimato y heterogeneidad: que decir de los compradores “individuales” de bonos públicos

El plan Brady, nombrado así por su impulsor Nicholas Brady secretario del Tesoro de Estados Unidos, fue lanzado en 1989 e instrumentó un canje de papeles de deuda con bancos comerciales de las naciones por bonos titularizados respaldados con bonos del Tesoro de Estados Unidos. La participación en las transacciones individuales en el mercado era voluntaria, y el principal atributo es que estos bonos titularizados podrían comercializarse en mercados secundarios, por lo que los bancos podían venderlos y deshacerse de esos activos riesgosos. A los países deudores se les permitiría recomprar su propia deuda al descuento en el mercado secundario; y se iban a fomentar los planes de conversión de deuda en capital (Bustillo y Velloso, 2019).

Fue condición de posibilidad de la amplia aceptación del plan la previa existencia de mercados secundarios, donde acudían los principales bancos con riesgo de quiebra, que eran también los principales interesados en el alivio que el Plan Brady instrumentaba. Poco después de que se iniciara la crisis de deuda latinoamericana, los bancos más comprometidos

en capital comenzaron a desarrollar un naciente y pequeño mercado secundario para la negociación de préstamos soberanos. La primera negociación tuvo lugar poco después de que, en diciembre de 1982, se acordasen las primeras reestructuraciones de la deuda (Bustillo y Velloso, 2019). Inicialmente la finalidad era reasignar la cartera de créditos soberanos, mediante permutas de activos destinadas tanto a diversificar la cartera como a centrarse en bonos del país que más conviniera al interés particular de cada banco. Las estrategias eran diversas, y encontraron su lugar donde desenvolverse. Además, en 1983 y 1984 surgieron los primeros operadores que comenzaron a actuar como intermediarios entre compradores y vendedores de préstamos soberanos (Bustillo y Velloso, 2019). Al respecto se puede resaltar su impronta semi clandestina, ya que la permuta de deuda soberana era un tema sensible a tratar dada la situación recesiva de la economía. Debido a la incertidumbre inicial del rumbo de la crisis, estos mercados no eran oficiales ni tampoco funcionaban como una bolsa, en su mayoría tampoco públicos. Su ubicación principal, como lo seguiría siendo luego, fue Nueva York, aunque también algunos negociaron y permutaron en Londres (Ebenroth y Gándara, 1990).

Antes de seguir, explicaré brevemente qué implica la titularización o titulización de bonos. Se trata de un proceso de canje, donde papeles no negociables y de riesgo se intercambian por bonos más líquidos y con mejoras crediticias, de más fácil transmisión (Gonzalez, 2001). Además, para cerrar este acuerdo el Tesoro emitió bonos de respaldo, por lo que los bonos eran además coletarizados, es decir contaban con un seguro al vencimiento (Marichal, 2014).

El plan se inauguró en México, que ya tenía antecedentes de reestructuración con características similares. En términos de sus fines, el plan fue un éxito ya que permitió que los deudores salieran del default, con lo que se eliminó el riesgo que pesaba sobre los bancos privados. Asimismo, determinó una transformación sustancial en la composición de la deuda y los actores involucrados en esta. A partir de este momento la deuda externa estuvo compuesta en su mayoría por títulos, que impulsaron el desarrollo de los mercados secundarios de deuda (Nemiña y Larralde, 2018; Alvarez, 2020).

El plan proponía el canje de los viejos papeles de deuda por nuevos títulos con reaseguro del Tesoro de los Estados Unidos, en dos modalidades posibles: con descuento y a tasa fija, o sin descuento con tasa variable. El Plan Brady fue utilizado por diez países latinoamericanos, que emitieron bonos que equivalen a un 35,7% de la deuda externa latinoamericana a finales de 1989. Los principales instrumentos fueron bonos a la par, pero con tasas de interés inferiores a las del mercado, y bonos con un recorte explícito del principal de la deuda y con una tasa de interés fluctuante. Ambos tipos de bonos se emitían a 25 o 30 años con un único pago del principal al finalizar su vida (Ocampo et al., 2014).

Es interesante el argumento de Bustillo y Velloso (2019) para explicar el aval del mercado a negociar con quita las reestructuraciones:

“el inicio de un mercado secundario para la deuda con descuento de los países en desarrollo se vio facilitado por cuatro factores principales, a saber, un grupo reducido, pero creciente, de bancos dispuestos a vender su deuda con un descuento sustancial del valor nominal; el deseo de algunos bancos de ajustar sus carteras de préstamos a países en desarrollo mediante canjes de préstamos; la reducción del número de instrumentos financieros relativos a los préstamos a consecuencia de la reestructuración y el proceso de reprogramación de la deuda, que permitieron que la documentación relacionada con los canjes fuese más sencilla, más barata y más rápida.” (p.26)

Así, los bancos y el mercado asumieron voluntariamente el canje de deuda con importantes descuentos nominales, y para los gobiernos significó alivio y reingreso a los mercados financieros. Los bancos se salvaron, ya no prestaban directamente a los países sino que intermedian en las colocaciones y pagos, sin riesgos directos (Brenta, 2022).

En los términos que incumben a este trabajo, la modificación del actor interviniente en las negociaciones es relevante: el deudor soberano dejó de interactuar con bancos y consorcios de bancos, para negociar con un universo de deudores mucho más diverso y atomizado. Como sintetizan Nemiña y Val (2018): “Con la profundización de la globalización financiera, la securitización de las deudas generada por el Plan Brady no solo liberó recursos fiscales al extender el plazo de repago y convirtió los créditos en títulos, sino que consolidó los mercados secundarios de deuda -potenciando el volumen de transacciones y capital disponible para estos activos- y atomizó a los acreedores, dificultando su coordinación.” (p. 47)

Otro hecho relevante para los próximos capítulos es que al extenderse los mercados secundarios, era de público conocimiento que los papeles de deuda latinoamericana se negociaban y vendían por debajo de su valor nominal. Esta dualidad de valores impone una brecha para la negociación, ya que puede alegarse que el precio a pagar es el de mercado y no el acordado en los papeles, lo que sería un argumento en futuras renegociaciones de deuda. Por ejemplo, en el caso de México, cuando se llevó adelante la negociación, la deuda de los países en desarrollo ya comenzaba a permutarse de manera rutinaria en el mercado secundario con un importante descuento a valor nominal, y el gobierno utilizó esa situación para argumentar que los bancos ya estaban asumiendo una posible condonación de la deuda

en los mercados secundarios y que, por tanto, al país debía permitírsele conseguir parte del descuento (Bustillo y Velloso, 2019, p.32).

En Argentina el ingreso al plan Brady se dió durante el gobierno de Menem, en pleno auge de las políticas neoliberales en nuestro país. Por los voceros oficiales, el canje fue comunicado como un acuerdo favorable. Sin embargo, investigadores como Rieznik (1996) argumentan que el ingreso al plan redundó en que “la deuda pública negociada con la banca privada -que es menos de la mitad de la deuda externa total- tuvo como consecuencia... un incremento general de los pasivos argentinos en relación al exterior.” (p.8) Este autor pone en cuestión el beneficio que significó el plan, poniendo en duda si la quita en términos nominales es sinónimo de quita y alivio en términos reales.

Uno de los argumentos señala que la supuesta quita del monto principal de deuda sólo se instrumentaría si el país aceptaba pagar intereses atados a la tasa LIBOR. Esta cláusula es riesgosa ya que se acepta pagar un interés variable fijado por los acreedores. El tener intereses atados a una tasa fluctuante fue en primer lugar uno de los detonantes de la crisis que para la que fue ideado el Plan Brady. Así, se contrató un préstamo con una quita de valor nominal, pero sin saber su costo porque éste se determina cada seis meses por la tasa interbancaria ofrecida en el mercado londinense, la tasa LIBOR, mercado dominado por las más grandes corporaciones financieras del planeta (Rieznik, 1996). Este es un elemento interesante en términos de la evaluación de las bondades de un camino económico u otro, y las decisiones que como gobierno pueden tomarse para tratar el tema de la deuda externa. Si bien el acceso a financiamiento externo es relevante dado el nivel de industrialización y la dependencia de insumos importados, atar los pagos futuros a un interés variable donde como país no tenemos posibilidades de interferencia puede considerarse como una forma poco inteligente y poco sostenible a largo plazo, en cuanto a las posibilidades de crecimiento y desarrollo económico.

Existen argumentos que denuncian las irregularidades de nuestro país en el ingreso al plan (Ocampo et al., 2014), “las negociaciones partieron de admitir como pasivos financieros nacionales en relación al exterior a todo aquello que los propios acreedores consideraron como tal” (Rieznik, 1996, p. 3); “es justamente la garantía de no investigación del monto real de la deuda original lo que otorga un carácter puramente ficticio a la historia de la “quita”” (Idem., p. 4), “el operativo ficticio de reducción de la deuda culminó con un aumento en regla del valor de la misma y a un costo superior al del pasado” (idem., p. 9) “la deuda aumentó y la carga de sus servicios se ha hecho todavía más gravosa que en el pasado” (idem., p. 12)-, sin embargo lo que es relevante para este estudio es la modificación en la lógica de endeudamiento y desendeudamiento.

El ingreso al plan y el canje por bonos Brady reabrió los mercados de financiamiento externo a nuestro país, y dio un fuerte impulso a la emisión de letras del Tesoro como forma de obtención de fondos. Estos títulos podían venderse y comprarse en mercados secundarios, donde incluso el país podía acceder para su recompra. Durante la segunda mitad de la década de 1990, la Argentina, México y Venezuela fueron los principales compradores de sus propios bonos Brady en América Latina y retiraron más del 30% del monto original emitido de estos bonos (Bustillo y Velloso, 2019).

Al impulsar la titulización, el plan contribuyó a que los países pudieran mejorar su acceso a los mercados financieros internacionales y a redefinir su integración en la economía mundial: “mientras el mercado financiero mundial evoluciona y la región experimentaba cambios estructurales, el mercado para la deuda negociable de América Latina y el Caribe se abrió, se profundizó y se amplió, desarrollándose a partir de un mercado de préstamos no titularizados en los años ochenta hasta convertirse en un sólido mercado de bonos titularizados a fines del período mencionado.” (Bustillo y Velloso, 2019, p.17) Desde entonces y hasta la actualidad, el acceso a mercados internacionales de bonos es más generalizado y menos costoso, lo que implica que hay muchas opciones para que el soberano adquiera fondos, y la colocación de títulos del Tesoro es una alternativa siempre presente.

Desde el inicio del ciclo de endeudamiento, el riesgo de no pago por parte de los países latinoamericanos era una alternativa muy probable, dado el carácter especulativo de buena parte de los créditos ofrecidos y el riesgo comparativamente más elevado frente a alternativas de inversión en los países desarrollados. El costo financiero, es decir la tasa de interés, afrontado por la Argentina fue muy superior a los intereses vigentes en los principales centros financieros internacionales (Musacchio, 2002). Esta es una de las realidades interesantes del mercado financiero de bonos: los bonos del Tesoro argentino históricamente se tomaron como riesgosos, lo que se usa de justificativo para exigir mayores tasas de interés. Por otro lado, puede argumentarse que al asumir invertir en un activo riesgoso, están asumiendo la posibilidad real de no pago y reestructuración con quita.

La nueva estructura del poder financiero se caracteriza por la desintermediación en los mercados financieros por parte de los bancos, la desregulación financiera a escala mundial mediante legislaciones más permisivas y la competencia entre las instituciones financieras para la administración y colocación de fondos captados de pequeños y medianos ahorristas. Por otra parte, la disminución de la deuda contratada con la banca comercial internacional y el aumento de los créditos vía la emisión de valores promueven la modificación de los métodos tradicionales de financiamiento (Girón Gonzalez, 2002). Este nuevo modelo de

financiamiento global es el marco en donde se insertan las renegociaciones que trabajaremos en el próximo capítulo.

El mercado de bonos soberanos al día de hoy está sistematizado y organizado, con expertos y agencias específicas, y lenguaje técnico que le es propio y estandarizado, por lo que los costos de ingreso son relativamente bajos, lo que hace más atractiva esta forma de financiación. En este mercado, caracterizar el conjunto de acreedores privados de deuda externa implica asumir generalidades y justificar el desconocimiento: debido al libre acceso a este mercado, los acreedores son heterogéneos y no responden a una sola nacionalidad, idea, estrategia o grupo. Por esta misma razón, sumada a la compra y venta casi constante que se da en el mercado, es muy difícil individualizar a los tenedores actuales del bono a estudiar, por lo que predomina el anonimato. “De esta forma, en sintonía con los cambios de las finanzas a nivel global, los acreedores se multiplicaron y se volvieron más heterogéneos, ganando además en anonimato” (Cantamutto y Nemiña, 2018, p. 227). Además, como se señaló, los tenedores de bonos están atomizados y las formas de coordinación son muy costosas. Otra particularidad es que los niveles de tenencia también son variados, existiendo tenedores minoristas y mayoristas, con diferentes porcentajes de propiedad de papeles de deuda. En los momentos de renegociación, el canje se realiza (en ausencia de un marco jurídico internacional) mediante el canje con participación voluntaria de acreedores privados (Nemiña y Val, 2020), y eso hace que las formas de organización también sean diversas. Val (2019) sostiene que los acreedores lograron articularse parcialmente en diferentes organizaciones entre las que se pueden identificar tres tipos: las de minoristas autoconvocados, de minoristas con representación mediada y de institucionales con representación directa, siendo esta una de las caracterizaciones que puede tomarse para el análisis las diferentes agrupaciones de bonistas.

Reconocer los actores intervinientes en los procesos de endeudamiento que estudiaremos en los próximos capítulos es importante para poder rastrear sus estrategias de acción, particularmente en las renegociaciones que es nuestro tema. Saber dónde surgen, a qué intereses responden y cómo son las lógicas del sistema financiero permite también buscar la mejor forma de posicionarse como país para preservar los intereses nacionales de crecimiento, desarrollo y garantía de derechos sociales y económicos para toda su población.

Hemos recorrido resumidamente el surgimiento de los acreedores privados a partir de un plan ideado para salvar a los bancos acreedores de la quiebra, la expansión de estos acreedores en los mercados secundarios, y su intermediación por medio de consultoras de inversión. De manera sintética nos interesa destacar algunos elementos de singular relevancia.

En primer lugar, puede observarse el papel de Estados Unidos frente al desarrollo del mercado financiero mundial, siempre preservando sus intereses particulares ya sea digitando la política local de los países latinoamericanos o creando e impulsando nuevas formas de organización y sobrevivencia del sistema económico financiero. Esta primera conclusión sirve como piso para lo que desarrollaremos en los siguientes capítulos.

En segundo lugar es importante remarcar la novedad que significó la emergencia y mundialización de nuestro objeto de estudio. Los acreedores privados de deuda externa pública, tenedores de bonos comercializables en mercados secundarios desregulados, con su anonimato y organizaciones intermediarias, atomizados y dispersos, implican un espacio nebuloso de las finanzas públicas, y sin embargo ocupan un espacio importante en las cuentas nacionales. Casi permanentemente es posible colocar bonos en el mercado para obtener financiamiento, y casi nunca es posible conocer la identidad de quienes los poseen y son por lo tanto acreedores del Estado. Genera una situación en la que comunicar propuestas, como veremos más adelante, implica hablarle a nadie en particular y recibir respuestas de algunos pocos o muchos, pero nunca de ese todos intangible y en constante cambio.

Con estos elementos pasaremos al siguiente capítulo, donde analizaremos a estos actores y sus estrategias en dos momentos de la historia argentina: la renegociación del año 2005 y la que se llevó adelante recientemente en el año 2020.



Capítulo 2

Renegociaciones “históricas” ¿Por qué?

Capítulo 2

Renegociaciones “históricas” ¿Por qué?

1. Renegociación de 2005 (y 2010)

a. Condiciones de toma de deuda

En el capítulo anterior hicimos un repaso de los principales ciclos de endeudamiento en América Latina. En Argentina, para entender el default del año 2001, que llevó a la reestructuración del 2005, debemos señalar la importancia de dos ciclos de endeudamiento externo: uno iniciado durante de la última dictadura militar (1976-1983) y otro durante la Convertibilidad (1991-2001). A lo largo de toda esta etapa (1976-2001) la deuda pasó de 7,8 mil millones de dólares a 143,2 millones (Brenta, 2022, sobre los datos del Ministerio de Economía).

Los móviles económicos y políticos del endeudamiento externo durante la dictadura militar tienen una cercana relación con la imposición externa sobre el país de un nuevo eje ordenador de las relaciones económicas: la valorización financiera del capital. Basualdo (2006) caracteriza la valorización financiera como un nuevo patrón de acumulación basado en “un proceso en el cual las fracciones del capital dominante contrajeron deuda externa para luego realizar con esos recursos colocaciones en activos financieros en el mercado interno para valorizarlos a partir de la existencia de un diferencial positivo entre la tasa de interés interna e internacional, y posteriormente fugarlos al exterior” (p. 449) Así, el endeudamiento no era una forma de financiamiento para la inversión, sino que su rol era garantizar la valorización de los excedentes del capital oligopólico local.

Para dimensionar la importancia del salto en el endeudamiento externo durante este primer ciclo, al finalizar la dictadura militar la deuda externa argentina se multiplicó por seis: pasó de 7,8 mil millones de dólares a 46,5 mil millones (Basualdo, 2006). Este dato permite ubicar el

ciclo en su importancia política y económica, y el impacto negativo que significó para las cuentas nacionales en los años subsiguientes e incluso, hasta la actualidad.

Como señalamos en el capítulo anterior, en la década del 70 existía a nivel del mercado financiero mundial una elevada liquidez producto de los “petrodólares”, por lo que era necesario canalizar ese superávit para los bancos comerciales, que posteriormente invadirán de préstamos países como la Argentina. “Los fondos llegaban fácilmente porque los bancos necesitaban prestar, aceitados por los vínculos del ministro de Economía con el establishment financiero internacional, y por la confianza en la capacidad de la dictadura de consolidar el sector externo imponiendo el disciplinamiento social para comprimir el consumo” (Brenta, 2022, p. 43). Otro elemento importante es el rol del Fondo Monetario internacional que estimuló, por un lado, que los bancos trasnacionales vuelquen esos excedentes en Argentina y demás países en desarrollo, y por otro lado fomentó la adopción de ideas y políticas monetaristas como sostén a las políticas de endeudamiento (Manzanelli et al, 2015). La dictadura militar suscribió un préstamo con este organismo poco tiempo después de tomar el control del aparato estatal, por lo que los técnicos del organismo supervisaron y aprobaron toda la política económica desde entonces (Basualdo, 2006), lo que puede leerse como una complicidad con el golpe de Estado y su continuidad. El sector económico que condujo el proceso fueron los grupos económicos locales, que fueron obviamente también los más beneficiados por la política económica aplicada y sostenida.

Si bien los números son elocuentes en cuanto al elevado nivel de deuda contraída, respalda también nuestra definición de esta etapa como ciclo de endeudamiento el hecho de que se haya invertido la secuencia lógica de la toma de deuda: trimestralmente el Ministerio de Economía ponía cupos de la deuda que podía tomarse, sin analizar deuda para qué o por qué.² Se tomaba entonces toda la deuda que se podía, no la que se necesitaba (Bustillo y Velloso, 2019).

Derrotada la dictadura, finalizando lo que caracterizamos como el primer ciclo de endeudamiento externo, ya con un gobierno constitucional en el poder, tampoco se llevó a cabo una investigación oficial ni se enjuiciaron a los responsables del endeudamiento desmedido (Olmos Gaona, 2022). El gobierno democrático recibió un país con índices de inflación, pobreza, desempleo y endeudamientos sumamente preocupantes, sin embargo no cambió sustancialmente el rumbo económico. El paso de la dictadura a la democracia

² El control respecto a la entrada y salida de divisas por deuda también actuó en beneficio de la valorización financiera: sistemáticamente existían discrepancias en los registros. Es importante señalar que el excedente que permitía mantener los pagos de intereses y capital al día no fue resultado del crecimiento económico, ya que las divisas enviadas al exterior superaron ampliamente el crecimiento. Fue gracias a la superexplotación del pueblo argentino, que soportó inflación, recorte de salarios, aumento de impuestos y del costo de vida, que existió la disponibilidad de recursos para mantener el patrón de acumulación funcionando (Basualdo, 2006, 2017; Brenta, 2022).

coincidió con la crisis de deuda externa de América Latina en 1982, por lo que comenzó un periodo con menor afluencia de capitales a los países en desarrollo. Sin embargo, el endeudamiento público siguió creciendo, no ya por la toma de deuda en el exterior, sino por la transferencia de deuda externa privada al Estado.³ Aquí otra vez autores como Basualdo (2006) subrayan la importancia de los grupos económicos locales en cuanto a la conducción de la política económica para beneficio propio en detrimento de los intereses generales de bienestar de la población del país. muller

Con dificultad el gobierno pudo atraer algunos giros y fondos frescos, y hasta fines de 1987 Argentina mantuvo bastante al día sus pagos al exterior, acrecentando la toma de deuda y liquidando las reservas. Durante todo ese tiempo, el nuevo endeudamiento se usó para sostener el viejo, tomando deuda para pagar deuda.⁴ Sin embargo, como sucedería en otros momentos de la historia, los pagos a los organismos internacionales se mantuvieron al día, estirando los plazos todo lo posible dentro de las reglas de cada institución (Basualdo, 2017).⁵ En 1989 asume el segundo gobierno constitucional bajo la presidencia de Carlos Saúl Menem, que profundiza y reinventa un nuevo ciclo de endeudamiento externo, con algunas características inéditas.⁶ Al momento de asumir, la deuda externa privada era minoritaria, lo que demuestra que ya se había consumado la transferencia al Estado mediante los seguros de cambio (Basualdo, 2017).

En los primeros meses de su mandato, el gobierno inició negociaciones con los consorcios de bancos comerciales, cuya deuda se encontraba en default, para instrumentar una reestructuración. Coincidió esta etapa con el impulso del Plan Brady, explicado en el capítulo anterior, que era el horizonte del gobierno para salvar la situación de moratoria.⁷ El FMI ayudó a gestionar el ingreso al Plan, y finalmente se emitieron tres bonos Brady con diferentes características. En concordancia con muchos países de nuestro continente, el ingreso al Plan

³ Los regímenes de seguros de cambio fueron el mecanismo para estatizar deuda privada, se aplicaron bajo dictadura militar y continuaron en el gobierno constitucional (Arceo y Wainer, 2008), de manera que a pesar de la falta de préstamos externos, la deuda siguió creciendo por fuera de lo que caracterizamos como ciclo de endeudamiento externo.

⁴ Así, el mecanismo de valorización financiera continuó durante toda la década, y llegó a su límite cuando Argentina dejó de pagar la deuda con los bancos comerciales en abril de 1988 (Schvarzer y Finkelstein, 2004).

⁵ En sus publicaciones de 2006 y 2017, Basualdo advierte que esta moratoria “no fue declarada sino fáctica”. Desde el primer momento anunció que se debía a falta de recursos, no a una decisión política, por lo que continuó con negociaciones con acreedores externos, e incluso logró nuevos acuerdos con el Banco Interamericano de Desarrollo (Brenta, 2022).

⁶ El nuevo gobierno impulsó un cambio del régimen monetario (la Convertibilidad, el “1 a 1”) y una “Reforma de Estado” que implicó la privatización de las empresas públicas, la desregulación de la economía y la liberalización de la cuenta capital del balance de pagos, entre otras medidas de corte liberal (Manzanelli et al, 2015).

⁷ Existían factores internos que posicionaban mejor al país para ingresar al canje: el PBI argentino se encontraba en crecimiento durante los dos primeros años de Convertibilidad, por lo que existía un clima triunfalista y margen para negociar (Kulfas y Schorr, 2003).

no implicó mejoras en la situación de deuda,⁸ pero implicó cambios en la estructura financiera y los mecanismos de endeudamiento, que permitieron el inicio de un nuevo ciclo de endeudamiento acelerado.

En términos estructurales y contables, implicó el saneamiento de los balances de bancos comerciales, que vieron convertidas sus deudas prácticamente incobrables en bonos de gran liquidez, retornos elevados, canjeables parcialmente por activos públicos en privatizaciones, y su riesgo se repartió entre miles de inversores (Kulfas y Schorr, 2003). Así, inauguró la era de los acreedores privados de títulos públicos, con las características que analizamos en el capítulo uno: atomizados, heterogéneos y ocultos en el anonimato de las tenencias minoritarias y con o sin intermediarios bancarios o de fondos de inversión.

La disponibilidad de fondos para colocar los bonos de deuda en dólares es fruto del tratamiento preferencial que recibió el país por las reformas estructurales implementadas. A partir del ingreso al Plan Brady y hasta el fin del gobierno menemista se desarrolla el segundo ciclo de endeudamiento externo previo al default del 2001, donde el país colocó 92.000 millones de dólares de deuda en bonos y además obtuvo algunos préstamos de los organismos internacionales (Manzanelli et al, 2015), gracias a las nuevas formas de endeudamiento habilitadas y a un gobierno que cumplía las formas y exigencias de los prestamistas.⁹

Mediando el año 1998 ya era claro que el régimen convertible estaba llegando a su agotamiento, pero no fue hasta el último trimestre del 2000 que se planteó la perspectiva real de imposibilidad de pago de los intereses y amortizaciones de deuda externa el año siguiente (Basualdo, 2006). Iniciaría así la implementación de una serie de políticas que buscaban darle

⁸ Esta reestructuración de la deuda en default técnico no fue beneficiosa en términos de quita ni un alivio para las cuentas externas del país por diversos factores. En primer lugar, como se señaló en el capítulo anterior, fue condición de posibilidad de las negociaciones que el país admitiera como pasivos financieros todo lo que los acreedores así declararon, sin analizar si eran dibujos contables de autopréstamos (dólares fugados clandestinamente al exterior y que reaparecían blanqueados como obligaciones de empresas nacionales o extranjeras residentes en el país), si tenían registros de deuda o alguna forma de probar esa tenencia, por lo que no puede asegurarse que se admitiera sólo deuda legítima y siembra dudas sobre la legalidad de dicha reestructuración (Rieznik, 1996, p. 3). Si bien el plan implicó una quita en términos nominales, la no investigación del monto real de la deuda pone en duda el impacto real del descuento. Por otro lado, el país tuvo que endeudarse para comprar los bonos de garantía, y tuvo que pagar además todos los gastos de las negociaciones y contratos (Brenta, 2022, p. 139), que son sumas que no se contabilizan en la quita nominal de la deuda. En suma, esta reestructuración no implicó beneficios para la situación de la balanza de pagos del país, sino que implicó el aumento de la deuda con mayores plazos para su pago.

⁹ Otro de los puntos relevantes de la política económica de este periodo es la “independización” del BCRA, que implicó que los déficits ya no podían financiarse a través de éste, sino que se debían solventar con la emisión de bonos en el mercado internacional (Rieznik, 1996), y fruto de los vencimientos de intereses y capital, el déficit era elevado e impulsaba un mayor y mayor endeudamiento.

una sobrevida al régimen convertible a la vez que intentaban evitar el temido- y ya en ese punto inevitable- default.¹⁰

En el último trimestre del 2001 el gobierno ensaya un canje de títulos en poder de los bancos y AFJPs por préstamos garantizados en la recaudación fiscal en un intento de contener la situación, quedando pendiente la reestructuración de tenedores de bonos externos, cuya perspectiva de cobro ya se planteaba lejana (Schvarzer y Finkelstein, 2004).

El 20 de diciembre legisladores de los partidos mayoritarios aprobaron la necesidad de devaluar finalizando así el “uno a uno” y declarar el cese de pagos de la deuda por un año (Basualdo, 2006). El 21 de diciembre de 2001 ya no se atendieron los vencimientos del día, quedando así el país en situación de default, cerrando este segundo ciclo de endeudamiento con un acceso a los mercados financieros internacionales sumamente restringido.

b. Momento del canje

Los años siguientes al default fueron de crecimiento relativo. La moneda se devaluó asumiendo el fracaso del plan de Convertibilidad, lo que implicó una contracción inicial de las importaciones y un incremento cuantitativo de las exportaciones (Basualdo, 2017). A los efectos de la devaluación se le sumó una evolución favorable de los términos de intercambio que permitió que el país lograra un importante superávit en la cuenta corriente del balance de pagos (Wainer, 2018).

Sin embargo la cuenta capital seguía siendo fuertemente deficitaria. En primer lugar, la cesación de pagos representaba el 48,3% de la deuda externa total (Basualdo, 2017), mientras que los pagos a organismos multinacionales de créditos y los préstamos garantizados acordados en noviembre de 2001 seguían siendo cumplidos regularmente.¹¹

Con procesos judiciales iniciados en diversas plazas, un clima social interno sumamente tenso y mucha incertidumbre, el gobierno del presidente Néstor Kirchner asumió en 2003 e

¹⁰ A finales del 2000 se acordó en primer lugar el denominado “blindaje financiero”, que consistió en la garantía de fondos externos por unos 39.700 millones de dólares, demandados para realizar el pago de los vencimientos de capital e intereses de la deuda externa durante 2001 y 2002 (Basualdo, 2017). En el mismo sentido, a mediados del 2000 se implementó el “megacanje” de títulos en manos de capitales nacionales y extranjeros, lo que permitió extender los plazos de vencimiento de intereses para disminuir el ahogo, pero implicó un aumento de los porcentajes de interés y la capitalización en parte. Significó en términos prácticos la emisión de cinco bonos nuevos, que permitieron una simplificación de la estructura de la deuda (Brenta, 2022) pero no alivio en los pagos. Si bien lograba una reducción en los pagos de intereses en los primeros años, el megacanje, por su escaso alcance, no permitió solucionar las necesidades de financiamiento del gobierno argentino en el corto plazo y agravó severamente el impacto de la deuda externa en el largo plazo (Lozano, 2001).

¹¹ Además, la resolución de la crisis financiera, la asistencia a las provincias, la cancelación de pasivos con empleados públicos, jubilados y proveedores, los atrasos de intereses de deuda no pagados o capitalizados, el efecto neto de las amortizaciones y la variación del tipo de cambio implicó un incremento del endeudamiento del sector público de 34.368 millones de dólares (Basualdo, 2017).

inició las tratativas para regularizar su deuda externa.

¿Quiénes eran los acreedores? Algo importante a saber del financiamiento por bonos es que el gobierno no tiene registro puntual de quienes tienen los títulos realmente, ya que una vez que se venden estos circulan por mercados secundarios y pueden cambiar muchas veces de tenedor, como ya se explicó. Al presentar su primera propuesta, el gobierno sólo tenía estimaciones y supuestos. Otro elemento a recordar es que debido a la internacionalización del mercado financiero, que un bono se venda en una determinada plaza nacional no significa que sus tenedores sean de esa plaza necesariamente, sino que allí comercian eventual o regularmente.

El universo acreedor con quien se disponía a negociar el gobierno era heterogéneo y disperso geográficamente. En primer lugar, de los tenedores con residencia identificada, el 55% estaba fuera del país (Nemiña y Val, 2020), siendo las plazas más importantes en primer lugar Italia, seguida de Alemania, Suiza, Estados Unidos y Japón, que explicaban más del 90% de deuda en manos de residentes extranjeros (Basualdo, 2017). En segundo lugar, el elemento que generaba más complejidad es que el 43,5% del total de deuda a reestructurar estaba en manos de tenedores minoristas (Ministerio de Economía, 2003).

Así, debía tratarse con diferentes actores: tenedores institucionales como bancos y fondos de inversión, y tenedores minoristas de diferentes países.

La principal estrategia de los acreedores luego del default y potenciada una vez que se oficializó la primera propuesta fue la asociación y la búsqueda de organización conjunta. Para caracterizar las diferentes organizaciones retomamos la tipografía de María Emilia Val (2019):

- Minoristas autoconvocados con representación directa: los representantes eran los afectados o abogados que contratan estos grupos para las demandas judiciales
- Acreedores institucionales: los representantes eran las autoridades de estas entidades.
- Minoristas autoconvocados con representación mediada: la negociación la llevaban adelante profesionales lobbistas con trayectoria en el mercado financiero, que se los contrataba para pugnar por sus intereses con cualquier medio al alcance.

En Estados Unidos sobresalía el Argentine Bondholders Committee (ABC), con grandes fondos de inversión norteamericanos.

En Italia eran en su mayoría tenedores minoristas, que fueron asesorados deslealmente por bancos italianos para que compraran bonos de alto riesgo. En este país se formó la organización de tenedores minoristas con representación mediada más importante de la negociación en esta etapa, la Task Force Argentina. Esta organización estaba formada por ocho bancos italianos que brindaban asesoría gratuita para los clientes minoristas, aunque la autora Val (2019) sostiene: “la creación de la TFA supuso una jugada estratégica para defenderse y neutralizar acciones contra los bancos (...) para desligar a los mismos de su

responsabilidad” (p. 73). Además, surgieron numerosas organizaciones de tenedores minoristas con representación directa: el *Comitato de Creditori Italiani* y el Sindicato Italiano Tutela Investimento e Risparmio, ambas lideradas por abogados (Mauro Sandri y Doménico Bacci, respectivamente), entre otras como el Sindicato Italiano de Doménico Bacci, la Fiderconsumatori de Rosario Trefiletti, la Adusbef de Elio Lanutti.

En Alemania la organización más importante de autoconvocados fue el IGA, formado luego del default en 2001. Además se formó el ABRA que representaba a tenedores minoristas de ese país y además de Austria, Holanda y Luxemburgo, al ser una sociedad con fines específicos la agrupamos como con representación mediada (Val, 2019).

En Argentina, la organización de bonistas autoconvocados más grande e influyente fue la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default, formada en 2003. Y además fue relevante la Unión de AFJP, corporación empresaria que nucleaba a las doce aseguradoras de fondos de pensión existentes al momento del default (Basualdo, 2017).

En Suiza más de 50.000 bonistas fueron representados por la intermediación institucional de la Swiss Bankers Association encabezada por Pierre Mirabaud (Basualdo, 2017) y en Japón la representación se dio por medio de bancos y fondos de inversión entre los que sobresalen el Bank of Tokyo Mitsubishi y el Shinsei Bank, sumando más de 40.000 bonistas (Val, 2019). Frente a esta diversidad de acreedores, en septiembre del 2003 se aprobó la carta de intención con el FMI que permitió hacer la primera oferta del canje (Basualdo, 2006). El gobierno y el Fondo tenían en ese momento una relación tensa: a principios de mes el presidente Kirchner se había entrevistado con Bush (hijo) y el mandatario de los Estados Unidos había arengado a negociar duramente con el organismo; el país incluso había ingresado a default por dos días con el Fondo hasta conseguir un refinanciamiento de intereses y la aprobación de la carta de intención (Argentina en default total, 24/09/2003).

El gobierno presentó su primera propuesta en el marco de la asamblea anual del FMI y el Banco Mundial en Dubái (Secretaría de Finanzas Ministerio de Economía y producción, 2003): una quita del 75% sobre el valor nominal de la deuda elegible, sin reconocimiento de los intereses devengados desde la declaración del default. Para ello, se emitirían tres nuevos bonos: Par, Discount y Cuasipar que variaban en función de la quita, la tasa de interés y la vida promedio como se muestra en el siguiente cuadro.

Tipo de Bono	Quita	Tasa	Rango tasas	Vida promedio
Discount	75%	Incremental	1-5%	8-32 años
Par	0%	Fija	0,5- 1,5%	20-42 años
Bono Cuasipar	30%	Fija	1-2%	20-42 años

Fuente: Basualdo (2017)

El gobierno desde un primer momento y durante los meses siguientes sostuvo que era la única propuesta posible, y la única reestructuración realista y sostenida en el tiempo. Desde su presentación en Dubai, la oferta tuvo rechazo unánime de todo el espectro acreedor.

Nuevas agrupaciones surgieron, siendo la más relevante la GCAB que nucleaba organizaciones de diversos países y estaba liderada por Hans Humes del ABC de Estados Unidos y Nikola Stock del ATFA italiano. Fue anunciada en Roma en diciembre del 2003 (IMF, 2012), que pretendía ser el interlocutor privilegiado del gobierno.

De este grupo en conjunto con la ADAPD argentina surgió la contrapropuesta más orgánica e importante por parte de los acreedores, que demandaban que sólo se ofrecieran bonos par (sin descuento) y se reconociera la totalidad de los intereses vencidos desde el default, además que se mantuviera la moneda y legislación, y un grado de aceptación superior al 90% para hacerlo efectivo. Sumado a esto, el sector argentino exigía que los bonos discount se ofrecieran sólo a inversores institucionales, y que los bonos se pudieran usar para pagar impuestos o adquirir activos en el país (Basualdo, 2017).

El gobierno se negó a reconocer al GCAB como interlocutor privilegiado, a pesar de los requerimientos en este sentido del FMI, lo que debilitaba la posición negociadora de este grupo (Val, 2018). El gobierno intentó además socavar su capacidad de presión mediante el lanzamiento de un registro de acreedores, que no prosperó finalmente y fue denunciado como maniobra del gobierno para minar la credibilidad de las agrupaciones de bonistas (Abren un registro para que se inscriban los acreedores, 26/12/03).

Durante todo el año 2004 se dieron declaraciones cruzadas, acusaciones de actuar de mala fe por parte del gobierno y de los acreedores, y diversas estrategias de presión legal en tribunales extranjeros y nacionales. En términos generales las organizaciones de autoconvocados fueron las más litigiosas, ya que fueron las primeras en anteponer demandas. Particularmente las organizaciones de autoconvocados con representación directa italianas elevaron demandas en diferentes organismos nacionales y extranjeros, como se explicará con más detalle en el siguiente apartado. Las agrupaciones acreedoras

institucionales y las minoristas con representación mediada privilegiaron la negociación (Val, 2019), aunque hicieron amenazas de accionar judicialmente.

Los recursos para generar presión internacional variaba mucho entre agrupamientos. El ABC por ejemplo, al ser compuesto por “pesos pesados” de las finanzas norteamericanas, podían presionar a contactos en el directorio del FMI para que no aprobaran las metas del acuerdo con Argentina, como denunció el ministro Lavagna (Duras denuncias del ministro Lavagna a acreedores, 09/01/2004).

El Fondo Monetario Internacional presionó a su vez durante todo el proceso para que el gobierno ofreciera una oferta con menor quita. Sin embargo, el organismo sabía que era importante que el país no entrara en default con él, ya que existía el peligro latente de que esta acción desencadenara un efecto contagio en otros países como Brasil, Turquía y Rusia. Este peligro se explica por la concentración de la cartera del Fondo desde 2003 en deuda con estos países, signados por una gran inestabilidad financiera (Brenta, 2018), que de imitar el default argentino podía desencadenar una quiebra del organismo. Pero al mismo tiempo, un trato demasiado indulgente podía implicar similares exigencias del resto de sus deudores, lo que tampoco era conveniente para el FMI.

Desde la crisis de deuda de los ochenta, el organismo se había convertido en el virtual representante político del conjunto de los acreedores externos (Basualdo, 2017), sin embargo no formó parte del diseño y gestión de la reestructuración en este caso, aunque condicionó la aprobación de los acuerdos a mejoras en las ofertas a los acreedores (Val, 2018). Demoró la primera y segunda auditoría, hasta que finalmente dictaminó que no aprobaría la tercera parte del acuerdo hasta que no se cerrara el canje. Durante la negociación cambió su directorio y sus posiciones, desde acordar la propuesta de superávit hasta presionar explícitamente por una mejor oferta alegando que el país tenía capacidad de pago (Cerruti, 05/09/04), lo que puede leerse como la inseguridad respecto a la mejor estrategia a tomar frente al caso argentino.

Debido a todas las complejidades mencionadas, la apertura del canje se fue postergando hasta enero del 2005, cuando se lanzó la oferta de Buenos Aires (SEC, 2004). Esta propuesta mantenía la quita del 75% del valor nominal, y reconocía los intereses devengados y no pagados hasta el último día del 2001. Se emitieron los tres bonos anunciados en Dubai, dos en moneda extranjera y uno en pesos ajustado por CER.

Las claves legales del acuerdo fueron:

- Bonos PBI: se emitieron unidades equivalentes al monto del capital efectivamente canjeado, se pagaba en caso que se cumpliera que el PBI a precios constantes fuera mayor al del 2004, y además el gobierno se comprometía a mantener un superávit primario de 2,7% del PBI (Basualdo, 2017). El objetivo de estos bonos era asociar a

los acreedores al crecimiento, pero a la vez funcionaba como lastre ya que más se abonaba si más recursos se obtenían (Cantamutto, 2020).

- Cláusula RUFO (Right Upon Futur Offers): implicaba que si el gobierno ofrecía comprar, canjear o hacer una nueva oferta una vez finalizado el canje, todos los que ingresaron al primer canje podían solicitar participar en la operatoria y obtener el mismo trato. La cláusula tenía un plazo de 10 años. Fue incorporada a dos meses del inicio del canje, presumiblemente en respuesta a los acreedores que especulaban con una mejora en la oferta a futuro (Val, 2019).
- La ley 26.01722 conocida como “Ley Cerrojo”: perfeccionaba lo establecido en la cláusula RUFO, ya que no sólo prohibía abrir el canje o hacer nuevos acuerdos, sino que también prohibía realizar arreglos judiciales. También podía entenderse como un recurso más para mostrar dureza y respaldar los dichos del gobierno de que era la última oferta y no tendría mejoras.
- Renunciamiento a la inmunidad soberana¹² era un reaseguro adicional para inversores, que ante posibles incumplimientos podrían enjuiciar al soberano en los tribunales correspondientes a la letra de cada bono.
- Cláusulas de Acción Colectiva (CACs): implican que en una futura reestructuración se determinan umbrales de aceptación a partir de los cuales los nuevos términos se hacen extensivos a toda la serie. El objetivo es hacer más fácil la coordinación entre acreedores y bloquear la conducta litigiosa (Brenta, 2022)
- Cláusula pari passu: significa que son todos los acreedores iguales y que la distribución del capital se realizará sin hacer preferencias entre ellos, comprometiéndose el país a no otorgar a futuros acreedores garantías o condiciones más favorables sin hacer beneficiarios de las mismas a todos.

El canje terminó el 3 de marzo de 2005, y tuvo una aceptación del 76,15% (BCRA, 2005), lo que fue considerado a nivel nacional e internacional como un éxito rotundo (Basualdo, 2017). Se pasaron de 152 bonos a 3, lo que implicó una simplificación de su estructura, con una quita de capital del orden del 36% (Muller, 2013).

Los primeros en acordar y quienes le dieron un impulso al canje fueron las AFJP, tomando el bono CuasiPar y garantizando una aceptación del 17% (Basualdo, 2017). En los días siguientes acordaron ingresar al canje bancos importantes como el CityBank, el Banco Francés, el banco Río y el banco Boston (Cerruti, 17/01/05), lo que dio otro impulso y generó un clima optimista en el gobierno y numerosos analistas, que descontaban el éxito del canje

¹² Inmunidad soberana se refiere al derecho reconocido de un Estado a no ser sometido a la potestad judicial de otro Estado y/o la ejecución de sus bienes (Tropeano, 2017).

(Benedetti, 09/02/05). El gobierno había adoptado una meta del 50% de aceptación para hacer efectivo el canje (Basualdo, 2017), lo que luego de las primeras dos semanas parecía muy probable y daba alicientes para ingresar.

Los bonos del grupo euro tuvieron un monto ofertado muy bajo, que puede explicarse en parte por el accionar del TFA que llamaba a la abstención para hacer fracasar el canje y tenía una comunicación directa con los tenedores minoristas europeos, principalmente italianos. Esta agrupación insistió hasta último momento que el país podía ofertar algo mejor, desconociendo las señales de lo contrario (Val, 2019).

Los servicios de los bonos se prolongarían hasta los años 2033 a 2038, según el caso. Las amortizaciones de capital se producirían hacia el final del plazo del bono, por lo que durante un período relativamente largo se devengarían únicamente intereses (Müller, 2013).

Explicar el éxito del canje implica situarse en la coyuntura particular: si bien la heterogeneidad y dispersión de los acreedores generó dificultades para su negociación, también tuvo efectos positivos para el gobierno: en primer lugar, como las tenencias no complicaron las carteras de los principales bancos el fracaso del canje no suponía riesgos sistémicos de magnitud a nivel internacional (Val, 2019), sino que la pérdida estaba repartida entre muchos tenedores minoristas y fondos de inversión con espaldas para sostener esos pasivos. A esto se le suma la debilidad política del papel limitado del FMI, y la posición de los Estados Unidos que no aplicó mayores presiones a favor de los acreedores, lo que demostró el poco poder de negociación de los acreedores sin la intervención de sectores oficiales (Cantamutto, 2021). Otro aliciente de mercado que ayudó a la propuesta argentina fue que el valor de mercado de los bonos originales era similar al monto ofrecido en el canje, por lo que en última instancia favorecía al nuevo bono que tenía mayor posibilidad de cobro (Basualdo, 2017).

c. Hechos posteriores

En los años siguientes la quita del 75% promocionada por el gobierno pudo relativizarse. En primer lugar, por la capitalización de los intereses caídos hasta el canje- una de las concesiones de la propuesta de Buenos Aires- la quita en el monto involucrado era del 60%. Por otro lado, si en lugar del monto involucrado se toma la deuda en su conjunto, la quita fue del 35% (Cantamutto, 2014a). En tercer lugar, los años siguientes el bono atados al PBI fue generando salidas cada vez mayores, por lo que si se toman en cuenta esos valores, la quita finalmente resulta nula (Cantamutto, 2021).

En este sentido, la lógica del desendeudamiento publicitada por el gobierno no implicaba menos deuda, sino una mejoría en torno a indicadores de sostenibilidad, que permitían al

país seguir pagando regularmente todas las deudas (Cantamutto y Nemiña, 2018) con todos los actores, sin auditar ni discutir políticamente respecto al origen de la deuda.

Los años siguientes una vez finalizada la operatoria, los bonistas que no ingresaron al canje (holdouts) continuaron presionando por vía judicial, y presionando al Fondo Monetario Internacional para que gestionara una solución para ellos y la deuda no reestructurada. El país había suscrito un acuerdo con el Fondo, por lo que este aún tenía incidencia en las decisiones políticas y económicas del país. Sin embargo, esta situación se revirtió cuando a finales del 2005 el país decidió cancelar toda la deuda pendiente con el organismo (Basualdo, 2017). En ese momento las cuentas públicas contaban con reservas de libre disponibilidad.¹³ No exento de polémica, la política se llevó adelante a través del decreto presidencial 1599/05 y en enero del año siguiente se desembolsó el pago (Cantamutto, 2014b), quedando así el país mucho más independiente para llevar a cabo la política económica.

A pesar de que continuaron los litigios con los holdouts, en los años siguientes se emitieron algunos bonos en pesos y dólares, con diverso grado de éxito (Brenta, 2022). Sin embargo, la situación externa cambió luego de la crisis del 2008 en Estados Unidos, ya que los inversores prefirieron activos más seguros que los de los países emergentes, y la posibilidad del país de tomar deuda se redujo drásticamente. La restricción externa se agudizaba, y era necesario adquirir financiamiento.¹⁴ Era cada vez más claro que era necesario regularizar la situación de los holdouts para ingresar al mercado de capitales internacional para conseguir ingresos de capital, y desde mediados del 2008 el gobierno trabajó en una propuesta de reestructuración.

La oportunidad llegó en 2009, cuando tres grandes bancos acreedores- Deutsche, Citibank y Barclays- ofrecieron realizar una transacción con las mismas condiciones previas y suscribiendo además a un bono en efectivo. Se realizaron las modificaciones pertinentes en la legislación nacional,¹⁵ y a finales de 2009 se creó el Fondo del Bicentenario para asegurar el éxito del canje. Este Fondo se creó por decreto, de manera similar para la cancelación de deuda con el FMI, y habilitó utilizar las reservas de libre disponibilidad para el pago de intereses de deuda externa (Basualdo, 2017).

¹³ Si bien era claro que no podía cancelarse la deuda con ingresos corrientes, se propuso el uso de las "reservas de libre disponibilidad". Esto implica utilizar las reservas que excedan las necesarias para garantizar el 100% de la base monetaria.

¹⁴ Como aliado regional Venezuela pudo brindar financiamiento suscribiendo bonos argentinos, pero no era suficiente. Se intentó obtener recursos con un aumento de retenciones que fracasó debido al rechazo de los productores, poco tiempo después se estatizó el sistema previsional pero ninguna de las medidas generó los recursos necesarios para el financiamiento que el plan de gobierno necesitaba (Brenta, 2022).

¹⁵ El gobierno no estaba autorizado a hacerlo por su propia legislación (la ley Cerrojo), pero la posibilidad de lograr financiamiento fresco por un mínimo de 1000 millones de dólares, sumado a la disposición cooperativa del lado acreedor, y sumado además a que fortalecía el discurso de desendeudamiento, generó una reapertura del canje (Val, 2020).

El principal incentivo de los bancos acreedores que impulsaron el canje era deshacerse de papeles viejos, y sumarse al negocio de la deuda argentina que había resultado un pagador puntual de sus obligaciones, lo que en un contexto internacional difícil era una virtud. El reaseguro de pago de intereses con reservas también era un aliciente importante (Val, 2020). Como era de esperarse, los tenedores institucionales se adhirieron rápidamente al canje (República Argentina, 2 de julio 2010). Los bonistas argentinos lo hicieron también, sobre todo los que aún poseían bonos bajo legislación nacional para los que se mostraba inútil seguir litigando. La Task Force Italia no aceptaba ninguna propuesta que implique quita, pero muchos de sus miembros estaban cansados de años de litigio y estaban más abiertos a aceptar la oferta (Basualdo, 2017). Se emitió una serie especial, llamada Global 17 (República Argentina, 2 de julio 2010) en concepto de intereses acumulados desde el primer canje a modo de incentivo, y en esta ocasión no se emitió cupón PBI (Muller, 2013).

Finalmente el canje arrojó un nivel de aceptación del 70,74% (Basualdo, 2017), lo que aumentó la proporción de títulos canjeados al 92,7% de la deuda elegible en default (República Argentina, 2 de julio 2010).

Luego de este segundo canje, un fondo buitre NML Capital, perteneciente al 7% de acreedores no adherentes- holdouts- inició la demanda pari passu, alegando que Argentina se encontraba en la violación de esa cláusula contractual. La demanda, en el juzgado del Juez Griesa, tuvo sentencia favorable para el fondo. Así, se ordenó a los agentes intermediarios que no procesaran pagos del Estado a los acreedores que ingresaron al canje, en tanto y en cuanto no se le abonaba al fondo buitre el total de sus acreencias, intereses e intereses punitivos.

Si bien el país apeló, la demanda fue recibiendo apoyo para el fondo buitre en todas las instancias. Como última opción, el gobierno habilitó una tercera ronda de canje- con los mismos términos de la oferta de 2010- mediante la ley 26.886, pero NML Capital no aceptó (Val, 2020).

Debido a que se encontraba en vigencia la cláusula RUFO, si el país acataba el fallo y pagaba a los buitres los holdins podían solicitar igual tratamiento, lo que empujaba al país a situación de default ya que no contaba con esos recursos. Pero si no aceptaba el fallo, los holdins no podían cobrar ninguna de sus acreencias, lo que también podía apelarse judicialmente y exigir adelantamiento de pagos. Finalmente, bloqueados los mecanismos para hacer efectivos los pagos, Argentina fue declarada en default selectivo a fines de julio de 2014 (Cantamutto, 2020).

En síntesis, puede señalarse que si bien el canje de 2005 no implicó en términos reales un alivio en cuanto a nivel de endeudamiento, sí simplificó la estructura y cambió la composición de la deuda. En cuanto a los acreedores, lo que predominó fue la dispersión y heterogeneidad, lo que explica en parte por qué se tomó como tan rotundo éxito la aceptación de más del 70%: era un universo demasiado diverso donde las características, estrategias y lecturas de los acreedores eran muy disímiles. Los posicionamientos y acciones que llevaron adelante los grupos de acreedores fueron diversos, y las demandas judiciales también estaban dispersas en diferentes plazas. Además, como en el caso italiano, la demanda de responsabilidad estaba dividida entre bancos y el Estado argentino, por lo que la presión no mellaba demasiado en la posición del gobierno. Sin embargo, el gobierno cedió en su propuesta, y desembolsó año a año lo prometido, incluso los bonos PBI que resultaron un lastre para el crecimiento. La reapertura en 2010 demuestra que el negocio de la deuda argentina significó un beneficio para los acreedores que accedieron, incluso asumiendo la “quita”.

2. Renegociación del 2020

a. Condiciones de toma de deuda

El segundo caso en el que analizaremos las estrategias de los acreedores privados es la renegociación llevada adelante en 2020. Pero antes de llegar a eso, debemos explicar el ciclo de endeudamiento previo en el cual se emitieron los bonos que luego ingresaron en el canje. Este segundo ciclo de endeudamiento guarda muchas similitudes con los ciclos de endeudamiento externos explicados en la primera sección del capítulo, sin embargo son sus características particulares, dadas por el contexto económico mundial, las transformaciones del mercado financiero internacional y el carácter particular del sector que lo llevó adelante; donde centraremos nuestra atención. Estas características particulares del ciclo de endeudamiento explicarán las nuevas estrategias llevadas adelante por acreedores privados que, si bien muchos nombres se repiten, fueron diferentes en su organización y procedencia. El nuevo ciclo de endeudamiento externo tuvo su inicio con la gestión de la coalición política nacional Cambiemos, que asumió en el año 2015. Hacía años que el país se encontraba fuera de los mercados internacionales de deuda y en default selectivo, y una de las propuestas anunciadas en la plataforma de Cambiemos era tomar préstamos de organismos internacionales para realizar inversiones en infraestructura (Brenta, 2017). Para garantizar el reingreso del país al mercado financiero era preciso resolver el litigio con los fondos buitres,

acción que realizó poco después de asumir, y permitió volver a utilizar el mecanismo de colocación de bonos para financiar déficits fiscales, aunque también para financiar la fuga de capitales que se sostuvo en el periodo (Cantamutto; Nemiña, 2018).

La nueva coalición en gobierno justificaba su plan de gobierno con ideas impulsadas desde los centros mundiales del capitalismo financiero. Por un lado, el gasto en infraestructura tomaba un papel fundamental en su idea de “desarrollo” (Brenta, 2017). Según la lógica que propugnaban, los países periféricos como la Argentina debían integrarse en las cadenas globales de producción mediante inversión en infraestructura. Entendiendo que nuestro país no contaba con el capital necesario para estas inversiones, era preciso tomar deuda en el mercado internacional.¹⁶

Por otro lado, la coalición Cambiemos abandonaba en su gestión las ideas de regulación e intervención del Estado en la economía que habían marcado la etapa previa, tomando una serie de medidas para permitir la apertura comercial y la libre movilidad de capitales - eliminación de controles a las importaciones y eliminación de las retenciones, liberación del tipo de cambio y eliminación de los topes de compra de moneda extranjera, liberación de las tasas de interés y comisiones inmobiliarias, entre otras (Vanoli y Cibilis, 2018)-. Así, librado al juego de la oferta y la demanda, se delegó la regulación económica en las corporaciones oligopólicas,¹⁷ que son las que tienen real incidencia en las variables del mercado- no así nuestro país ni la sociedad argentina (Basualdo, 2017)-.

La toma de las riendas del gobierno por parte las corporaciones también puede identificarse en el carácter social de los funcionarios que pasaron por la gestión, que no sólo provenían de corporaciones extranjeras no industriales de lo más diversas, sino que se formaron en centros de ideas nacidos y consolidados durante el primer periodo de valorización financiera en la Argentina, explicado en el anterior apartado (Cantamutto y Nemiña, 2018). El capital financiero internacional tomó la conducción de la política económica en este segundo periodo de valorización financiera, en lugar de los grupos económicos locales que lo hicieron en el primer período, sin embargo las políticas no tuvieron diferencias importantes más allá del grupo que conducía.

Referentes de la coalición que ganó en 2015 habían mantenido reuniones con los fondos buitres previo a las elecciones, intercambiando apoyo para ganar la presidencia por la promesa de un acuerdo (Musacchio, 2020). En las primeras semanas del 2015 luego de asumir, se

¹⁶ Esta política de endeudamiento era impulsada por instituciones multilaterales como el FMI, el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo, entre otras (Brenta, 2017; 2022), quienes dispusieron solidariamente de los fondos para dichos “acuerdos”, para los que el país debía aceptar sus condicionalidades y monitoreo.

¹⁷ Representantes directos e indirectos de estas corporaciones desfilaron por nuestro país en diversos foros internacionales de negocios, así como en la 11° reunión Ministerial de la Organización Mundial del Comercio en 2017 y el encuentro del G20 en 2018 (Cantamutto, 2021).

canjearon letras intransferibles en poder del BCRA por bonos para poder venderlas a cambio de divisas, con la que se negoció con estos fondos y se sostuvo la eliminación del control cambiario (Brenta, 2022). Aprobada en el congreso la ley de Normalización de la deuda pública y de recuperación del crédito- que derogó la ley Cerrojo y la de Pago Soberano- se cerró el acuerdo con los cuatro demandantes principales: NML, de Elliot Management; Aurelius Capital; Dadivon Kempner y Bracebridge Capital, y también con 50.000 bonistas italianos liderados por Nicolas Stock en la Task Force Argentina. Este acuerdo implicó la emisión de bonos por 16.500 millones de dólares, a una tasa de interés promedio del 7%, tasa muy superior a la vigente en el mercado (Nemiña, 2018).¹⁸

Con el acceso de nuestro país al mercado de capitales internacional, el año 2016 fue testigo del inicio de un nuevo ciclo de endeudamiento externo. Ganó preeminencia la emisión de títulos, que recordemos que implican una mayor circulación secundaria, multiplican acreedores y tienen una enorme volatilidad (Cantamutto y Nemiña, 2018). Ese primer año se colocó deuda interna y externa, sobresaliendo bonos en dólares con tasas de interés del 7% y 8% anual respectivamente, como ya se dijo siendo muy superiores a las tasas vigentes en el mercado internacional (Brenta, 2022), que en su mayoría se utilizó para abonar vencimientos con otros organismos o intereses de otros bonos, lejos de las inversiones en proyectos productivos o infraestructura. El año siguiente se eliminaron todas las restricciones al ingreso y salida de capitales, y con esta “hazaña” se logró que los bonos argentinos se incluyan en los índices del JP Morgan, lo que implicó mayor visibilidad para inversores en todo el mundo.¹⁹ De esta manera, Argentina se encontraba inmersa en las aguas del mercado global de capitales financieros.

Así a lo largo del 2017 se emitieron diversos bonos en dólares como así también bonos en francos suizos y euros, también usados para cancelar capital e intereses de deudas anteriores. En 2018 se colocó deuda en bonos en dólares con plazos de cinco, diez y treinta años, conjuntamente con emisión de títulos y otros bonos internos y externos, hasta mitad de año que la crisis se agudizó y el país ya no emitió más deuda en bonos (Brenta, 2022).

Merecen mención especial dos mecanismos de endeudamiento en este corto periodo, uno llamativo por lo retorcido y otro por lo insólito.

¹⁸ No fue este sin embargo el único acuerdo desfavorable para el país. Volviendo al año 2014, cuando el debate nacional e internacional se centraba en la Argentina contra los fondos buitres, algunos gobiernos europeos condenaron el comportamiento de estos fondos. Así, para intentar capitalizar esa buena voluntad y generar alianzas con centros de poder, se logró un acuerdo muy desfavorable para el país con los miembros del Club de París, haciendo que los grandes ganadores (ya que salieron sin grandes pérdidas) luego del default fueran los fondos buitres, el Club de París, el FMI y el Banco Mundial (Musacchio, 2020).

¹⁹ Los índices de esta institución son referencia mundial para inversores internacionales, sobre todo para aquellos interesados en incluir papeles con alto riesgo, y por consiguiente alta ganancia, como suelen ser los bonos de países emergentes (Brenta, 2017).

A finales de 2016, el Congreso aprobó el régimen de los proyectos de Participación Público-Privada -en adelante PPP- (Ley 27328 en boletín oficial). Este régimen instrumentó contratos en el que el sector privado financia y construye obras de infraestructura, y el sector público garantiza los ingresos y la recuperación del capital luego de cierto plazo. Si bien genera un pasivo para el Estado, este no figura en las cuentas y el gasto de la obra desaparece del monitoreo de endeudamiento. El monto que el gobierno anunció que proyectaba asignar entre 2018 y 2022 supera largamente el monto adeudado con organismos internacionales en conjunto en más de 2 años (Brenta, 2022). Así se legaliza un mecanismo que no genera rédito para las cuentas públicas, endeuda en pos de construcciones - que quedará para otra investigación lo cercano de su monitoreo por parte de los entes públicos-, y garantiza el ingreso de contratistas internacionales en el país.

La segunda mención especial se la lleva la colocación del BIRAD 2117 (República Argentina, 19 de junio 2018). Entre denuncias judiciales y escándalo mediático, con 100 años de plazo, bajo ley extranjera y con tasa del 7,125%, la insólita colocación fue tomada en gran parte por el fondo Noctua Asset Management LLC. Dicho fondo se encuentra radicado en una guarida fiscal y es asociado directamente al propio ministro que emitió BIRAD 2117 (Cantamutto, 2020). Las divisas que ingresaron por dicha colocación no sólo tardaron menos de un año en esfumarse en colocaciones no productivas, sino que garantizaron a un ente privado del cual el propio ministro formaba parte, ingresos desde las cuentas estatales por 100 años, con una tasa de interés usuraria. Un negocio redondo para todos los participantes menos para el país. ¿Hacia dónde fueron todos los capitales que ingresaron por las colocaciones de deuda? Existe un instrumento del Banco Central para absorber pesos llamado LEBAC- Letras del Banco Central-, que genera interés y se abona en moneda local. Recordemos que una de las modificaciones al sistema financiero que introdujo el gobierno fue la liberación de las tasas de interés locales. Durante el periodo las LEBAC mantuvieron una duración promedio de un mes y medio con una tasa de 44% anual (AGN, 2019). Estas altas tasas, sumado a la liberación del mercado cambiario, fortalecieron e hicieron altamente rentable el mecanismo de la “bicicleta financiera”, ya conocido en el anterior periodo de valorización financiera. Los capitales ingresaban al país dejando divisas por pesos, colocaban esos pesos en las altamente rentables LEBAC, para luego retirar su capital e intereses, comprar nuevamente divisas y fugarse del país, sin dejar ninguna inversión productiva en Argentina.

¿Por qué el Banco Central estaba tan interesado en absorber pesos emitiendo LEBAC? Porque en la ortodoxia económica en la que se basaba el plan de gobierno, la inflación sólo es generada por emisión monetaria y mucho dinero en circulación, por lo que eliminar pesos del mercado monetario sería la solución a la inflación. Sin embargo esta teoría se mostró errada, ya que la liberación del comercio y las tasas de interés, junto con el aumento de las

tarifas y otros factores, impusieron altos niveles de inflación sin que la nula emisión ni el control monetario pudiera detenerlo.

¿Entonces para qué se utilizaron las divisas que ingresaron al país atraídas por las altas tasas de interés? Primero es necesario señalar que el endeudamiento se convirtió en el mecanismo por excelencia en el periodo para la obtención de moneda fuerte, ya que se habían eliminado las retenciones a la exportación y otros mecanismos de captación de los dólares necesarios para que el circuito económico argentino funcione.

Si bien una parte fue destinada a financiar las compras al exterior -la importación entre 2015 y 2017 de bienes de consumo creció más del 30% (Cantamutto, 2020)- y el turismo en el extranjero, el principal destino fue el atesoramiento (BCRA, 2020). La inversión bruta fija cayó, y durante esos años los pagos a los organismos internacionales igualaron sus desembolsos (Brenta, 2017), por lo que es evidente que su uso fue mayoritariamente en proyectos improductivos, como la fuga de capitales y la remisión de utilidades del capital extranjero al exterior (Basualdo, 2017), sumado a que la mediana burguesía argentina demandaba divisas para resguardar sus ahorros en el exterior, dado el contexto de alta inflación.

Entre 2016 y 2018 el país se posicionó como el principal colocador mundial de títulos soberanos en mercados internacionales según el informe del BCRA (2020), garantizando enormes rendimientos para la práctica de la bicicleta financiera. Sólo podía contener la fuga de divisas mediante la intensificación de la bicicleta vía aumento de las tasas de interés. En los meses que el BCRA redujo las tasas de interés se ubicaron los picos de fuga de capitales (Brenta, 2022). Incrementar las tasas de interés es una estrategia peligrosa, porque incrementa la deuda del Banco Central, genera una potencial demanda de divisas insostenible antes una modificación del tipo de cambio, y no puede mantenerse a largo plazo debido a que no genera valor real, y en el país no se estaba generando proyectos productivos que pudieran garantizar ingresos para sostener esas altas tasas.

Finalmente en abril de 2018 se cortó el mecanismo de valorización financiera de corto plazo, los capitales huyeron del país por lo que la demanda de divisas generó una corrida que se llevó la estabilidad cambiaria, 13.000 millones de dólares en reservas y el éxito del plan económico del gobierno (Brenta, 2022).²⁰

Lejos de considerar que se había llegado demasiado lejos con la lógica de valorización financiera, el gobierno redobló la apuesta y obtuvo un acuerdo stand by con el FMI por 56,3 millones de dólares a liquidarse según proyecciones y evaluaciones del fondo. Así el gobierno

²⁰ El tipo de cambio subía sin control llegando a una depreciación del 40% (Cantamutto y Nemiña, 2018), la compra de divisas menguaba las reservas en un desesperado intento de contener la corrida. Se reemplazó las LEBAC por las LELIQ, de menor duración y casi duplicando la tasa de interés, pero no pudieron contener la crisis y sobrecargaron las presiones de deuda interna (Brenta, 2022). Los mercados voluntarios internacionales estaban saturados de deuda argentina, por lo que las colocaciones no eran ya una opción para captar divisas.

obtuvo los recursos necesarios para financiarse durante el resto del mandato (FMI comunicado de prensa 18/216, 2018).²¹

El préstamo sin embargo no pudo frenar la corrida cambiaria. Financió su continuidad, lo que contraviene el artículo VI del convenio Constitutivo del FMI (Cantamutto, 2020), hasta que el gobierno se vio obligado a reinstaurar en 2019 los controles cambiarios que había eliminado al iniciar su mandato (Nemiña y Val, 2019). Según el informe del Banco Central (2020), los desembolsos del periodo igualaron la formación de activos externos, una clara señal de fuga de capitales.

El acuerdo con el Fondo, como en ocasiones anteriores, implicaba exigencias y llevar adelante un programa de sostenibilidad a medida del organismo. Se logró ajustar la cuenta corriente, pero no debido a la detención de la corrida sino al desplome de las importaciones que produjo el enfriamiento de la actividad: el país se encontraba en una profunda recesión, producto del efecto combinado de la devaluación, la caída del salario real y la alta tasa de interés que desincentiva la inversión productiva (Cantamutto y Nemiña, 2019). Luego de la primera revisión se indicó que el país debía profundizar el ajuste fiscal para reducir el déficit, y en el mismo sentido el Fondo agregó 7.000 millones de dólares de financiamiento y adelantó desembolsos para cubrir las obligaciones externas hasta final del 2019 (FMI, 2018). Con el programa trianual adelantado en el primer año, se generó una sobrecarga de vencimientos en 2022 y 2023, que ya podían preverse como impagables (Cantamutto, 2020).

Luego de las elecciones primarias de 2019, la dinámica de la crisis financiera y cambiaria se aceleró llevándose otro ministro de Hacienda- el tercero en la gestión Cambiemos- y obligando al ingreso del país al default. Si bien no se lo declaró como default oficialmente, fue una dilación expresa de los compromisos de pago, no se pagó vencimientos cuando se debía hacerlo. La maniobra se llamó “reperfilamiento” (Decreto 596/2019), y para las agencias calificadoras de riesgo el país ingresaba en un “default selectivo” (Cantamutto, 2020). Esta maniobra incluía la deuda denominada en pesos de corto plazo con tenedores institucionales. Por primera vez en la historia de la Argentina, un gobierno no pudo pagar la deuda tomada por él mismo. Sin embargo, la reestructuración sería problema del siguiente gobierno electo. En este ciclo de endeudamiento externo acelerado de cuatro años la deuda aumentó un 97%, representando a fin del 2019 el 89,4% del PBI (BCRA, 2020). Superaba largamente lo considerado crítico en países emergentes para diferentes organismos internacionales, y

²¹ El acuerdo fue histórico en la memoria del Fondo, ya que otorgó un acceso excepcional equivalente al 1.110% de la cuota argentina, tratándose del mayor desembolso de su historia ya que destina la mitad de sus recursos prestables a un sólo país (Cantamutto y Nemiña, 2018), lo que demuestra un gran respaldo al gobierno por parte de los grandes capitales internacionales y de los países que ostentan más poder de voto dentro del organismo como Estados Unidos y los países del G7 (Brenta, 2022).

duplica la llamada tolerancia de deuda de un país (Brenta, 2022). La era Cambiemos fugó 88.371 millones de dólares, lo que representaba en 2020 casi el doble de las reservas del BCRA (BCRA, 2020).

b. Momento del canje

A finales de 2019 asumió la coalición política Frente de Todos, con un país con altísimos niveles de pobreza, desempleo e inflación; y grandes vencimientos de deuda en el corto plazo de tiempo. En los primeros tres años de gestión, de cumplir con lo pactado, debía cubrir vencimientos por más de la mitad del PBI del país, con más del 70% valuado en moneda extranjera, y casi la mitad bajo legislación extranjera (Brenta, 2022).

Del lado acreedor, diferentes autores (Nemiña y Val, 2019; Brenta, 2022; Cantamutto, 2020) identificaron que se trató de una contraparte negociadora mucho más homogénea que en la experiencia post 2001 en cuanto eran en su mayoría fondos de inversión, y también más centralizada geográficamente, ya que en su mayoría operan desde Estados Unidos. Esto hace, por un lado, que la comunicación sea más fluida ya que está el interlocutor mejor identificado, pero a la vez genera la complejidad de que sea un interlocutor especializado en el tema, con la posibilidad de manejar grandes niveles de activos y con asesoramiento legal desde el corazón del imperio.

Se identificaron rápidamente tres grandes grupos de tenedores de bonos:

- Grupo Ad Hoc de Bonistas Argentinos (Ad Hoc Argentine Bondholder Group-AHBG): Liderado por el gigante Black Rock, quienes tomaron el papel más confrontativo.
- Comité de Acreedores de Argentina (Argentina Creditor Committee-ACC): Liderado en un primer momento por Greylock Capital y Fintech Advisory, que ya habían participado en el canje de 2005 y 2010 con una posición más dialoguista y flexible. Avanzada la negociación, dejaron el grupo y pasó a estar liderado por Grantham Mayo Van Otterloo, que se plegó más a las posiciones del AHBG.
- Grupo de Bonistas del Canje (Exchange Bondholder Group-EBG) que contaba con viejos conocidos del país como HBK Investments y Monarch Alternative Capital LP, entre otros, que habían participado y aceptado canjes en 2005 y 2010, en la causa con los fondos buitres había apelado en favor de la Argentina (Canje: bonistas avalan apelación, 21/02/2014), por lo que se esperaba que mostrara posiciones menos duras también en esta ocasión.

Estos fondos decían concentrar más del 30% de los títulos plausibles de canje, lo que es relevante porque podrían bloquear las Cláusulas de Acción Colectiva, explicadas en el apartado anterior. Los bonos emitidos antes del 2016 requerían aceptación del 85% del total

y al menos el 66% de cada serie, mientras que los emitidos desde 2016 admitían aceptación del 66% total y el 50% de cada serie para activar su funcionamiento (Cantamutto, 2020).

¿Dónde estaba todo el resto de los títulos, quien los poseía? Como advierte la prensa (Spaltro, 23/07/2020) “no era identificable para el gobierno”. Esto es interesante, ya que existe un universo muy grande de acreedores anónimos, que sólo se darían a conocer una vez lanzada la propuesta de canje, aunque presumiblemente se plegarían a las decisiones de los grandes grupos organizados.

Un elemento interesante a señalar, que será desarrollado en el siguiente apartado, es la posibilidad de influencia en este universo de acreedores privados no identificados de parte del grupo BlackRock, de posiciones más duras con respecto a quitas en el canje. Black Rock cuenta con un sistema de big data de análisis de inversiones llamado Aladdin, que fue conectado a Buenos Aires varias veces durante las negociaciones, y sus resultados distribuidos entre todos los bonistas para alimentar las posiciones de rechazo a las sucesivas propuestas (Larry Fink, CEO de BlackRock, el inevitable socio del país y la llave para un acuerdo final, 18/06/2020). La inserción y especialización de los fondos de inversión más grandes como es Black Rock, tiene una fuerza en la negociación que trasciende sus tenencias de activos, e interpela a sus pares acreedores para plegarse a sus posiciones y recomendaciones.

El nuevo gobierno electo marcó al asumir la centralidad que tendría en su gestión el tratamiento de los pagos de deuda externa. El ministro de Economía, Martín Guzmán, en diciembre del 2019 en un discurso público invitó a los acreedores a iniciar conversaciones para adecuar la deuda, con clara voluntad de pago (Brenta, 2022).

Para entonces, la necesidad de reestructuración era un acuerdo general en el mercado de capitales internacional (Mander, 10/05/2020) y el FMI (FMI, 2020). En la visión del gobierno, y más específicamente del ministro, la sostenibilidad de la deuda era un elemento central porque permite mantener la cadena de pagos,²² sostuvo que incluso es defender los intereses de los acreedores consensuar quitas que permitan al país crecer y desarrollarse, ya que de no hacerlo la posibilidad del default es cierta, y llevando adelante una reestructuración acorde a las posibilidades de crecimiento los pagos pueden mantenerse en el tiempo (Cantamutto, 2020).

En los primeros meses del 2020 el presidente hizo una gira en Europa, donde se reunió con diferentes mandatarios para buscar su apoyo en la renegociación, que consiguió de manera unánime. También lo consiguió del Papa Francisco. Con el apoyo público de Alemania, China,

²² Para ocuparse del proceso y cubrir todos los frentes (ya que los bonos eran diversos) se creó la Unidad de Gestión de la Sostenibilidad de la Deuda Externa en la Secretaría de Finanzas, lo que también es muestra de la centralidad que tenía la reestructuración en el plan del gobierno (Brenta, 2022).

España, Estados Unidos,²³ Francia, Italia y Japón, entre otros, conseguía además el favor del Club de París que componen estos países, que son también los principales accionistas del FMI y el Banco Mundial (Rudman, 29/01/2020).

El ministro de Economía viajó a Nueva York en febrero del 2020 para reunirse con representantes de acreedores, no a presentar una propuesta sino a mostrar lineamientos generales de la política económica que encararía el nuevo gobierno -ya con aval del FMI (Guzmán en Wall St., duro con acreedores, 26/02/2020)-, y dejar firme y clara la voluntad de pago²⁴ y la necesidad de una renegociación que despejara el horizonte de corto plazo de vencimientos que ya eran claramente insostenibles.

Ese mismo febrero vencían intereses de deuda externa en pesos a niveles preocupantes, por lo que esa fue la primera experiencia de renegociación. Se ofreció un canje por bonos con intereses que vencerían al año siguiente, intentando despejar el horizonte de vencimientos. Si bien los bonos estaban en pesos y bajo legislación argentina, se estimaba que el 60% estaba en manos de fondos de inversión internacionales (Yosovitch, 03/02/2020). El canje fue un éxito con amplia aceptación (BCRA, 2020a), pero lo que pudo ser un éxito para mostrar por parte del gobierno, sobre todo teniendo en cuenta que aceptaron el canje fondos de inversión que además tenían bonos argentinos en dólares en sus carteras, se diluyó al suceder el mismo día que el gobierno anunció medidas con respecto a la pandemia de COVID 19 (Politti, 02/04/2020).

El 11 de marzo de la Organización Mundial de la Salud- OMS- declaró el brote del nuevo coronavirus como una pandemia, y el tablero de juego cambió. Mediante el Decreto 875/2020 el gobierno de la nación anunció el Aislamiento Social Preventivo y Obligatorio, y las fronteras del país permanecieron cerradas casi totalmente, por lo que la economía se enfrió. El Fondo Monetario Internacional en abril preveía una caída del PBI argentino de 5,7% (FMI, 2020), la tercera contracción más pronunciada de la región, tras Venezuela y Ecuador (Iglesial, 13/04/2020), por lo que las filminas de crecimiento que se mostraron en las reuniones con acreedores en febrero ya no reflejaban las posibilidades reales de pago del país. Debía aumentarse el gasto público para atender la emergencia sanitaria, lo que generó una serie de

²³ En enero de 2020 el presidente viajó a Israel en un claro gesto geopolítico hacia el país del que provenían la mayoría de los tenedores de títulos públicos, Estados Unidos. Avanzada la negociación el canciller argentino recibió apoyo del gobierno estadounidense, pero no directamente del presidente. Sin embargo, era claro que el posicionamiento del poder político y judicial de Estados Unidos sería muy influyente para los resultados de la negociación.

²⁴ Llevaba bajo del brazo la recientemente aprobada ley de restauración de la sostenibilidad de la deuda pública externa (N° 27.544), que le daba facultades para negociar y decidir respecto a la deuda externa, con el aval de todo el arco político del país con excepción de la izquierda trotskista (Cantamutto, 2020).

movimientos internacionales en torno a temáticas relacionadas al endeudamiento y la utilización de los fondos públicos de los Estados.²⁵

Así, se incentivaba un clima de opinión a favor de una reestructuración solidaria con el país. Sin embargo y en dirección contraria, la pandemia también generó una huida de los activos de riesgo por parte de los inversores y aumentó el indicador de riesgo país por sobre los 3000 puntos (Brenta, 2022). Entre los acreedores más duros podía llevarse adelante una estrategia de bloqueo de series de papeles de deuda mediante su compra en mercados secundarios, ya que las paridades de títulos de moneda extranjera estaban por debajo del 40%. Era una posibilidad latente adquirir bonos de una serie a tan bajo precio y bloquear el éxito de la negociación al impedir la aplicación de CAC's (Cohen, 12/03/2020).

Finalmente, por videollamada, con distanciamiento, barbijo y protocolos, se dio a conocer la primera propuesta formal. El 16 de abril de 2020 se delinearon los primeros rasgos para complementarse al día siguiente con un comunicado de prensa más extenso, y el 22 del mismo mes se presentó la propuesta en la SEC- Securities and Exchange Commission- que es el organismo regulador de los Estados Unidos (OPC, 2020).

La propuesta daba un periodo de gracia de dos años y medio para el pago de intereses y amortizaciones, reducía los intereses un 60%, casi no tocaba el capital, daba un menú de opciones de bonos elegibles, sujetaba todos los bonos a la ley de Nueva York con cláusula RUFO por cinco años, y no contabilizaba los intereses corridos desde el último pago (Nemiña y Val, 2019). El valor de la oferta significaba entre 39 y 44 dólares por cada 100, más de lo que había empezado a trascender entre los operadores de mercado, y para quienes ingresaran al canje primero existían beneficios como elegir los bonos a comprar con prioridad, mientras que los que no lo hicieran serían arrastrados por el resto (República Argentina, 17 de abril 2020).

La reacción de los acreedores fue de inmediato rechazo, pero la clara voluntad de diálogo del gobierno permitió continuar las rondas de negociación. Los mercados también respondieron positivamente aumentando la cotización de los bonos en mercados secundarios, y además descendió el riesgo país (Leiva, 17/04/2020) que puede leerse como un indicador de confianza en el país.

²⁵ Por un lado aumentó a niveles sin precedentes las solicitudes de asistencia del FMI, y al mismo tiempo numerosos referentes políticos de diferentes países por iniciativa del Centro Estratégico Latinoamericano de Geopolítica (CELAG) llamaron a los organismos internacionales de crédito a condonar la deuda de los países América Latina, y a los acreedores privados a aceptar reestructuraciones con un periodo de gracia de al menos dos años (Piden la condonación de la deuda externa de todos los países de América Latina, 28/03/2020). En el mismo sentido, el G20 ofreció congelar los pagos de deuda de los 70 países más pobres, e invitó a los acreedores privados a hacer lo mismo, aunque no era claro si Argentina, caracterizado con ingresos medios, era merecedor de tal perdón (Coronavirus: el G20 acuerda suspender la deuda de países más pobres hasta fin de año, 05/05/2020).

El gobierno inició una estrategia conocida como Pac-Man en cuanto a las series de bonos, acomodando y recategorizando en función de las aceptaciones para intentar forzar la aplicación de cláusulas de Acción Colectiva, lo que fue denunciado por los grandes inversores institucionales como una acción de mala fe (Nemiña y Val, 2019). La fecha estipulada para cerrar el acuerdo se prorrogó del 8 al 22 de mayo, para continuar los diálogos aunque sin éxito.

Esta fecha límite coincide con el límite del periodo de gracia otorgado al pago de los cupones de interés de los bonos BIRAD 2021, 2026 y 2024, bonos que están contemplados en el universo del canje y cuyo pago fue incumplido el 22 de abril, ingresando de esa manera en default (OPC, 2020).

Faltando pocos días para el vencimiento del plazo los tres grupos de acreedores- AHBG, BG y ExBG- presentaron una contrapropuesta con menor quita de capital, mayores cupones de intereses, menor periodo de gracia y el pago de los cupones de intereses vencidos y devengados en efectivo (República Argentina, 17 de junio de 2020). Llevaron el valor promedio entre 61 y 63 dolares por cada 100, y a finales de mes el gobierno presentó una nueva propuesta revisada (Brenta, 2022).

Sin embargo durante junio siguieron las negociaciones, los plazos de vencimiento del canje fueron extendiéndose mientras el gobierno garantizaba que mejoraría la oferta (Spaltro, 12/06/2020).

Los primeros días de julio mediante un comunicado de prensa (República Argentina, 17 de agosto 2020), dando cuenta de las numerosas reuniones con acreedores y sus asesores, el gobierno extendió el vencimiento hasta el 4 de agosto y propuso en contraposición al pago en efectivo de cupones de la contrapropuesta, el reconocimiento de estos montos mediante la entrega de un nuevo bono en dólares. Al mismo tiempo, reducía las quitas de capital, adelantaba el devengamiento de intereses, y determinaba un umbral mínimo de aceptación para aliviar las tensiones por la estrategia Pac Man (Brenta, 2022). Como medida complementaria, el gobierno envió al Congreso Nacional una ley para reestructurar la deuda pública emitida bajo legislación local, atando el canje a los acuerdos que se logren con el tramo bajo ley extranjera, igualando así las ofertas y dando seguridad de cobro.

La respuesta de los acreedores llegó de manera unánime a finales de julio, rechazándola y constituyendo un comité unificado de los tres grupos y lanzando otra contrapropuesta con un valor de los bonos de 56,5 dolares por cada 100 (Franco, 09/07/2020).

Allí comenzó a negociarse con datos más minuciosos, y a pesar más las presiones políticas que los acuerdos económicos, ya que la propuesta y contrapropuesta estaban muy cercanas en términos de quita, intereses, plazos y valor presente neto. Algunos trascendidos indicaban que los fondos más duros pretendían que los títulos no tuvieran CAC (Zicari, 06/07/2020), mientras que el ministro de Economía sentenciaba que ya no había margen para negociar,

que era todo lo que el país podía aceptar (Guzmán dio por cerrada la oferta a acreedores: "Hicimos nuestro máximo esfuerzo", 08/07/2020). La titular del Fondo Monetario Internacional respaldó la propuesta del gobierno y llamó a acordar (Franco, 08/07/2020), y numerosos economistas y académicos hicieron lo mismo denunciando de ilegítimo el pedido de eliminar las CAC por arreglos más antiguos (República Argentina, 6 de mayo 2020).

Las negociaciones siguieron, y el gobierno deslizó una propuesta donde la aplicación de las RUFO, anteriormente restringida a los bonos de los canjes de 2005 y 2010, se hizo extensiva a los bonistas con activos emitidos desde 2016 (Burgueño, 14/07/2020), lo que acercó las posiciones. A finales de julio los grupos de bonistas mayoritarios lanzaron un canje con un valor presente neto de 56,5 dólares por cada 100, apenas 3 dólares por encima de la propuesta argentina (Bonelli, 27/07/2020), por lo que parecía probable que se llegara un acuerdo cuando la distancia entre ofertas no era significativa.

Es interesante remarcar el país se encontraba en default, ya que desde mayo no se abonaban vencimientos, pero al mantener los canales de comunicación abiertos e ir cediendo posición ante las demandas del lado acreedor, ningún fondo de inversión o tenedor individual inició procesos de aceleración de pagos mediante demandas judiciales, lo que era un buen presagio para la aceptación del canje. Además, en términos formales el gobierno se comportó en "buena fe", ya que cada propuesta fue presentada ante las autoridades bursátiles de Estados Unidos, así como los juzgados intervinientes (Cantamutto, 2020).

En la madrugada del 4 de agosto el gobierno mediante un comunicado en la página web oficial anunció que se había llegado a un acuerdo con los tres grupos más importantes (República Argentina, 31 de agosto 2020). El valor presente neto se fijó en 54,8 dólares por cada 100 de valor nominal original. También se avanzó en otras concesiones, se adelantó la madurez de los nuevos bonos, los cupones, el cobro de los intereses impagos y se agregaron amortizaciones (Brenta, 2022). En cuanto a lo legal, se permitió mantener a los bonos del 2005 su *indure*, que significa sus cláusulas legales, a pesar que internacionalmente se recomienda actualizar el *indure* junto con el canje (Nemiña y Val, 2019).

Finalmente, a pesar de la situación de pandemia y los apoyos internacionales recibidos, incluso del FMI, el reparto de pérdidas resultó más favorable para los acreedores. Respecto de su primera contrapropuesta, los acreedores del conjunto cedieron un 11%; mientras que el país lo hizo en un 37% (Cantamutto, 2020). Según el informe publicado por el Instituto de Estudios Fiscales y Económicos, el alivio se concentró en el periodo 2020-2023, mientras que a partir de 2029, se pasa a pagar más de lo vigente (IEFE, 2020).

El 31 de agosto se anunciaron los resultados del canje con legislación extranjera. Se logró una adhesión del 93,55%, lo que activó holgadamente las Cláusulas de Acción Colectiva y permitió llevar el porcentaje de aceptación al 99%, siendo el canje un rotundo éxito (República Argentina, 31 de agosto de 2020). Algunos días después se anunció el resultado del canje de

títulos públicos en dólares bajo legislación argentina, que también tuvo un amplio apoyo llegando a canjear el 98,9% por nuevos bonos en dólares y anexos bonos ajustables por inflación (OPC, 2020). Como resultado de ambos canjes, para el periodo 2020-2024 la carga se redujo en unos USD 55.500 millones.

Recapitulando lo planteado en este apartado, podemos señalar en primer lugar que el canje no implicó una quita significativa, pero sí permitió tener un horizonte despejado de vencimientos para todo el mandato y hacer frente a otras urgencias en esos primeros años post canje. El problema de la insostenibilidad se “pateó” para el futuro - un futuro muy cercano-. En cuanto a los acreedores, lo que caracterizó la negociación fue una concentración de tenencias en tres grupos estadounidenses mayoritariamente, y otro universo anónimo que de alguna manera delegó la negociación en los grandes inversores con experiencia y recursos para la tarea de conseguir el acuerdo más favorable, es decir con la menor quita posible. Los posicionamientos de cada grupo tendieron a ser muy similares y actuar en conjunto la mayoría de las veces, con diferencias sutiles y casi irrelevantes para el accionar coordinado frente al Estado argentino. No se avanzó en demandas judiciales, a pesar que en el proceso de negociación se ingresó en default de algunas series. El recuerdo del litigio con los fondos buitres estaba fresco, por lo que no era necesario demandar para demostrar que se podía ganar en caso de llegar a esa instancia judicial en tribunales estadounidenses. A pesar de la pandemia de COVID 19 y los diversos llamados de instituciones internacionales respecto de la necesidad de un canje solidario con el país, el país fue quien más cedió en su determinación, cerrando un canje que significó más una dilación de pagos que una quita relevante para el alivio de las cuentas nacionales.



Capítulo 3

Estrategias frente al Estado Soberano

Capítulo 3

Estrategias Frente al Estado Soberano

1. Posiciones más y menos conflictivas: Holdin y holdouts

Tanto la participación en el canje como la participación en agrupaciones de acreedores es voluntaria. Un acreedor puede presentarse a negociar, hacer públicas sus opiniones y agruparse, pero no es un recorrido obligatorio, y muchos pequeños y grandes acreedores optan por no intervenir opinando sobre la propuesta del gobierno ni presentando una contrapropuesta, esperan a la apertura del canje y allí deciden si las condiciones le son o no convenientes para sus intereses. Quienes sí intervienen en el canje pueden tomar posiciones más o menos cooperativas o conflictivas, en este apartado rastreamos las condiciones que llevan a los distintos acreedores que se presentan a negociar a tomar alguna de estas posiciones independientemente de la oferta del gobierno.

En 2005 quienes presentaron las condiciones más confrontativas fueron las asociaciones de tenedores italianas en primer lugar, aunque también los fondos de inversión estadounidenses y las asociaciones argentinas. Por otro lado, los sectores que más rápidamente aceptaron acordar fueron las AFJP y los tenedores minoristas europeos- excepto los italianos- y asiáticos. Más del 90% de los tenedores de bonos estaban identificados, ya sea como agrupaciones, fondos de inversión o bancos intermediarios.

En el año 2010 los más cooperativos e impulsores del canje fueron fondos de inversión estadounidenses, y los más confrontativos fueron los fondos buitres que habían obtenido sus tenencias luego del primer canje.

En el año 2020 lo que primó fue el seguidismo, ya que sólo tres agrupaciones, poseedoras del 30% de los bonos a reestructurar, se acercaron a la mesa de negociación propuesta por el gobierno. Dentro de estas agrupaciones, la más confrontativa fue el grupo AHBA, liderado por BlackRock, mientras que la agrupación más cooperativa fue EBG.

Si bien las razones para adoptar posturas están interrelacionadas, dividiremos nuestro análisis en cuatro ejes: la situación en la que se encontraría el acreedor en caso de fracaso del canje, la responsabilidad que tiene el acreedor para con la estabilidad del mercado financiero, las disputas políticas al interior del agrupamiento, y los condicionamientos estructurales para presionar por una mejor oferta.

a. Qué pasa en situación de default

Las experiencias de 2005 y 2020 en este tema difieren por una situación fundamental: cuando los acreedores se sentaron a negociar en 2003, sus bonos se encontraban en default hacía casi tres años; mientras que en 2020 la mesa de negociación se planteó estando al día con los pagos, para caer en default selectivo con algunos vencimientos durante el proceso de negociación. Así, en 2005 no acordar implicaba continuar en la situación en la que ya se encontraban, que entendemos como “sostenible” ya que no implicó la caída de ningún fondo de inversión ni la bancarrota de ningún banco. En ese sentido, la pérdida ya estaba contabilizada y de haber sido catastrófica, ya habían pasado más de dos años para que se hiciera visible la catástrofe, que no sucedió para los acreedores. Dicho de otra manera, ningún acreedor institucional ni minorista estaba tan expuesto a sus inversiones argentinas como para que el default lo comprometiera en su normal funcionamiento.

Totalmente diferente fue la situación en 2020. En primer lugar, como ya se mencionó, cuando se planteó la mesa de negociación los bonos se estaban pagando regularmente, por lo que el default sería una situación nueva a la que debían enfrentarse los diferentes acreedores. Un punto en contra del acuerdo era que los bonos tenían baja incidencia en la cartera de estos fondos de inversión (Franco, 08/03/2020), por lo que la situación de default no les generaría grandes pérdidas contables. Sin embargo, la situación de la pandemia mundial de COVID 19 alentaba el acuerdo, ya que los bonos cotizaban muy bajo en el mercado, y un default podría bajar aún más su cotización, por lo que casi cualquier propuesta del gobierno era mejor que la cotización de mercado (Perischini, 31/03/2020). Por otro lado, la crisis internacional desencadenada por la pandemia generaba condiciones globales de estrés financiero para las carteras de los inversores, siendo la incertidumbre la palabra más utilizada por analistas (Politti, 02/04/2020), por lo que garantizarse pagos era un aliciente para aceptar el acuerdo en este marco.

Otro factor importante en 2020 producto de la crisis internacional por la pandemia, es que Argentina no era el único país que encontraba su capacidad de pago reducida. Muchos gobiernos se vieron obligados a aumentar sus partidas presupuestarias en salud y otras áreas para contrarrestar los efectos económicos, sociales y sanitarios del virus sus países, y en caso que decidiera seguir el ejemplo argentino de defaultear su deuda con acreedores privados el efecto contagio sería devastador para las carteras de estas instituciones de crédito. De esta manera, el efecto contagio era un aliciente para acordar, no por la relevancia de Argentina puntualmente en sus instituciones, sino porque una serie de default en cadena podría acercarlos a una situación de bancarrota (Politti, 02/04/2020).

b. Responsabilidad con el mercado financiero

En el año 2014 la Asamblea General de la ONU aprobó los nueve puntos básicos para guiar las reestructuraciones de deuda soberana, entre las que se encontraba la “buena fe” (Nemiña y Val, 2018), que implica accionar y acordar respetando el buen funcionamiento del mercado financiero, es decir mantener la cadena de pagos funcionando. Como evidenció el conflicto con los holdouts, hay acreedores cuyo funcionamiento no respeta las normas generales del mercado, pero son la excepción antes que la regla. Los fondos más importantes del mercado suponen un nivel de responsabilidad mayor, ya que pueden generar graves dificultades al mercado.

En la negociación finalizada en 2005, ningún acreedor era lo suficientemente mayoritario en sus acreencias para que su decisión genere incertidumbre en el mercado, por lo que acordar o no acordar era indiferente para los agentes ajenos a la negociación, y para los interesados no importaba más que para ellos mismos. En la negociación del 2020, participaban de la mesa grandes fondos de inversión. Uno de ellos, BlackRock, es el principal referente del mercado de capitales de Estados Unidos, con un capital sólo superado por el PBI de Estado Unidos y China. Además de ser importante en cuanto a capital, es un fondo sumamente influyente respecto a decisiones financieras y movimientos especulativos, por lo que su negativa a acordar podía implicar la caída del acuerdo, y activar el efecto contagio ya mencionado. Así, la posición que tomara esta institución y las agrupaciones en general estaba condicionada por su responsabilidad como organización para con el mercado financiero en general, ya que están en el centro de atención y son referencia a nivel internacional.

Analistas externos aseguraban que los fondos involucrados en la negociación no eran “buitres”, por lo que su estrategia no son los litigios judiciales, sino la rentabilidad sostenida (Franco, 09/07/2020), por lo que esta situación sumada a la responsabilidad anteriormente explicada eran alicientes para aceptar la oferta del gobierno.

Otro elemento a tener en cuenta es la responsabilidad de estos fondos para el mercado financiero interno de Argentina. BlackRock, por ejemplo, es accionista de multinacionales con presencia en nuestro país como Coca Cola, Bayer, Apple, Microsoft, y además es accionista de capitales nacionales como Mercado Libre, Grupo Galicia, Telecom y otras (Larry Fink, CEO de BlackRock, el inevitable socio del país y la llave para un acuerdo final, 18/06/2020). Por esto, empujar al país a niveles de pago insostenibles podría ser contraproducente para el mismo grupo acreedor. Por un lado, la desinversión en la economía real dañaría la rentabilidad de las empresas accionistas y en consecuencia sus propias acciones. Por otro lado, los problemas financieros que acarrea un país vetado de los mercados de capitales por una situación de default también impactaría de manera negativa también a sus acciones en el mercado de capitales. Además, en caso de acuerdo, el valor de las acciones en sus empresas aumenta tanto para BlackRock como para otros fondos, lo que acrecienta su patrimonio también (Politti, 02/04/2020).

Así, en 2020, a diferencia de 2005, los acreedores involucrados en la negociación tenían mayor responsabilidad estructural con sus posiciones, por lo que tenían más alicientes a aceptar dado que el rechazo a la propuesta impacta en muchos más sectores que únicamente sus carteras, y tienen el incentivo de garantizar la estabilidad del mercado financiero donde generan sus ganancias y beneficios.

c. Disputas políticas al interior de los agrupamientos

Agruparse y coordinar con otros acreedores no es una estrategia fácil ni exenta de costos, y muchas veces los costos de coordinación se ven acrecentados por disputas que exceden lo económico, y que condicionan los posicionamientos de los acreedores frente a la propuesta del gobierno.

Durante la primera negociación iniciada en 2003, los acreedores italianos, como ya se presentó en el capítulo anterior, se dividieron en un gran agrupamiento liderado por bancos italianos, y pequeños agrupamientos de tenedores minoristas. El grupo liderado por bancos, ATFA, junto con el ABC de Estado Unidos de tenedores institucionales y otros grupos de diferentes países formaron el Comité Global- GCAB- que buscó posicionarse como interlocutor privilegiado ante el gobierno argentino. Por otro lado, los tenedores minoristas formaron diversas agrupaciones representadas por abogados, que combinaban una estrategia confrontativa ante el gobierno argentino para mejorar la oferta con una estrategia confrontativa ante el ATFA y el gobierno italiano. Estos grupos de acreedores minoristas acusaban a los bancos de haber vendido bonos argentinos sin informar del alto riesgo que implicaban, y reclamaban al gobierno protección como consumidores para cobrar la mayor cantidad posible de sus acreencias. Así, estos grupos minoristas repartían la responsabilidad

entre el gobierno argentino, su propio gobierno y los bancos italianos. Su posición era muy agresiva, llegando a amenazar con embargo de cuentas argentinas en Italia (Deuda: gestión de Nielsen hoy en N. York para frenar más juicios, 12/09/2004), aunque también apuntaban hacia los bancos y su propio gobierno, llegando a proponer que el país pague el 35% de la deuda y los bancos italianos respondieran por otro 35% (Cerruti, 16/04/2004). Protagonizaron numerosas movilizaciones ante el congreso italiano, la embajada argentina y otros centros de poder político.

Ante las acusaciones de desinformación y estafa de los agrupamientos de tenedores minoristas, los bancos italianos que intervinieron en las operaciones de venta de los venenosos tango bonds y luego coordinaron con otros agrupamientos en el GCAB también tomaron una posición confrontativa ante el gobierno argentino. Si bien estos bancos no afrontaron ninguna pérdida, ya que habían sorteado el default mediante la venta de sus bonos en el mercado minorista, enfrentaron la presión interna de los agrupamientos minoristas. Al tratarse de bancos nacionales, debían proteger su reputación ante los ciudadanos y evitar litigios legales con sus clientes, para lo que movilizaron sus recursos privilegiados de negociación y adoptaron una posición dura ante el deudor soberano. Así, su posición confrontativa y agresiva no tenía como tarea principal mejorar la oferta para evitar pérdidas por la quita, sino a protegerse ante acusaciones nacionales.

En la negociación finalizada en 2020 se dio otro ejemplo de cómo las situaciones al interior de los agrupamientos condicionan los posicionamientos ante el soberano. También para proteger su reputación, independientemente de la pérdida patrimonial, los acreedores institucionales tomaron una posición de rechazo a las propuestas del gobierno que sin embargo no era demasiado confrontativa en cuanto a los términos en que fue planteada.

Para explicar esta afirmación debemos remontarnos menos de cuatro años en el tiempo, cuando el ciclo de endeudamiento impulsado por el régimen de valorización financiera acelerado que llevó adelante el gobierno de la Alianza Cambiemos estaba en su auge. Durante ese periodo numerosos fondos de inversión ingresaron al mercado de deuda argentina, comprando los bonos que se ofrecían a tasas de interés muy atractivas, que al mismo tiempo indican su riesgo. Fondos como Greylock llegaron incluso a recomendar la compra de los bonos argentinos (Canje de deuda: quiénes son y qué piensan los fondos más importantes con los que discute la Argentina, 11/05/2020) y respaldar las medidas de desregulación y altas tasas de interés de la gestión Cambiemos. Los fondos de inversión son manejados por expertos en finanzas, que toman decisiones siguiendo la mayor rentabilidad posible, y que responden a los accionistas que invierten confiando que se tomarán las mejores decisiones para su patrimonio. Así, mantener el valor de las carteras de los fondos es responsabilidad de los CEOs de estas instituciones, a sabiendas que en el mercado financiero el valor de los bonos fluctúan (Val, 2019). La crisis económica y cambiaria llegó al

país dos años después de la liberalización de los mercados financieros, y para todos los fondos era una preocupación explicar cómo una inversión de tan corto plazo altamente rentable tres o cuatro años después estaba en riesgo de caer en default. Para muchos de los fondos de inversión que se sentaron a negociar con el gobierno la reestructuración de sus acreencias, entre los que sobresale Black Rock (Politti, 02/04/2020), los bonos negociados fueron en su mayoría emitidos durante el gobierno de la alianza Cambiemos, y significaban montos importantes dentro de sus carteras. Así, un acuerdo que redujera el valor de los bonos era más fácil de explicar ante los accionistas que papeles incobrables, por lo que esta situación fue un aliciente para presentar un posicionamiento más cooperativo con el éxito del canje y la reestructuración de los bonos soberanos, donde los sucesivos rechazos y nuevas propuestas no planteaban situaciones irreconciliables con las invitaciones del Estado argentino.

d. Condicionamientos estructurales

Por fuera de las situaciones anteriormente nombradas, también influyen las posibilidades de posicionamientos más o menos duros ante las propuestas del gobierno, circunstancias que responden al estado de las acreencias de cada tenedor con respecto al resto y a la situación del país.

Durante la negociación de 2005 el universo acreedor estaba muy atomizado, por lo que no existían posiciones mayoritarias que pudieran trabar el canje, con excepción de los tenedores institucionales argentinos, que sin embargo fueron los primeros en acordar. Los mejor posicionados para presionar fueron los fondos de inversión, que en su mayoría adhirieron al canje. Los recursos para presionar desde el aspecto legal y político los analizaremos en otro apartado de este capítulo.

En la negociación del año 2020, los tres agrupamientos que negociaron con el gobierno decían concentrar el 35% de los bonos totales a reestructurar. Este dato era muy significativo ya que tenían poder de bloqueo, lo que significa que si ellos no ingresaban al canje no se alcanzaban los umbrales de aceptación para activar las Cláusulas de Acción Colectiva, lo que exponía al país a la posibilidad de que los fondos iniciaran litigios legales contra el país, utilizando similares argumentos que los fondos buitre en la causa “NML Capital vs República Argentina”, que se analizó en el capítulo 2. La sentencia del juez Griesa todavía estaba fresca en la memoria del gobierno, que tenía especial interés en que el conflicto no se repitiera. Esto significaba para los fondos de inversión un aliciente para mostrar un posicionamiento más agresivo frente a las propuestas del gobierno.

Otros dos factores también inclinaban la balanza hacia posiciones menos cooperativas: el sistema Aladdin en poder del gigante BlackRock, y el bajo precio de los bonos argentinos en los mercados secundarios.

El sistema Aladdin es un software que almacena y procesa enormes niveles de datos que permiten a los inversores prever los resultados más probables de determinados activos, y permiten tomar decisiones con mucha más información, incluso, que con la cuenta el país y sus analistas (Larry Fink, CEO de BlackRock, el inevitable socio del país y la llave para un acuerdo final, 18/06/2020). Esto implica que los pequeños inversores minoristas y también los inversores mayoristas que no se acercaron a negociar con el gobierno pueden estar muy influidos por las posiciones de este fondo en particular debido a su información privilegiada, por lo que su negativa a la propuesta puede significar un arrastre mucho mayor que el porcentaje de bonos argentinos en su cartera. Y al revés también, por lo que acordar con los fondos en la negociación podía significar un nivel de aceptación lo suficientemente alto para activar las Cláusulas de Acción Colectiva y desarmar de esa manera la estrategia buitre.

El bajo precio de los bonos argentinos en los mercados secundarios tenía un aspecto positivo y otro negativo: que la cotización estuviera baja significaba que el gobierno no debía realizar demasiado esfuerzo en proponer un valor más atrayente que el vigente en el mercado secundario, pero por otro lado habilitaba la posibilidad cierta de que los grandes inversores institucionales “salieran de shopping” (Cohen, 12/03/2020) y aumentaran sus acreencias de bonos argentinos, lo que les permitiría fortalecer su amenaza de bloqueo a las CAC en general, o bloqueando alguna serie en particular. La posibilidad de ejecutar esa estrategia permitía a los acreedores negociadores una posición más demandante frente al soberano, sobre todo cuando éste comenzó a aplicar la estrategia PacMan para reacomodar las series de bonos a su beneficio. La respuesta de los fondos fue la amenaza cierta de mediante la adquisición de nuevos papeles de deuda hacer caer alguna serie de bonos y que se genere un cross default, que permite trabar el éxito del canje.

2. Incentivos legales: cláusulas en revisión y la claridad de los términos

Partimos de entender que los acreedores que ante una reestructuración operan de manera cooperativa buscan conseguir nuevos bonos cuyo pago esté garantizado, con la menor diferencia posible con los bonos originales tanto en monto como en plazos. Existen diferentes garantías legales e incentivos económicos que contienen los acuerdos para garantizar que los montos pactados se cumplan, tanto en las emisiones originales de los títulos como en las emisiones de bonos para canje.

Una de las cláusulas que más se discute por su incidencia dentro de litigios legales en tribunales estadounidenses por parte de los llamados “fondos buitres” es la cláusula *Pari passu*. En latín “con igual paso”, esta cláusula implica que todos los acreedores son iguales en cuanto al derecho a cobro, que no pueden existir preferencias ni categorías de acreedores privilegiados, y que el Estado se compromete a abonar sus deudas de manera igualitaria con todos los acreedores del bono emitido (Alvarez, 2020). Esta cláusula busca garantizar que no existan favoritismos políticos o de otra índole, por lo que garantiza la cobrabilidad de la deuda con el soberano.

Si bien parece clara su extensión, en la actualidad hay dos posturas respecto a sus implicancias en términos reales. Por un lado, hay quienes interpretan que implica no generar acreedores cuyos créditos sean de un rango superior en caso de cesación de pagos del soberano, por lo que en relación al resto de acreedores de deuda externa cada acreedor tiene el mismo rango (Raineri, 2015). Otra interpretación, que para esta investigación es una lectura forzada tendiente a beneficiar al acreedor privado, es que la cláusula garantiza que en caso de que el soberano pague a los acreedores de deuda reestructurada, debe pagar de manera proporcional al resto de los acreedores que estén cubiertos por la cláusula (Raineri, 2015). En términos prácticos, desconoce la reestructuración, elimina los incentivos para los acreedores a ingresar a un acuerdo, si es que de cualquier manera el soberano deberá pagar a todos. Esta interpretación forzada es la que el juez Griesa tomó en el caso “Argentina vs NML Capital”, sentenciando que la Argentina debía abonar la totalidad de los bonos a los holdouts (dado que abonaba la totalidad de los bonos reestructurados), más los intereses acumulados y gastos legales del fondo litigante.

Otra cláusula que parecía ir en el mismo sentido que *pari passu*, pero que terminó contraponiéndose en el caso argentino es la cláusula *RUFO*- *Right Upon Future Offers*- que garantiza que si existiera una mejor propuesta de canje para algún acreedor, todos los acreedores cuyos bonos contemplen dicha cláusula pueden reclamar el mismo trato. Al igual que *pari passu*, garantiza que no habrá trato privilegiado entre acreedores. En el caso argentino, sin embargo, cuando se hizo efectiva la sentencia para pagar a los fondos buitres,

el país entró en una paradoja legal. Si pagaba a los fondos los montos reclamados, todos los acreedores que ingresaron en la reestructuración del 2005 y posteriormente del 2010 tenían derecho a reclamar la totalidad de pago de los bonos originales, tirando por tierra la reestructuración que ya llevaba años siendo efectiva (Nemiña y Val, 2018), y ponía al país en obligación de pagos que no podía sostener. Por otro lado, si no pagaba a los fondos buitres y demás holdouts no podía pagar al resto de los acreedores que sí ingresaron al canje, producto de los embargos a los bancos intermediarios que instrumentó la justicia estadounidense, como ya se explicó en el capítulo dos.

En el mismo sentido que las dos cláusulas anteriores, en el año 2005 se aprobó la ley conocida como Ley Cerrojo, que garantizaba que la oferta argentina era final, y quienes no ingresaran al canje quedarían con papeles incobrables. Este incentivo legal respondía a la estrategia de algunos agrupamientos que pretendían esperar a que el país presentara una mejor oferta, buscando desincentivar el rechazo para generar el mayor canje posible. En la reestructuración del año 2020 no fue necesaria esta ley debido a la existencia de la cláusula CAC en los bonos negociables, que se explicará más adelante.

Otros incentivos para ingresar al canje son los sweetener o endulzantes, que mejoran el valor presente neto de la propuesta en base a la emisión de bonos complementarios. En el año 2005 se emitió un bono atado al PBI del país, que en base a las proyecciones del gobierno, garantiza un cobro mayor. Algunos autores (Cantamutto, 2021; Muller, 2013) sostienen incluso que los desembolsos que significó el pago de este bono anuló la quita en términos nominales, que ya denunciaban como lastre para el crecimiento ya que sus erogaciones aumentaban proporcionalmente con el desarrollo del PBI del país. En el año 2020 se emitió un bono por los intereses corridos de los bonos elegibles, fue una de las últimas mejoras que llevó adelante el gobierno y aumentó en términos reales el Valor Presente Neto de los bonos, haciendo menos significativa la quita (Nemiña y Val, 2020). Estos bonos asociados fueron incentivos para aceptar la propuesta del gobierno, ya que mejoran el valor de la propuesta sin cambiar las condiciones de los bonos ya ofrecidos para el canje.

Por último, uno de los cambios en la estructura legal del mercado financiero para facilitar el proceso de reestructuración de deudas soberanas es la llamada Cláusula de Acción Colectiva- CAC, Collective Action Clause- que permite modificar los términos de la totalidad de los bonos de una misma serie si acuerdan con dichas modificaciones una determinada mayoría calificada de acreedores (Alvarez, 2020).

En la negociación del año 2005, los bonos tenían cláusulas de Consentimiento Unánime, que requieren el consentimiento de todos los acreedores para cambiar algún punto del acuerdo (Raineri, 2015). Esta situación legal fue una de las razones por las que hubo un relativo alto rechazo a la oferta, y es una de las razones que complementa las demandas judiciales al

país. En el año 2020 las Cláusulas de Acción Colectiva permitieron alejar la amenaza buitre, ya que la aceptación superó las mayorías establecidas por cada serie de bonos, y las modificaciones de montos y plazos pudieron hacerse efectivas para todos los bonos a reestructurar.

Sin embargo respecto al mecanismo de las CAC cabe aclarar que no es un debate resuelto, ya que existen diferentes posiciones a nivel internacional sobre la forma más eficiente de resolver las reestructuraciones soberanas.

Una de las posiciones alternativas fue impulsada por la subdirectora del FMI en 2001, Anne Krueger, que implicaba un andamiaje legal internacional que estableciera un mecanismo general para la resolución ordenada del proceso de reestructuración (Val, 2019). Se llamó el Sovereign Debt Restructuring Mechanism- SRDM-, cuyos preceptos fundamentales volvieron a tomar fuerza en el año 2015 cuando en el marco del debate sobre la legitimidad del accionar buitre, en la Asamblea de la ONU se aprobaron los principios básicos para la reestructuración de la deuda soberana,²⁶ (Val, 2019) pero no avanzó en la designación de un actor que garantice el cumplimiento, por lo que no tiene vigencia más allá de lo discursivo. Esta propuesta fue firmemente rechazada por Estados Unidos, que impulsó el uso de las CAC junto con el sector financiero, que es una forma de fortalecimiento de los contratos desde una perspectiva privada, más cercana a la teoría neoliberal de no intervención en el mercado (Buraschi Pire, 2020).

3. Incentivos políticos: gobierno de turno y presiones externas

Argentina es un país periférico cuya principal dificultad para el crecimiento es la restricción externa y la debilidad estructural de la balanza de pagos, que se manifiestan sistemáticamente en profundas crisis económicas, sociales y políticas (Marichal, 2014). La necesidad de divisas para el sostenimiento de la economía nos ubica en una situación de extrema debilidad en los procesos de renegociación (Musacchio, 2016), ya que el endeudamiento externo es uno de los mecanismos más usuales para obtener divisas, y las situaciones de default vetan al país de los mercados de capitales financiero.

Si bien en la teoría neoliberal el marco legal viene definido por obligaciones contractuales libremente negociadas entre sujetos jurídicos en el mercado, en las que los Estados no deben entrometerse a riesgo de generar ineficiencias (Harvey, 2007), en la realidad política

²⁶ Los principios son 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 (Naciones Unidas, comunicado 10/09/2015).

económica mundial el posicionamiento de los Estados sigue teniendo un peso lejos de simbólico en los procesos de reestructuración.

Por un lado, porque el FMI se convirtió luego de la crisis de los ochenta en el virtual representante político del conjunto de los acreedores (Basualdo, 2017), y el Fondo en su composición y dirección cuenta con cuotas diferenciadas de poder entre los diferentes Estados miembros, quienes deben aprobar mediante voto con peso proporcional a su aporte algunas políticas como préstamos y aprobar los diferentes tramos de los acuerdos (FMI, 2023). Así, los Estados miembros más influyentes en el directorio tienen incidencia en la política llevada adelante por el organismo, que a la vez tiene incidencia frente a las reestructuraciones con acreedores privados. Tanto en la reestructuración del 2005 como en la reestructuración del 2020, los acreedores reclamaron la intervención del Fondo Monetario Internacional, y durante ambas negociaciones el país se encontraba con un acuerdo en curso con la institución. En 2005 se suspendió el acuerdo mientras se estaba en tratativas para el canje con acreedores privados, y en el 2020 se postergó la negociación de un nuevo acuerdo hasta que se cerrara el canje con acreedores externos. Los países que tienen mayor incidencia en el directorio se corresponden con los países miembros del G7, es decir: Estados Unidos, Italia, Alemania, Canadá, Francia, Japón y el Reino Unido; por lo que hay en general una correspondencia de intereses entre el organismo y estos países.

Por otro lado, los Estados más débiles en el mapa político y económico mundial, como lo son los países de Latinoamérica, pueden incidir en las negociaciones mediante posicionamientos a favor de la oferta de gobierno, dado que al estar en similares situaciones que la Argentina en cuanto a la dependencia de financiamiento externo, pueden presionar con incumplimientos en cadena de sus deudas con el Fondo o en el mercado de capitales privado.

Ante estas diferentes estrategias latentes, los acreedores deben leer el contexto para planear sus estrategias frente a las propuestas de canje, tanto en la fortaleza del país deudor como en las posibilidades de presión sobre los organismos internacionales de crédito, ya que son elementos que pueden endurecer o debilitar las posiciones del soberano y las condicionalidades de la propuesta, como así también el riesgo del fracaso de la negociación. En términos ideales, si el soberano puede financiarse por fuera del mercado financiero internacional- por ejemplo, con un acuerdo bilateral con un país aliado- tendrá más incentivos para proponer quitas, y en caso de que fracase el canje, sostener el default acudiendo a estas otras fuentes de financiamiento.

Otra lectura que deben hacer los acreedores a la hora de sentar posición frente al gobierno, es la caracterización del gobierno de turno. En 2005 se encontraron con un gobierno con posiciones más confrontativas, poco margen de negociación y un discurso asentado en la soberanía nacional; en 2010 con un gobierno deseoso de acordar para acercarse más a su meta de desendeudamiento y poder acceder a financiamiento externo para sostener su

economía frente al contexto recesivo; en 2019 se encontraron con un gobierno que aceptó todas las condicionalidades y sentencia de los tribunales estadounidenses y que habilitó políticas beneficiosas para los acreedores- como la desregulación del mercado de los capitales, el aumento de la tasa de interés, la liberalización cambiaria-; y en 2020 con un gobierno acorralado por la crisis y con una posición cooperativa con más margen de negociación. El gobierno de turno puede marcar la tónica de la negociación, como así también los tiempos entre oferta y oferta, la apertura del canje y los bonos que serán reestructurados. Por último, un actor central en la estructura financiera y política internacional es Estados Unidos, en sus diversas instituciones y poderes. Siendo el principal accionista y sede del FMI su voto tiene mayor peso e influencia. La mayoría de los bonos tiene como centro de resolución de conflictos los Tribunales Federales de Nueva York, esto se debe al carácter altamente jerarquizado de las finanzas mundializadas (Chesnais, 2006), que hacen del dólar la moneda de referencia más fuerte y de Estados Unidos el nodo central de las transacciones del mercado financiero. La presión directa de alguno de sus poderes puede inclinar la balanza a favor o en contra de los acreedores de manera casi determinante. En el año 2005 el apoyo explícito del gobierno de Bush (h) implicó una gran dificultad para los acreedores de tomar posiciones demasiado confrontativas, y puede leerse como un factor que impulsó el éxito del canje. En el año 2020 el apoyo del gobierno de Trump fue más bien tibio (Brenta, 2022), sin declaración oficial del presidente sino reuniones con segundos mandos como el canciller. Esto puede leerse como una de las aristas que presionó al gobierno a ceder en mayor medida sus posiciones, y envalentonó a los acreedores privados a presionar por menores quitas.

4. Volver a casa: la carta de la protección nacional

Como ya se explicó anteriormente, desde la implementación del Plan Brady²⁷ en nuestro país y en el mundo, se formaron sólidos y concurridos mercados secundarios de deuda, ya que la titulización que este plan instrumentó permitió que los títulos de deuda pública sean comprados y vendidos en los mercados financieros secundarios (Ocampo et al., 2014). A esos mercados secundarios acuden bancos, fondos de inversión y particulares, que pueden comprar y vender estos papeles las veces que precisen para acomodar sus carteras de acuerdo a sus estrategias de inversión, y con cotizaciones que difieren de su valor nominal (DeLucchi, 2014). Autores como Chesnais (2006) señalan que es en esos mercados secundarios de títulos donde se constituyen los mecanismos de formación y crecimiento del

²⁷El plan Brady fue una política impulsada por el Tesoro de los Estados Unidos para convertir los papeles de deuda latinoamericana en bancos comerciales en bonos titulizados que podían venderse y comprarse en mercados secundarios por particulares, bancos y fondos de inversión.

capital ficticio, por lo que resultan una de las instituciones básicas de la economía internacional en su etapa de valorización del capital mediante la financiarización. Estos mercados se encuentran liberalizados y desregulados, el ingreso es voluntario como así también las transacciones.

Conviene destacar que en las reglas del capitalismo financiero transnacional actual, quien posea el título es acreedor del Estado, por lo que puede reclamar su cobro en el momento del vencimiento (De Lucchi, 2014). Los inversores, ya sean minoristas o institucionales (Caputo, 2012) no ingresan al mercado desde una pertenencia nacional, ya que la libre movilidad de capitales implica que las plazas financieras, si bien están situadas en una u otra jurisdicción, no son espacios nacionales sino mega mercados por encima de los Estados, con leyes, precios y actores propios, con lógicas específicas que se relacionan completamente con las organizaciones político- institucionales (Chesnais, 2006).

Al momento de emitir títulos de deuda, se establecen una serie de cláusulas que fijan los plazos, amortizaciones e intereses, pero también acuerdos legales y de procedimiento (DeLucchi, 2014). Los títulos pueden emitirse entonces bajo diferentes legislaciones, siendo la predominante la emitida bajo legislación de los juzgados de Nueva York.

Ante las dos reestructuraciones estudiadas en este trabajo los acreedores privados, que obtuvieron sus títulos en el mercado secundario altamente desregulado y liberado, reclamaron la protección de sus Estados de origen: *volvieron al Estado*.

Esta estrategia me resulta particularmente interesante en el marco del capitalismo financiero transnacional por dos razones. En primer lugar, porque estos actores son los principales beneficiados con este régimen de acumulación que nace de la liberalización y la desregulación en el que los Estados pierden centralidad, ya que se somete el desarrollo productivo a la maximización de la ganancia financiera (Chesnais, 2006). Este régimen necesita de Estados que sólo intervengan en el mercado financiero internacional para buscar financiamiento, ya que cualquier otra intromisión con pretensiones regulatorias deformaría - según esta teoría- el normal funcionamiento de la oferta y demanda. Y acorde a la teoría económica neoclásica, esto significa ineficiencias en el óptimo desarrollo de las variables del mercado (DeLucchi, 2014). En segundo lugar, porque ingresaron al mercado en calidad de privados, no con una pertenencia nacional, ya que sus Estados de origen no tienen potestad ni en la regulación, ni en el ingreso, ni en el control de las transacciones. En el caso de los tenedores minoristas, muchas veces delegan sus inversiones en las decisiones de fondos u otras instituciones, por lo que ni ellos mismos conocen a ciencia cierta dónde están invertidos sus capitales (Basualdo, 2017).

Los bonos elegibles para el canje del 2005 tenían un universo de acreedores sumamente heterogéneo y atomizado, en el extranjero la mayor cantidad estaban radicados en Italia, con más de 420.000 bonistas (Basualdo, 2017). Como ya se explicó, más de 460 bancos italianos,

que advirtiendo la clara insolvencia del país y el riesgo del default, desde 1999 hasta diciembre del 2001 inclusive dividieron el riesgo en miles de pequeños inversores, muchos de ellos jubilados, que accedieron a los bonos sin conocer sus riesgos (Val, 2019).

Desde el default y durante la larga negociación que se extendió desde Dubai en 2003 hasta marzo del 2005, en Italia se formaron numerosas agrupaciones de bonistas autoconvocados, y una gran agrupación liderada por un lobbista profesional.

Las organizaciones de minoristas autoconvocados reclamaban intervención del gobierno italiano en dos sentidos: por un lado, frente a los bancos italianos que ocultaron información al momento de ofrecer los tango bonds- bonos argentinos-, y por otro frente al gobierno argentino que ofrecía canje de bonos de menor valor que los que compraron (Val, 2019).

La Task Force Argentina- TFA- fue una organización que decía brindar asesoramiento gratuito e intervenir en la negociación para defender el valor de los bonos en default, pero puede leerse también como una acción estratégica de los bancos italianos para defenderse de las acciones iniciadas por tenedores minoristas contra ellos (Val, 2019).

Las agrupaciones de autoconvocados actuaban principalmente por vía legal- lo que es lógico ya que estaban asesorados por abogados- y mediante movilizaciones frente a instituciones de gobierno italianas; la TFA juntó fuerzas con otras organizaciones de bonistas en el mundo para formar el Global Committee of Argentinian Bondholders para presionar con diferentes estrategias. Una de ellas fue también pedir la intervención institucional del gobierno italiano y puntualmente del Primer Ministro Berlusconi (Deuda: presión en Italia, 12/05/2004). El éxito del pedido de intervención fue relativo, ya que el ministro se pronunció en contra de la quita y aseguró intervenir para que el gobierno argentino mejore la oferta (Italia sigue muy dura con la Argentina, 09/03/2004), aunque finalmente la presión fue únicamente diplomática y permitió que la Comisión de Valores Italiana abriera el canje en sus plazas financieras mediante los bancos designados (Cerruti, 04/01/2005).

Todos los agrupamientos se mostraron intransigentes con el rechazo a las sucesivas propuestas del gobierno, y buscaban cobrar sus acreencias por diferentes vías. En septiembre del 2004, la justicia italiana llegó a bloquear fondos de la embajada argentina en el país por una causa iniciada por inversores italianos (Telam Buenos Aires, 21/09/2004), lo que fue finalmente no ejecutado, ya que la inmunidad soberana protege los bienes del país en el exterior de embargos. Sin embargo, como veremos más adelante, el pedido de embargo en los juzgados de Estados Unidos tuvo más fuerza en otra ocasión.

Numerosos funcionarios públicos italianos tomaron posición públicamente a favor de mantener el valor de los bonos: el embajador se reunió con el canciller argentino (Kirchner no da marcha atrás ante Italia, 30/11/2004), el Ministro de Economía Domenico Siniscalco acusó a Argentina de mala fe frente a la comisión de finanzas del Parlamento Italiano (Reuters y Telam, 14/01/2005), el Subsecretario de Economía llamó a no adherir al canje como medida

de protesta y boicot (Laudonia, 18/01/2005), y el ya nombrado Primer Ministro Berlusconi, lo que da cuenta la importancia que llegó a tener este conflicto en ese país. Que no haya sido clara la denuncia a los bancos por ofrecer títulos con información incompleta, puede ser un indicador que la presión hacia el Estado italiano que realmente tuvo éxito fue la de los bancos asociados en la TFA, y no de los bonistas autoconvocados que gozaban de menor influencia directa en los altos cargos de la burocracia gubernamental. Menos de un mes antes del canje, diputados italianos viajaron al país para evaluar la propuesta y la situación argentina (Llegan diputados italianos que promueven compensación, 14/02/2005), pero no tuvieron ninguna potestad real para modificar ni la propuesta argentina ni la posición de los grupos de acreedores. Finalmente, si bien el monto ofertado en euros fue bajo, hubo un nivel de adhesión significativo de los nuevos bonos en las plazas europeas (Cerruti, 09/02/2005).

Como se retomará más adelante, que la estrategia de acudir al Estado italiano haya tenido poca significancia en el canje puede deberse a la debilidad del Estado italiano en el plano de la economía política global, en comparación con otros países más poderosos en el mercado financiero y con mayores posibilidades de presión al gobierno argentino. Cuando los juzgados italianos no avanzaron en los bloqueos y embargos al país, las diferentes agrupaciones de bonistas señalaron al gobierno como responsable, lo resulta llamativo ya que se supone que la Justicia es un ente imparcial en el que el gobierno de turno no debería tener poder ni influencia.

El caso de los acreedores minoristas italianos muestra lo altamente jerarquizado del mercado financiero internacional, donde la incidencia real en la negociación de deuda de las agrupaciones defendidas por abogados es prácticamente nula, porque no pueden tomar represalias contra el soberano ni incidir en su propuesta, independientemente de lo pertinente o no legalmente hablando de sus demandas. Por otro lado, los bancos que hicieron negocios vendiendo tango bonds a tenedores minoristas para limpiar sus carteras de riesgo pudieron evadir el default gracias a la información diferenciada y privilegiada, y puede inferirse que estas instituciones sabían que en su ubicación no tenían la suficiente injerencia para modificar la propuesta de canje, por lo que el accionar del TFA puede entenderse como un teatro que no tenía esperanzas reales de conseguir mejores condiciones.

En el caso de los acreedores externos radicados en Estados Unidos, en todos los canjes analizados eran en su casi totalidad inversores institucionales y en ambos casos se hicieron apelaciones al Estado.

En 2005 no tuvieron demasiado éxito, ya que la posición del presidente Bush (h) era que la crisis argentina sirviera de ejemplo a los inversores privados respecto a los peligros de la especulación en el mercado financiero (Basualdo, 2017) y no se posicionó en contra de la quita. En los juzgados de Nueva York tuvieron más éxito, ya que el juez Thomas Griesa

aceptaba en sus tribunales todas las causas contra el soberano, aunque en ocasión del 2005 no puso trabas que impidieron el acuerdo de reestructuración (Brenta, 2022).

En los años posteriores al canje se formó en Estados Unidos una agrupación que supo llevar con éxito la apelación al Estado: la American Task Force Argentina (ATFA).

Diversos autores han denunciado que la verdadera naturaleza de esta agrupación es ser el vehículo de cabildeo de los llamados fondos buitres (Brenta, 2022; Cantamutto, 2018; Basualdo, 2017; Val, 2018; Nemiña y Val, 2019; Frechero, 2014), es decir, de fondos de inversión que adquieren bonos de deuda soberana en default a bajo precio para luego litigar por el cobro de la totalidad del capital más intereses adeudados más intereses punitivos, mediante la aplicación de presión en diferentes áreas de la justicia y en el gobierno movilizándolo recursos legales, económicos y políticos.

Su discurso se basa en la caracterización del Estado argentino como “estado canalla” que se cree por encima de la ley y evade los más de 114 juicios fallados en su contra escondiendo sus activos de manera desleal e ilegal (Frachero, 2014), por lo que el gobierno de los Estados Unidos debería tomar medidas más duras para proteger a sus inversores. Intelectuales como Scott (2006) argumentan que el accionar de la Argentina pone en riesgo el correcto funcionamiento del sistema financiero internacional en general e insisten, en la misma línea que la ATFA, “el único remedio contra el sobre endeudamiento soberano es permitir a los acreedores validar efectivamente sus derechos contractuales ante el soberano en default. El buen funcionamiento del mercado depende de que sean fuertes los derechos de acreedores” (traducción propia, pág.3) por lo que el gobierno de los Estados Unidos debe impulsar legislaciones menos protectoras hacia la inmunidad soberana, y más accionantes a favor del cobro de los acreedores, por el peligro que corre el mercado financiero en general ante las políticas del “estado canalla”.

El lobby se extendió por muchos años, y el éxito se coronó en el año 2014. El fondo buitres NML Capital, perteneciente al 7% de acreedores no adherentes (holdouts) inició la demanda *pari passu*, alegando que Argentina se encontraba en la violación de esa cláusula contractual. La demanda, en el juzgado del Juez Griesa, tuvo sentencia favorable para el fondo. Así, se ordenó a los agentes intermediarios que no procesaran pagos del Estado a los acreedores que ingresaron al canje, en tanto y en cuanto no se le abonara al fondo buitres el total de sus acreencias, intereses e intereses punitivos (Cantamutto y Nemiña, 2018).

Si bien el país apeló, la demanda fue recibiendo apoyo para el fondo buitres en todas las instancias judiciales estadounidenses. Finalmente, bloqueados los mecanismos para hacer efectivos los pagos, Argentina fue declarada en default selectivo (Cantamutto, 2020).

Esta interpretación forzada de la cláusula no se comprende sin el contexto de presión y cabildeo de los acreedores privados involucrados, y es necesario hacer una lectura de la mellada “imparcialidad” de la justicia estadounidense que pareciera plegarse a las exigencias

de los fondos de proteger a “sus propios inversores” (Scott, 2006), en referencia a los inversionistas radicados en Estados Unidos -aunque operen internacionalmente- por sobre Estados nacionales que se suponen protegidos por la inmunidad soberana.

La inmunidad soberana es un principio del comercio internacional que implica que ningún soberano debe someterse a leyes extranjeras ni pueden ser embargados sus activos por un privado. Sin embargo, una nueva lectura discrimina entre actos que el soberano realiza que son de gestión y están protegidos por la inmunidad: *iure imperii*, y otros en los que el soberano actúa como privado y por lo tanto carecen de esta inmunidad: *iure gestionis* (Buraschi Pire, 2020). Dentro de esos actos que quedan por fuera, estarían los actos comerciales de colocación de bonos para financiamiento, aunque se pueda alegar que el uso de esos fondos es para fines públicos.

La ley que determina y regula la inmunidad soberana en tribunales estadounidenses es la conocida como FSIA- Foreign Sovereign Immunities Act-. Siguiendo los aportes de De Angelis (2003), Sousa Santos (2005) y Manzo (2018), la trayectoria jurídica del derecho norteamericano desde la promulgación de la FSIA y las sentencias judiciales sobre la misma, se puede entender este proceso como la cristalización de una pugna de intereses en el juego de relaciones que establecen los agentes en el campo en donde el poder global se encuentra tensionado por intereses particulares orientados a fomentar una lógica de comercio mundial en relación a la profundización de las políticas y visión neoliberal que sustenta al mercado financiero hoy.

En el caso de la reestructuración del 2020, como ya se explicó, los acreedores en esta ocasión eran un grupo mucho más homogéneo, en su gran mayoría tenedores institucionales, y prácticamente en su totalidad con residencia en Estados Unidos (Nemiña y Val, 2020). Esta mayor concentración permitió que la negociación sea más fluida y con menor dificultad, pero además la presión del centro financiero mundial era mucho más directa. Si bien los grupos de acreedores en esta ocasión no acudieron directamente al gobierno de los Estados Unidos, el gobierno argentino se encargó de buscar tanto el favor del gobierno estadounidense- como fue el gesto geopolítico de visitar Israel por parte del presidente argentino días después de asumir en un contexto de disputa internacional (Rudman, 29/01/2020)- como de sus autoridades bursátiles, actuando de “buena fe” negociando todas las instancias y presentado las propuestas ante los organismos correspondientes (Brenta, 2022). Finalmente, a pesar de la situación de pandemia y los apoyos internacionales que el país pudo recolectar, incluso del FMI, el reparto de pérdidas resultó más favorable para los acreedores (Cantamutto, 2020).

En este caso la apelación al Estado de la ATFA marcó un precedente que moldeó la negociación en 2020. El fantasma de los fondos buitres era un recuerdo cercano, que ya había mostrado su fuerza y que debía evitarse tanto política como legalmente. Así, el soberano cedió posiciones y firmó un acuerdo que casi no tocaba los montos de capital, y

modifica los intereses en un horizonte más despejado para los primeros años, pero con mayor concentración de vencimientos de 2023 en adelante (Brenta, 2022). Puede inferirse en este caso que la posibilidad de éxito en caso de apelar al soberano estadounidense ya había sido probada exitosa, por lo que era una carta latente en todo el proceso de reestructuración.

Un elemento a tener en cuenta es que desde la caída del sistema de Bretton Woods, la liberalización de los mercados sacó el riesgo financiero de la jurisdicción del Estado nacional. Los mercados financieros, aunque no conocen fronteras, el poder regulador continúa circunscripto al ámbito de las fronteras nacionales (Eastwell y Taylor, 2006). Si bien en este mercado liberalizado estas fronteras son irrelevantes para las transacciones con bonos soberanos, los acreedores privados acuden a sus Estados de origen cuando las crisis de deuda estallan y aparece la posibilidad de no cobrar sus acreencias.

De esta estrategia se desprenden dos elementos interesantes. En primer lugar, que en la teoría que sustenta el funcionamiento y la validez de los mercados financieros internacionales desregulados, el Estado y los gobiernos no deben intervenir si no es en transacciones como si fuera un privado más. Por lo general, como estado soberano se acude a buscar financiamiento como móvil casi exclusivo. Si el inversor adquiere títulos de deuda, lo hace en conocimiento del riesgo que implica una transacción de ese tipo en el mercado financiero. En bonos soberanos como son los argentinos, el riesgo se marca por el diferencial de la tasa que se paga con respecto a la de referencia internacional (DeLucchi, 2014), más aún en ciclos de endeudamiento impulsados por un régimen interno de acumulación de capital mediante valorización financiera, como fueron los ciclos que precedieron al default del 2001 y el del 2020. En el marco de un mercado que trasciende a los Estados, en el que los agentes privados ingresan libres y las transacciones son voluntarias, el posterior pedido de ayuda al gobierno que no tuvo parte en la compra ni en la venta de los activos pareciera un sinsentido. O al menos, resulta paradójico en la lógica y las reglas del capitalismo financiero transnacional, en los que los fondos especulativos valorizan.

En este aspecto, podría entenderse la estrategia de volver al Estado como una contradicción o un sinceramiento de la incapacidad del mercado para regularse a sí mismo. Aunque luego se teorice sobre Estados canallas y trate de volver al soberano un privado para poder litigar y embargar, el privado acude a su propio soberano.

El segundo aspecto interesante a destacar es la fuerte jerarquización del mercado financiero, donde los Estados no tienen relevancia significativa por fuera de sus fronteras en estos mercados, a excepción de Estados Unidos. Como emisor de la moneda de referencia en el mercado financiero, y como centro financiero mundial, los fondos de inversión allí radicados parecen contar con el respaldo del gobierno y la justicia. La legislación estadounidense ha sabido imponerse sobre otros soberanos, como es que Argentina emita bonos con cláusulas de cesión de soberanía ante los Tribunales Federales norteamericanos como condición

básica para poder colocarlos en el mercado y obtener financiamiento. Así también, los Tribunales del país del Norte modificaron la lectura de la inmunidad soberana a una lectura más favorable para los inversores financieros cuando lo consideraron propicio.

Una primera conclusión estimativa que se desprende de los casos analizados es que, para un acreedor privado con bonos en default, en el marco del mercado financiero desregulado y liberalizado, la estrategia de apelar al Estado de origen para garantizar el cobro de sus acreencias carece de posibilidades reales de incidencia en las ofertas del gobierno deudor. La excepción son los acreedores privados institucionales radicados en Estados Unidos, que como centro financiero mundial su país sí puede establecer condiciones (como las FSIA) y ellos pueden presionar para que en sus tribunales nacionales se dicten fallos en favor de sus beneficios. Sin embargo, en ambos casos se puede leer la paradoja que es apelar a la protección nacional como agentes en un mercado en el que las nacionalidades y las fronteras no sólo son irrelevantes, sino que -en la teoría que lo sustenta- son trabas para la libre circulación de capitales que es condición de existencia del mercado financiero internacional actualmente.

Conclusiones

Conclusiones

Los tenedores individuales de bonos soberanos como actor novedoso de la estructura financiera mundial son un actor difícil de definir y aún más difícil de regular. No puede hablarse directamente con todos ellos, y no puede saberse realmente quiénes son ni cuánto capital poseen las agrupaciones de estos tenedores, o al menos no a ciencia cierta, hasta que el canje se efectiviza. Sumadas a estas dificultades, no existe actualmente un mecanismo acordado internacionalmente para llevar a cabo una reestructuración, por lo que el soberano puede enfrentarse a situaciones diversas a la hora de comunicar una propuesta de canje, dependiendo no sólo de quienes sean los negociadores, sino de la situación política y económica del mercado mundial, las presiones que puedan ejercer diferentes actores y los intereses que estén en juego en cada momento histórico específico.

En este trabajo hemos intentado delinear algunos de los principales factores que intervienen en todas las negociaciones, para tratar de categorizar y dilucidar las posibilidades y las consecuencias de uno u otro movimiento.

Un punto de inicio para caracterizar los acreedores con los que dialogar, es reconocer el ciclo de endeudamiento que llevó a la necesidad de ese diálogo por fuera de la interacción normal con los acreedores de bonos, que sería abonar a término intereses y capital.

En nuestro país, como explicamos anteriormente, debido a la restricción interna de carácter estructural y fuertemente profundizada a partir de la imposición del régimen de acumulación por valorización financiera, la captación de financiamiento externo se ha convertido en una necesidad constante. Como se puede observar en los capítulos anteriores, los ciclos de endeudamiento se debieron a una disposición de los gobiernos a colocar bonos y tomar deuda en función de lo disponible, no de lo necesario ni siguiendo un plan con una finalidad productiva. Los casos de ciclos de endeudamiento abordados en este trabajo tuvieron como finalidad beneficiar capitales especulativos, en el marco de regímenes de valorización financiera del capital. Los procesos de canje, sin embargo, no impidieron la continuidad de

esta valorización, sino que permitieron a los bonistas seguir recibiendo intereses por algunos años más en el tiempo. En el caso del último canje, muy pocos, ya que en el año siguiente a la publicación de este trabajo el país deberá enfrentar vencimientos elevados producto de la última renegociación, lo que probablemente lleve a otro canje inminente o al default (Nemiña y Val, 2020).

Así, entendemos que a pesar de los anuncios de desendeudamiento y canjes exitosos, los procesos estudiados no significaron en ningún caso un alivio duradero ni una solución para los problemas financieros del país, sino una dilación de la crisis algunos años a futuro.

En cuanto a las estrategias y posicionamientos de los acreedores, comparten en ambos procesos algunas cuestiones fundamentales: buscan obtener la menor quita posible, y también la seguridad de cobrar intereses durante el mayor periodo posible. No existen demasiados elementos que demuestren que al ingresar al canje sean inocentes en cuanto a la dificultad en la que se encontrará el país unos años después, al igual que tampoco parece probable que el default sorprenda a los acreedores que compraron bonos de alto riesgo en un país con una larga historia de incumplimientos y crisis económicas y sociales.

Entendemos que este es uno de los engranajes no dichos pero evidentes de la compra de bonos soberanos: no se espera necesariamente que el país cumpla a término los compromisos, sino que ante la imposibilidad de incumplimiento se ofrezcan mejores condiciones que en los mercados secundarios, y que se extienda la vida de la tenencia con diferentes bonos para garantizarse ingresos de manera casi indefinida. Así, el negocio de la deuda es un mecanismo no escrito: negociar, canjear y cobrar indefinidamente sin hacer inversiones productivas, beneficiándose de las arcas públicas de algún - o varios- países en desarrollo, recuperando varias veces la inversión inicial.

Sin embargo, los montos, períodos y tasas no son un esquema fijo, por lo que participar y presionar durante las negociaciones previas al canje siguen teniendo una importancia relativa en la que las estrategias esgrimidas son importantes tanto para ellos mismos, como para el Estado negociador que precisa las mejores condiciones para hacer sostenibles los pagos por el mayor tiempo posible. Así, desde la Ciencia Política, y desde nuestra perspectiva, que entiende lo económico y lo político como fenómenos co-constitutivos de la realidad social, damos cuenta de que las acciones de los acreedores se desarrollan y hacen comprensibles cuando observamos su inserción en un sistema financiero internacional complejo e interrelacionado, basado en instituciones que lo sitúan mas allá de su pretendida desincrustación como fenómeno social.

Desde el primer canje analizado al último, uno de los procesos más destacables es la centralización de las tenencias en Estados Unidos. Esto generó mayor posibilidad de presión, en la negociación del canje de 2020, por parte de ese país en comparación al primer canje.

Esto se expresó de diversas formas: en la mesa de negociación donde los grupos acreedores eran estadounidenses, a través del Fondo Monetario Internacional donde es accionista mayoritario, a través de los Tribunales Federales que fallaron a favor de los holdouts, del poder legislativo modificando las normas FSIA para beneficiar a los tenedores estadounidenses.

En este mismo sentido, en los procesos de negociación expuestos también se puede visualizar la importancia y el poder relativo mayor de Estados Unidos con respecto a otros Estados que intentaron influenciar la propuesta final del gobierno argentino. El caso más claro es la presión del gobierno italiano en 2003-2005, que parecía muy intransigente en cuanto a no aceptar quitas, pero que sin embargo no tuvo capacidad de influencia significativa, e incluso permitió finalmente el canje en las plazas nacionales.

Más allá que el negocio de la deuda soberana sea siempre cobrar y nunca llegar al término de los bonos, existen condicionamientos que influyen para ingresar o no a las propuestas del gobierno, o para dilatar la negociación, trabarla o facilitarla.

Como trabajamos en esta investigación, uno de los factores importantes refiere a qué implicaría para los acreedores un fracaso del canje y por ende un default del país. Si el país ya se encuentra en default y los fondos no han quebrado, podría entenderse que un default es una opción viable al menos para comenzar nuevas estrategias en caso de fracaso del canje. En caso contrario, si el canje se realiza aún con la cadena de pagos funcionando, cada acreedor deberá evaluar más individualmente cómo un default lo afectaría, no es lo mismo un gran fondo de inversión con respaldo y pocas tenencias del bono en cartera, que un fondo de inversión con gran tenencia del bono en su cartera, que un acreedor individual, etc.

También influyen los posicionamientos más o menos conflictivos la responsabilidad del acreedor con el mercado financiero, tanto por su credibilidad como por las implicancias que puede tener a nivel global que un canje fracase. Esto por supuesto también tiene en cuenta si es un país con mayor o menor importancia política y económica, y cuál es el monto y los actores con los que entraría en default.

Otro factor que interviene es la conflictividad o el consenso al interior de los agrupamientos de acreedores. Si bien todos los acreedores comparten el interés de no sufrir quita y continuar cobrando sus bonos, las lecturas de situación y las estrategias consideradas óptimas pueden variar tanto entre agrupamientos como al interior de estos, sumada a la relación entre sus miembros.

Además, existen condicionamientos estructurales respecto al estado del mercado financiero, los países intervinientes y la geopolítica mundial. No son las mismas presiones al negociar en un momento de auge económico que en un proceso recesivo mundial. Un mal momento de la economía mundial, como fue el enfriamiento producto del COVID 19, genera dos influencias contrarias. Por un lado, se puede utilizar el argumento de la escasez para abogar

por acuerdos más solidarios con el país deudor, pero por el otro, una situación de recesión hace más difícil la captación de fondos, por lo que para un país quedar fuera del mercado financiero es potencialmente catastrófico para su economía. También existe otro elemento que siempre está en juego como vimos en los casos estudiados en este trabajo, pero que toma especial relevancia en momentos de recesión económica mundial, que es el llamado efecto contagio. Si un país decide no pagar o el canje fracasa y se ingresa en default, otros países en situaciones similares pueden seguir ese ejemplo, y la pérdida contabilizada en las carteras de los inversores puede multiplicarse, más para aquellos acreedores que tienen gran parte de sus carteras de crédito en bonos de países en desarrollo, cuyas realidades suelen ser parecidas.

En este trabajo también se han expuesto los diferentes incentivos legales en la letra de los bonos a canjear, en la legislación nacional y en las interpretaciones de las normas internacionales del mercado financiero.

La letra y las condiciones de los bonos, además de determinar los montos, intereses, tasas y amortización del capital, suelen incluir cláusulas que marcan los procedimientos ante diferentes situaciones que pueden suceder a lo largo de la vida del bono. En este informe resaltamos aquellas que en los casos analizados tuvieron importancia o generaron alguna dificultad en los procesos de negociación, como la cláusula RUFO -Right Upon Future Offers-, la pari passu, o la CAC -Cláusulas de Acción Colectiva-. Como se dijo anteriormente, al no existir un procedimiento estandarizado para reestructuraciones de bonos soberanos, la interpretación de las normas no es un tema que genere consenso, sino que genera debate en diversos foros internacionales y en la comunidad financiera internacional, por lo que puede esperarse modificaciones y adaptaciones a las corrientes cambiantes de las necesidades del mercado.

Las leyes nacionales son otros incentivos para acordar o no con la propuesta del gobierno, ya que genera más credibilidad una promesa firmada por el Congreso que la palabra de un presidente u otro representante del gobierno. Sin embargo, como vimos en el caso de la Ley Cerrojo y las leyes de Pago Soberano, en nuestro país particularmente hay algunos ejemplos donde las leyes sancionadas para determinar aspectos de las negociaciones pueden cambiar de un mandato a otro, o incluso no aplicarse nunca.

Por último, las legislaciones externas al país y los bonos tienen capacidad de influencia muy variable en función del país, como ya se expuso. Las normas FSIA en Estados Unidos y su interpretación por parte de la justicia fueron determinantes para el fracaso de la pelea con los fondos buitres, y en términos de consecuencias no sólo impidieron que el país salga del default en ese momento, sino que sentaron el precedente para futuras negociaciones en el país y el mundo respecto de la protección que pueden gozar los acreedores frente al

soberano. Así, desde el primer caso analizado hasta el último, lo que puede caracterizarse en una centralización de las tenencias de bonos argentinos en Estados Unidos, y al mismo tiempo un fortalecimiento de la influencia en el mercado financiero internacional por parte de este país, podría arriesgarse la hipótesis respecto a que en la próxima renegociación que lleve a cabo el país se encontrará con casi la totalidad de los bonos en fondos de inversión estadounidenses, y quizá un fortalecimiento en la estructura legal a favor de estos fondos. Como se expuso, el canje de 2020 permitió un relativo periodo de gracia de pago de intereses los primeros cuatro años, pero luego concentró y aumentó los intereses a cancelar, que en caso de que la economía argentina no se recupere pueden convertirse en compromisos casi imposibles de asumir.

La paradoja con respecto a “Volver al Estado” que se planteó en el capítulo 3 dista mucho de ser una conclusión, para más bien configurarse como una hipótesis a desarrollar con mayor estudio en otros trabajos. El contrasentido para nosotros es evidente: la teoría que sustenta el mercado financiero en su etapa actual - la libre circulación de capitales, la desregulación, su característica supra Estatal - y los argumentos esgrimidos para exigir la intervención del Estado de origen parecen ser directamente contradictorios entre sí en tanto otorgan al Estado dos roles contrapuestos muy claros- “no te metas en mis negocios” y “protégeme que mis negocios salieron mal”-. Marcar esta paradoja no debe entenderse como una apelación a la no intervención estatal. Entendemos, y deberemos desarrollar más claramente en otro trabajo, que esta paradoja pone en cuestión los fundamentos básicos del funcionamiento actual del mercado financiero, y marca que la supuesta libertad e igualdad que lo sustenta no es tal en tanto que hay un centro con mayor poder e influencia instaurado en base a la fuerza. La asignación óptima no llega nunca, incluso sin los Estados interviniendo activamente.

El sustento teórico del mercado financiero internacional, tal como funciona hoy en día, tiene sus bases en la tradición del liberalismo económico. Esta perspectiva, presume agentes libres que toman decisiones racionales en vista de la maximización de su beneficio. Los Estados nacionales sólo acuden a estos mercados a buscar financiamiento. En ese marco, abandonan su calidad de entes públicos para pasar a ser privados con iguales condiciones que el resto de los agentes económicos que operan en estos mercados. Así, en una teoría de la igualdad y libertad, quedan ocultas realidades que se hacen luego muy tangibles en procesos particulares, como son las reestructuraciones de bonos soberanos, momento en el cual se hace evidente que ni la compra de bonos por parte de los inversionistas, ni la venta y canje por parte del Estado, se pueden explicar desde los meros principios de la racionalidad económica.

Si bien en el capítulo 1 desarrollamos una síntesis de la formación de estos mercados, creemos que su génesis y desarrollo son tópicos a ser analizados con mayor detenimiento y

quizá podrían acercarnos más al conocimiento de la real racionalidad que los mueve. Estudiar específicamente los mercados secundarios de deuda externa podría complementar y profundizar el análisis sobre el comportamiento de los acreedores privados, y las características que le son propias a cada tipo de acreedor y las razones de su agrupamiento. En futuros trabajos, sería necesario indagar el funcionamiento de los mercados secundarios de deuda externa, las normas escritas y no escritas que los regulan y el rol de los Estados nacionales y de Estados Unidos en particular.

Este trabajo ha sido una primera experiencia de investigación y un informe desde los intereses propios hacia lo que, se espera, sea de interés más general, siguiendo las normas del mundo académico y particularmente la carrera de Licenciatura en Ciencia Política de la UNC.

Desde la primera idea al proyecto final se descartaron muchos temas que también podían ser parte, y que hacen al mejor entendimiento del objeto de estudio, pero por cuestiones de los tiempos y espacios estipulados para la realización del trabajo fueron dejados de lado para retomar en futuras investigaciones. La primera dificultad que se presentó, como se advirtió en la preparación del proyecto, fue la relativamente poca cantidad de trabajos previos realizados de mi tema de interés. La vacancia existente para el desarrollo del estudio de las estrategias de acreedores privados durante reestructuraciones fue una dificultad en cuanto a la búsqueda de fuentes, pero a la vez un espacio de mayor libertad para el plantear ideas y análisis propios. Encontramos escasa teorización respecto al rol específico de este actor tan difícil de asir, por lo que la interpretación y el análisis enseñado y ejercitado durante el transcurso de la carrera debieron suplir la falta relativa de antecedentes del objeto específico.

Otra dificultad de la que éramos conscientes y que hemos señalado a lo largo del trabajo refiere a una de sus características del actor/agente estudiado: el anonimato. Los gerentes y decisores de los fondos de inversión no hacen regularmente declaraciones a la prensa, no hay un registro de estos ni bancos de datos. Es casi imposible seguir el rastro de un bono en particular para observadores externos, y la experticia en estos mercados es un valor altamente jerarquizado y casi en lo absoluto enseñado o explicitado. Además, al tratarse de un mercado en el cual “la confianza” ocupa un papel muy importante, la información disponible en la prensa puede tener la intencionalidad de generar un clima de opinión a favor de uno u otro lado de los negociadores. Fuimos conscientes de esta dificultad y hemos podido hacer lecturas críticas de las fuentes, tomando lectura de cómo influyen también las estrategias de los actores intervinientes e intentando encontrar el dato que pudiera cotejar con otras fuentes.

Como ya se dijo este informe de investigación requirió de mucho trabajo análisis e interpretación, y esperamos poder continuar en futuras investigaciones complejizando las categorías y generando mejores herramientas para analizar a los acreedores privados de deuda externa pública. La perspectiva en los próximos años en el país es de nuevas reestructuraciones, por lo que comprender y desentrañar los mecanismos de negociación, compra y venta de bonos en el mercado financiero internacional seguirá siendo un tema de agenda, donde la academia puede aportar, clarificar y generar herramientas para la toma de decisiones tanto de los gobiernos de turno como de la sociedad en general.

Desde esta investigación sostenemos el compromiso de generar conocimiento y herramientas relevantes para la construcción de realidades más justas para las mayorías. Sostenemos también un enfoque crítico desde la Ciencia Política, que puede asumir un rol orientador y transformador de las políticas en curso, en este trabajo identificando particularmente algunos elementos condicionantes de los posicionamientos de acreedores privados durante de reestructuraciones. Elegimos abordar nuestro tema de estudio desde la conciencia de la importancia que tiene en nuestro país la deuda externa, de cómo los recursos que se direccionan para pagar intereses, capital, abogados, intermediarios son los recursos que faltan en las arcas públicas para pagar la deuda interna hacía la población argentina, que soporta hace años y en la actualidad crisis económicas, sociales y sanitarias.

“...y entonces digamos como el gran Macedonio: <Huyo de asistir al final de mis escritos, por lo que antes de ello los termino.>”

-Julio Cortázar, *La vuelta al día en ochenta mundos*.

Referencias bibliográficas

Abren un registro para que se inscriban los acreedores. (26/12/2003). *Ámbito Financiero*.

Allami, C. y Cibils, A. (23-26 septiembre de 2008). *El sistema financiero argentino desde la reforma de 1977 hasta la actualidad: rupturas y continuidades*. Trabajo elaborado para las XXI Jornadas de Historia Económica Universidad de Sarmiento. Buenos Aires.

Alvarez, D. A. (2020). *Conflicto entre el Estado argentino y acreedores externos, factores de poder y posicionamientos políticos*. [Tesis de maestría Universidad Nacional de San Martín].

Argentina en default total.(24/09/2003). *Ámbito Financiero*.

Banco Central de la República Argentina. (2005). Informe anual al honorable Congreso de la Nación Argentina. <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/inf2005.pdf>

Banco Central de la República Argentina. (2020a). Informe anual al honorable Congreso de la Nación Argentina. <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/inf2020.pdf>

Banco Central de la República Argentina. (2020b). Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015- 2019. Buenos Aires.<https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Informe-Mercado-cambios-deuda-%20formacion-de-activos%20externo-%202015-2019.pdf>

Basualdo, E. (2006). *Estudios de Historia Económica Argentina (desde mediados del siglo XX hasta la actualidad)*. Siglo XXI.

Basualdo, E. (Ed.). (2017). *Endeudar y fugar: un análisis de la historia económica argentina de Martínez de Hoz hasta Macri*. Siglo XXI.

Benedetti, E. (09/02/2005). Los analistas ya estiman 70% a 80% de adhesión final. *El Cronista Comercial*.

Bonelli, M. (27/07/2020). Bonistas, más presión al Gobierno: aseguran que representan más de 50% y pueden bloquear el canje. *El Cronista Comercial*.

Brenta, N. (2017). La deuda pública y la consistencia macroeconómica. *Análisis, Volumen 26*, 7-10.

Brenta, N. (2018). La nueva deuda pública argentina. *Valor Agregado Revista de Economía Política, volumen 3*, 20-33.

Brenta, N. (2022). *Historia de la deuda externa argentina: de la dictadura hasta nuestros días*. Capital Intelectual.

Buraschi Pire, M. (2020). *La soberanía estatal en la gobernanza financiera global*. [Tesis de maestría Universidad Nacional de Córdoba].

Burgueño, C.(14/07/2020). Deuda: Gobierno amplió la cláusula RUFO y los acreedores agradecieron, pero piden más. *Ámbito Financiero*.

Bustillo, I. y Velloso, H. (2019). *La montaña rusa del financiamiento externo. El acceso de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales de bonos desde la crisis de la deuda, 1982-2012*. CEPAL.

Calcagno, E. (1987). *Los bancos trasnacionales y el endeudamiento externo en Argentina*. CEPAL.

Canje de deuda: quiénes son y qué piensan los fondos más importantes con los que discute la Argentina. (11/05/2020). *El Cronista Comercial*.

Canje: bonistas avalan apelación. (21/02/2014). *Ámbito Financiero*.

Cantamutto, F. J. (2014a). *Algunos aspectos sobre la renegociación internacional de deuda externa argentina*. Conferencia de FLACSO, México.

Cantamutto, F. J. (2014b). Deuda argentina: la continuidad neoliberal. *Rebelión*.

Cantamutto, F. J. (2021). Argentina entre la sostenibilidad de la deuda y la vida. *Nuestra América, volumen 9 número 17*.

Cantamutto, F. J. y Constantino, A. (2020). Economía Política del desarrollo argentino reciente. La etapa Cambiemos. *Plaza Pública, año 13 volumen 23*, 82-102.

Cantamutto, F. J. y Nemiña, P. (2018). De vuelta al status quo. Deuda e inserción financiera internacional durante la gestión Cambiemos. En *Élites y Captura del Estado (225-239)*. FLACSO.

Cantamutto, F. J., Constantino, A. y Schorr, M. (2019). El gobierno de Cambiemos en la Argentina: una propuesta de caracterización desde la economía política. *Revista electrónica de estudios latinoamericanos, volumen 17*, 19-44.

Caputo, N. (2012). *Recursos económicos y poder político: integración semi-periférica al sistema financiero mundial y su impacto en las relaciones de poder de la coalición político-social gobernante en argentina de 1989 al 2001*. [Tesis de Doctorado de la Universidad de Buenos Aires].

Cerruti, J. (04/01/2005). En Italia acusan de cómplice a la Consab. *El Cronista Comercial*.

Cerruti, J. (07/09/2004). Aseguran que el fondo no puede ser imparcial. *El Cronista Comercial*.

Cerruti, J. (09/02/2005). La adhesión al canje ronda el 80% y retoman los contactos con el FMI. *El Cronista Comercial*.

Cerruti, J. (17/01/2005). Apuntan a más del 35% esta semana. *El Cronista Comercial*.

Cerruti, J. (16/04/2004). Para Italia, "los ahorristas conocían los riesgos". *El Cronista Comercial*.

Chesnais, F. (2006). La preeminencia de las finanzas en el seno del "capital en general", el capital ficticio y el movimiento contemporáneo de mundialización del capital. En Brunhoff, S., Chesnais, F., Duménil, G., Husson, M. y Lévy, D. *Las finanzas capitalistas para comprender la crisis mundial* (pp. 84-136). Herramientas.

Cohen, A. (12/03/2020). En terreno resbaladizo, Guzmán pega fuerte en la negociación con los bonistas y siembra riesgo de default. *El Cronista Comercial*.

Coronavirus: el G20 acuerda suspender la deuda de países más pobres hasta fin de año. (05/05/2020). *El Cronista Comercial*.

Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005). *La deuda argentina: historia, default y reestructuración*. CEDES.

De Angelis, M. (2003). Neoliberal Governance, Reproduction and Accumulation. *The Commoner Spring/Summer N°7*. <http://www.commoner.org.uk/>

De Lucchi, J. M. (2014). Macroeconomía de la deuda pública: el desendeudamiento argentino (2003-2012). *Documento de Trabajo N° 52*. CEFIDAR.

De Marco, G. (1996). *Manual de Economía Básica*. Universidad Nacional de Córdoba.

Decreto 596 de 2019 [con fuerza de ley]. Deuda Pública. 28 de agosto de 2019. Boletín oficial.

Deuda: gestión de Nielsen hoy en N. York para frenar más juicios. (12/09/2004). *Ámbito Financiero*.

Deuda: presión en Italia. (12/05/2004). *Ámbito Financiero*.

Duras denuncias del ministro Lavagna a acreedores. (09/01/2004). *Ámbito Financiero*.

Eatwell, J. y Taylor, L. (2006). *Finanzas Globales en riesgo*. Editorial Siglo XXI.

Ebenroth, T. C. y Gándara, G. (1990). El plan Brady y la negociación de la deuda mexicana. *Comercio Exterior, volumen 40 número 4, 303-308*.

Fondo Monetario Internacional (2018, 7 de junio). El FMI anuncia un acuerdo a nivel del personal técnico con Argentina para un Acuerdo Stand-By de tres años por USD 50.000 millones [Comunicado de prensa]. <https://www.imf.org/es/News/Articles/2018/06/07/pr18216-argentina-imf-reaches-staff-level-agreement-with-argentina>

Fondo Monetario Internacional. (2020). Resumen de la nota técnica del personal del FMI sobre la sostenibilidad de la deuda pública argentina. <https://www.imf.org/es/Countries/ARG/summary-of-staff-technical-note#.ZCt0Pc1ulA8.link>

Fondo Monetario Internacional. (2023). ¿Qué es el FMI? <https://www.imf.org/es/About/Factsheets/IMF-at-a-Glance>

Fondo Monetario Internacional. (2018, 26 de octubre). El Directorio Ejecutivo del FMI concluye la primera revisión en el marco del Acuerdo Stand-By de Argentina, aprueba desembolso de USD 5.700 millones [Comunicado de prensa]. <https://www.imf.org/es/News/Articles/2018/10/26/pr18395-argentina-imf-executive-board-completes-first-review-under-argentina-stand-arrangement>

Franco, L. (08/03/2020). Casa Rosada: alegría por la baja de la inflación, pero preocupación por el parate económico. *Ámbito Financiero*.

Franco, L. (08/07/2020). Guzmán dio por cerrada la oferta a acreedores: "Hicimos nuestro máximo esfuerzo". *Ámbito Financiero*.

Franco, L. (09/07/2020). Deuda: BlackRock y grandes fondos rechazan la propuesta Argentina pero buscan lograr un entendimiento. *Ámbito Financiero*.

Frechero, I. J. (2014). El nido de los buitres. Naturaleza, visión y objetivos de la American Task Force Argentina (Atfa) 2006-2013. *Estudios, volumen 23 número 47, 87-118*.

Girón González, A. (2002). *Crisis Financieras*. Instituto de Investigaciones Económicas Universidad Nacional Autónoma de México.

Guzmán dio por cerrada la oferta a acreedores: "Hicimos nuestro máximo esfuerzo". (08/07/2020). *Ámbito Financiero*.

Guzmán en Wall St., duro con acreedores. (26/02/2020). *Ámbito Financiero*.

Harvey, D. (2007). *Breve historia del neoliberalismo*. Oxford University Press.

Iglesia, M. (13/04/2020). En medio de la renegociación de la deuda, el FMI eludió dar proyecciones clave de la economía argentina. *El Cronista Comercial*.

Instituto de Estudios Fiscales y Económicos. (2020). Deuda pública: barajar y dar de nuevo. Luces y sombras del Canje 2020. Informe N° 189.

Italia sigue muy dura con la Argentina. (09/03/2004). *El Cronista Comercial*.

Kaiser, J. y Musacchio, A. (2020). La Argentina ante una nueva crisis de deuda: fatales esperanzas y lecciones de la historia. 10.13140/RG.2.2.16357.76001.

Kirchner no da marcha atrás ante Italia. (30/11/2004). *Ámbito Financiero*.

Kulfas, M. y Schorr, M. (2003). *La deuda externa argentina. Diagnóstico y lineamientos propositivos para su reestructuración*. Fundación OSDE-CIEPP.

Larry Fink, CEO de BlackRock, el inevitable socio del país y la llave para un acuerdo final. (18/06/2020). *Ámbito Financiero*.

Laudonia, M. (18/01/2005). En Italia, el desconcierto alienta el "no" al canje. *El Cronista Comercial*.

Leiva, M. (17/04/2020). Reacción positiva del mercado a oferta por deuda: hubo rally alcista en bonos y cayó más de 12% riesgo país. *Ámbito Financiero*.

Ley 27.328 de 2016. Contratos de Participación Público-Privado. 16 de noviembre de 2016. Boletín Oficial.

Ley 27.544 de 2020. Restauración de la sostenibilidad de la deuda pública emitida bajo ley extranjera. 11 de febrero de 2020. Boletín Oficial

Llegan diputados italianos que promueven la compensación. (14/02/2005). *Ámbito Financiero*.

- Lozano, C. (2001). *El verdadero costo del megacanje*. IDEF.
- Mander, B. (10/05/2020). Argentina on brink of ninth debt default. *Financial Times*.
- Manzanelli, P. D., Barrera, M. A., Wainer, A. G. y Bona, L. M. (2015) *El ciclo de endeudamiento externo y fuga de capitales: De la dictadura militar a los fondos buitres*. La Página.
- Manzo, A. (2018). Reestructuraciones de deuda soberana: El debate sobre su regulación en términos de disputa por la gobernanza global. *Direito e Práxis*, vol. 9, 9 – 45.
- Marichal, C. (2014). *Historia Mínima de la Deuda Externa en Latinoamérica 1820-2010*. El Colegio de México.
- Ministerio de Economía. (2003). *Lineamientos de la Reestructuración de la Deuda Soberana*. MECON
- Müller, A. y Benassi, A. (2013). *Default y reestructuración ¿cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?* Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas.
- Munevar, D. (2012). *La deuda externa: conceptos y realidades históricas*. Conceptos y Fenómenos Fundamentales de Nuestro Tiempo. Universidad Nacional Autónoma de México.
- Musacchio, A. (2002). El endeudamiento externo en la Argentina: algunas regularidades históricas. *Indic. Econ. Fee, volumen 20, número 3* (pp. 41-72)
- Musacchio, A. (3-5 de octubre de 2016). *Entre la independencia y la dependencia: doscientos años de endeudamiento externo*. 3er Congreso de Economía Política, Universidad Nacional De Quilmes, Buenos Aires.
- Naciones Unidas. (2015, 10 de septiembre). La Asamblea General establece principios básicos para procesos de reestructuración de deuda [Comunicado de prensa].
- Nemila, P. y Val, M. E. (2020). La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia COVID-19. Implicancias y perspectivas para los países en desarrollo. *Documentos de Trabajo N°38. Fundación Carolina*.
- Nemiña, P. L. y Larralde, J. (2018). Etapas históricas de la relación entre el Fondo Monetario Internacional y América Latina (1944-2015). *América Latina en la Historia Económica*, 275-313. DOI:10.18232/alhe.v25i1.858

Ocampo, J. A., Stallings, B., Bustillo, I., Velloso, H. y Frenkel, R. (2014). *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*. CEPAL.

Olmos Gaona, A. (2022). *La deuda externa y una fallida investigación*. Observatorio de la Deuda Pública Universidad de la Punta.

OPC. (2020). Operaciones de Deuda Pública <https://www.opc.gob.ar/operaciones-de-deuda-publica/operaciones-de-deuda-publica-enero-2020-2/>

Perischini, N. (31/03/2020). Bonos argentinos en precios de default: ¿oportunidad de compra o de venta? *Ámbito Financiero*.

Piden la condonación de la deuda externa de todos los países de América Latina. (28/03/2020). *Ámbito Financiero*.

Politti, F.J. (02/04/2020). ¿Qué pasa con la deuda en pesos?: tal vez la crisis ayude a dar el último envión. *Ámbito Financiero*.

Raineri, M. A. (2015). Deuda soberana: problemas y soluciones en la encrucijada. *Pensar en derecho, Año 4 Número 6*, 245-304.

República Argentina. (2005, 18 de marzo). Oferta de canje. Anuncio final. [Comunicado de prensa].

República Argentina. (2010, 2 de julio). Completion of final settlement. [Comunicado de prensa].

República Argentina. (2018, 19 de junio). *Extensión del periodo de sustitución para los Bonos 2117*. <https://www.argentina.gob.ar/noticias/extension-del-periodo-de-sustitucion-para-los-bonos-2117>

República Argentina. (2020, 6 de mayo). Economistas internacionales respaldaron la propuesta de reestructuración de la deuda argentina. [Comunicado de prensa].

República Argentina. (2020, 17 de junio). Propuestas recibidas de los grupos de acreedores. [Comunicado de prensa].

República Argentina. (2020, 17 de agosto). La República Argentina anuncia enmienda a la invitación al canje. [Comunicado de prensa].

República Argentina. (2020, 31 de agosto). La República Argentina anuncia los resultados del canje de deuda pública externa bajo ley extranjera. [Comunicado de prensa].

Reuters y Telam. (14/01/2005). Para el gobierno italiano, la oferta argentina es “muy avara y pobre”. *El Cronista Comercial*.

Rieznik, P. (1996). La deuda eterna: el "Plan Brady" o la pequeña historia de una gran entrega. *Razón y Revolución, volumen 2*.

Roldan, V. (2021). *La renegociación por la reestructuración de la deuda soberana argentina con los acreedores privados poseedores de instrumentos bajo jurisdicción extranjera durante 2020*. [Tesis de Grado, Universidad Nacional de Rosario].

Rudman, E. (29/01/2020). Alberto y Guzmán a solas en Olivos: aval del FMI para quita a privados. *Ámbito Financiero*.

Sartori, G. y Morlino, L. (1994). *La Comparación en las Ciencias Sociales*. Alianza.

Schvarzer, J. y Finkelstein, H. (2004). La debacle de la deuda pública argentina y el fin de la convertibilidad. *CESPA. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Buenos Aires*.

Scott, H. (2006). Sovereign Debt Default: Cry For the United States Not Argentina. *PIFS Internacional*.

Secretaría de Finanzas Ministerio de Economía y producción. (2003). *Lineamientos de la reestructuración de Deuda Soberana*. <http://cdi.mecon.gov.ar/bases/docelec/mm2291.pdf>

Sousa Santos, B. (2005). *Beyond Neoliberal Governance: The World Social Forum as Subaltern Cosmopolitan Politics and Legality*. En Law and Globalization. Sousa Santos y Rodriguez Garavito (coord) (pp. 1–38).

Spaltro, S.(12/06/2020). Deuda: el Gobierno extendió el plazo del canje por otra semana y se espera una mejora de la oferta. *El Cronista Comercial*.

Spaltro, S. (23/07/2020). Deuda: a 10 días del cierre, revisan cambios legales para el deal. *El Cronista Comercial*.

Télam Buenos Aires. (21/09/2004). Embargan fondos en Italia. *Ámbito Financiero*,

Tropeano, D. (2017). La inmunidad soberana. Alertas tempranas. Derecho Internacional y deuda Pública. Exclusión de los mercados internacionales. Crisis de los sujetos públicos y Privados. *Estudios de Derecho Empresario*, 6-14.

Ugidos Matilla, A. (2019). *Los mercados bursátiles del siglo XX* [Trabajo de Fin de Grado, Universidad de Valladolid].

Val, M. E. (5-7 diciembre de 2018). *El canje de deuda argentino de 2005: una estrategia novedosa para la reestructuración de pasivos soberanos*. Jornadas de Sociología de la Universidad Nacional de La Plata.

Val, M. E. (2019). La organización de los acreedores durante el primer canje de deuda (2003-2005). *Realidad Económica*, n°326 año 48, 59-88.

Wainer, A. G. (2018). Economía y política en la Argentina kirchnerista. *Revista Mexicana de Sociología*, número 2, 323-351.

Yosovitch, J. (03/02/2020). Canje del bono dual: ¿qué opciones son la más y la menos convenientes? *El Cronista Comercial*.

Zicari, J. (06/07/2020). Por qué a BlackRock y a los grandes fondos les conviene el acuerdo con Argentina: seis motivos. *Ámbito Financiero*.