

La política de manejo de la deuda durante el canje de 2005: una estrategia novedosa para la reestructuración de pasivos soberanos

Debt management policy during the 2005 debt exchange: a different strategy for the restructuring of sovereign liabilities

María Emilia Val

Licenciada en Sociología (UBA),
Magíster en Sociología Económica
(IDAES-UNSAM),
Doctoranda en Sociología.
Becaria doctoral del CONICET,
Docente de la Facultad de Ciencias
Sociales (UBA).
memiliav@yahoo.com.ar

Resumen

El canje de deuda de 2005 fue la primera etapa de un largo proceso de normalización de pasivos públicos en *default* que culminó en 2016. Además de sentar las bases de las etapas que le siguieron, la estrategia de manejo de la deuda implementada por el gobierno de Néstor Kirchner inauguró una orientación que se continuaría hasta 2015 y sentó un precedente novedoso respecto a la política con la que los estados pueden impulsar procesos de reestructuración de deuda en el actual estadio de la globalización financiera. En este escrito presentaremos el caso, analizaremos la estrategia desarrollada por el gobierno argentino y los principales resultados de su política de manejo de la deuda en la etapa, para finalmente analizar sus particularidades y reflexionar sobre las posibilidades abiertas por el mismo para la resolución de crisis de deuda en países en desarrollo en el marco de la arquitectura financiera internacional existente.

Fecha de recepción:

25.2.19

Fecha de aceptación:

23.5.19

Palabras clave: reestructuración de deuda soberana - default - acreedores privados - negociaciones - Argentina

Abstract

The 2005 debt swap was the first stage of a long restructuring process of public defaulted liabilities that culminated in 2016. In addition to laying the foundations for the subsequent stages, the debt management strategy implemented by the Kirchner government inaugurated an orientation continued until 2015 and set forth a singular precedent for sovereign debt restructuring policies in the current stage of financial globalization. In this paper we present the case, analyze the strategy implemented by the Argentine government and the main outcomes of its debt management policy at this stage, to finally present its particularities and ponder on the possibilities opened by it for debt crisis resolution in developing countries within the current international financial architecture.

Keywords: *sovereign debt restructuring - default - private creditors - negotiations - Argentina*

Introducción¹

El canje de deuda de 2005 fue la primera etapa de un largo proceso de normalización de pasivos públicos en *default* que culminó en 2016. El hasta entonces mayor *default* soberano de la historia no puede entenderse sin atender al proceso de endeudamiento previo y la dinámica de relaciones asociadas, del que es consecuencia. La cesación de pagos de 2001 fue la culminación de un largo ciclo de endeudamiento iniciado con la instauración del modelo de la valorización financiera, durante la última dictadura militar (Basualdo 2017).² La transformación en el patrón de funcionamiento macroeconómico implementada por el gobierno de facto convirtió a los pasivos públicos en un elemento central de las estrategias especulativas de acumulación de los grupos económicos locales y tuvo importantes derivaciones: la acumulación de niveles de deuda pública insostenibles, la injerencia creciente de los acreedores sobre los lineamientos de la política económica local a través de programas de ajuste promovidos por el FMI y la transferencia de una enorme masa de recursos para su pago explican en gran medida el deterioro de las cuentas fiscales y externas, de las condiciones de vida de amplias franjas de la población, los desequilibrios económicos y las persistentes trabas al desarrollo. El endeudamiento, que aumentó de manera exponencial durante el gobierno dictatorial, continuó su movimiento ascendente durante la década de 1980 para intensificarse en la

siguiente de la mano del esquema de la convertibilidad, se volvió imposible de atender a inicios del nuevo siglo.

Luego de numerosos intentos por evitar la cesación de pagos durante el gobierno de Fernando de la Rúa, entre los que se destacan el “blindaje” y el “megacanje” (orientados por la lógica financiera hegemónica y acompañados por políticas de corte ortodoxo), y en el marco de una crisis económica, política y social sin precedentes en la que se sucedieron cuatro presidentes en pocas semanas, el presidente provisional Adolfo Rodríguez Súa declaró la suspensión del servicio de una parte de los u\$s 144.453 millones que alcanzaba entonces la deuda pública (Damill, Frenkel y Rapetti 2005). Durante la administración del presidente provisional Eduardo Duhalde el *default* se oficializaría, el *stock* de deuda se expandiría en unos u\$s 28.184 millones,³ pero las tratativas para avanzar en la resolución de la cesación de pagos con los acreedores privados serían escasas. En este contexto, el gobierno de Néstor Kirchner fue el que dio inicio a las negociaciones culminadas en el canje de deuda 2005 que constituyó la primera etapa de una larga reestructuración de pasivos públicos que se dio por cerrada en 2016 con el acuerdo con los “fondos buitres”.⁴ Teniendo en cuenta la inexistencia de un marco jurídico internacional que sancione los procedimientos a seguir y limite las posibles vías de acción de los actores involucrados frente a crisis de deuda, las reestructuraciones de pasivos públicos en manos de tenedores privados se basan en un mecanismo *ad hoc*, el canje con participación voluntaria de los acreedores, consistente en negociaciones entre éstos y el estado deudor para establecer nuevas condiciones de pago. Este mecanismo ata las tratativas a las acciones desplegadas por las partes negociadoras y a las relaciones de fuerza entre éstas, lo que condiciona su duración, resultados y alcances.

En función de esto, el estudio del tratamiento de la deuda en el marco de procesos de reestructuración supone el análisis de las negociaciones deudor-credores, y de las decisiones y orientaciones de éstos actores en un contexto dinámico considerado en un doble nivel (Putnam 1996), por lo que el enfoque estratégico aplicado a las negociaciones económicas internacionales contribuye a brindar una mirada novedosa sobre la actuación del gobierno argentino y sus resultados (Odell 2000).

De acuerdo con este enfoque, tanto la dinámica como los resultados del proceso están influidos, entre otros elementos, por la estrategia que despliegan los actores. La estrategia de negociación es el conjunto de comportamientos asociados con un plan para alcanzar algún objetivo, pudiendo ser integrativa/cooperativa o distributiva/confrontativa.⁵ A su vez, la misma debe analizarse conjuntamente con la posición negociadora, concepto que expresa el grado de fortaleza que se ostenta en la negociación, el cual puede dar lugar a una posición fuerte o débil (Odell 2000; Nemiña 2011).⁶ En este trabajo nos centraremos en el análisis y las derivas de la estrategia de una de las partes, la República Argentina, que adquiere sentido si se la considera en el marco de la política de gestión de pasivos públicos de mayor alcance.

Analizar la política de manejo de la deuda implementada por el gobierno de Néstor Kirchner es pertinente en dos sentidos. En primer lugar, por la adecuación del enfoque conceptual. La literatura sobre la reestructuración argentina es amplia, pero posee limitaciones para ahondar en el análisis de la estrategia ejecutada, su relación con el contexto y los actores involucrados, y sus derivas.⁷ En segundo lugar, por las particularidades del accionar gubernamental en la etapa. El canje 2005 inauguró una orientación estatal en torno a la deuda –que, no sin dificultades, sería sostenida hasta 2015–, dando lugar a un proceso de desendeudamiento inédito en la historia argentina reciente, que generó intensos debates a nivel internacional. Al ligar y supeditar el repago al crecimiento doméstico, sentó un precedente novedoso sobre las formas en que los estados pueden renegociar su deuda en el actual estadio de la globalización financiera. Esto habilita la reflexión en torno a opciones que escapen a las tradicionales recetas que, al priorizar la atención de las obligaciones por encima de las consideraciones sobre sus efectos negativos, subestiman o ignoran los altos costos que implican para la economía y la población de los países endeudados.

Desde la perspectiva teórica presentada y valiéndonos de una metodología que combina los análisis cualitativo y cuantitativo de datos secundarios (prensa, documentos y estadísticas oficiales), presentaremos en este trabajo el caso argentino, analizaremos la estrategia ejecutada por el gobierno y los principales resultados en la etapa, para finalmente analizar sus particularidades y reflexionar en torno a las posibilidades abiertas por el mismo para las políticas de resolución de crisis de deuda en países en desarrollo en el marco de la arquitectura financiera internacional existente.

La administración Kirchner y la estrategia de negociación de la deuda en *default*

Para comprender la estrategia de negociación argentina frente a los diferentes grupos de acreedores privados, debemos analizar el proceso de reestructuración considerando la inserción del accionar estatal en un doble nivel, el doméstico y el internacional (Putman 1996), estratégicamente relacionados. El primero constituía la principal preocupación del nuevo gobierno, dada la frágil situación local. Para paliarla, el gobierno se había dado las tareas de, en lo político, reconstruir y el fortalecer la autoridad estatal; y en lo económico, sostener con diferentes medidas expansivas de política económica la reactivación iniciada en 2002, lo que serviría a su vez para impulsar el empleo, atacar la desocupación y la pobreza. El segundo no era menos complejo, pues debía regularizarse la relación con los acreedores privados y continuar las negociaciones con el FMI, pero con la diferencia –en relación a otras experiencias– que se haría supeditando las propuestas de pago a la obtención de resultados positivos en el frente doméstico. El crecimiento doméstico operaría así estratégica y simultáneamente, como elemento que limitaba los pedidos de ajuste y garantizaba el repago a los acreedores.

Lo primero que debemos señalar es que la acción del gobierno se enmarcó dentro de los cánones convencionalmente aceptados en el sistema financiero internacional para la llamada solución de mercado, es decir, se trató de un canje de deuda con participación voluntaria de los acreedores. Alejándose de las posturas que impulsaban la investigación de los mecanismos de adquisición y gestión del endeudamiento, o que reclamaban el repudio de una deuda considerada ilegítima (Olmos Gaona 2005; Bohoslavsky 2009), la administración Kirchner decidió entablar el diálogo y establecer formas de negociación *ad hoc* para resolver el conflicto y normalizar las relaciones financieras con los acreedores.⁸ En ningún momento, a pesar del clima de rechazo social hacia “lo financiero” y el desprestigio de actores como el FMI, puso en duda el derecho de cobro de los acreedores ni el llamado mecanismo de mercado como camino para solucionar la problemática. Esta aceptación de las reglas de juego imperantes, dada la necesidad de resolver el frente externo, no impidió que el gobierno procurara tensarlas, manipularlas o utilizarlas a su favor, según lo creía conveniente.⁹

En segundo lugar, podemos caracterizar a la estrategia gubernamental como una estrategia mixta, con un predominio del componente distributivo-confrontativo que, conforme se desarrolló la negociación, incorporó paulatinamente elementos integrativos-cooperativos, de manera limitada. Esta orientación general, que se sumaba a la también confrontativa estrategia acreedora, llevó a que se desarrollara una negociación marcada por el enfrentamiento, rotulada incluso por algunos analistas como “salvaje” (Valenzuela y Levy Yeyati 2013).

Podemos identificar dos dimensiones (analíticamente diferenciables, pero intrínsecamente relacionadas) de la estrategia argentina: una financiera, relativa a las características de la oferta de canje; y otra política, relacionada al tipo de relación mantenida con los diferentes actores relevantes a nivel doméstico e internacional.

Con relación a la dimensión financiera, Argentina aprovechó la ventaja de *first mover* (Dhillon et al. 2006) al presentar una agresiva oferta de canje que, alejándose de otros casos, afectaba notablemente los derechos patrimoniales de los acreedores, pues suponía una importante modificación de las condiciones de pago. La propuesta partía del supuesto de que los acreedores habían realizado inversiones riesgosas (reflejadas en las tasas de interés que Argentina les pagaba en sus títulos), que implicaban el conocimiento de las potenciales pérdidas que, con el *default*, se habían materializado. La oferta de Dubai¹⁰ (que posteriormente se modificaría) establecía una importante quita sobre el principal, el no reconocimiento de los intereses impagos y un menú de opciones –dejando sujetos a negociación otros aspectos como los cupones, plazos y tasas de interés, que finalmente fueron mejorados (para Argentina) en relación a los preexistentes– sustentándose en proyecciones y supuestos macroeconómicos y fiscales elaborados por la parte deudora, compatibles con el crecimiento doméstico (Ministerio de Economía 2003). Además, el programa financiero suponía que el sector público argentino no tomaría financiamiento en el mercado internacional en el futuro inmediato (Damill, Frenkel y Rapetti 2005), lo que quitaba

influencia a los acreedores y al sector financiero internacional: si Argentina no consideraba imperativo el retorno inmediato a la financiación en los mercados externos, la capacidad de presión para que acordara una rápida y generosa reestructuración se veía disminuida.

Esta primera presentación le permitió sentar un precedente y “marcar la cancha”. Al exponer las pretensiones del gobierno, establecer los parámetros generales de la discusión y los asuntos que se negociarían, pudo condicionar las tratativas posteriores y, eventualmente, los resultados. Al mismo tiempo, poner el crecimiento doméstico como condición de posibilidad y límite de la negociación o el acuerdo –lo que se mantuvo en el tiempo– lo alejó de la lógica de los acreedores y del sistema financiero, que manifestaban que Argentina podía pagar más o hacer más esfuerzos fiscales para cumplir con sus obligaciones. Al mismo tiempo, se intentaba acercar posiciones remarcando que la reestructuración supondría un nuevo punto de partida para el interés común de los acreedores y el país, y que los instrumentos ligados al crecimiento del producto (comúnmente conocidos como “cupón PBI”) permitirían a los acreedores hacerse de una parte del valor creado en la economía.¹¹

Esta combinación integrativo–distributiva se relacionó con los dos principales criterios que estructuraron la oferta: la sustentabilidad y la aceptabilidad. El primero tenía que ver con la situación objetiva de un deudor con limitada capacidad de pago y que sólo asumiría los compromisos que pudiera pagar por lo que la reestructuración debía minimizar la carga de la deuda para lograr una solución sostenible. Es decir, debía resultar en un nivel, estructura y perfil de deuda atendibles que, acompañados por un programa compatible con un crecimiento económico que fuera estable, sustentable y equitativo, permitiese atender regularmente los compromisos con los acreedores sin descuidar las necesidades de la población local. La aceptabilidad tenía que ver con la búsqueda del más alto nivel de adhesión posible entre los acreedores para dar legitimidad a la operatoria, lo que se lograría a partir de asegurar un trato equitativo y consensuar los detalles para hacerla atractiva, a partir de la combinación de incentivos positivos y negativos.

Esta estrategia se vio acompañada de un estilo de negociación en general inflexible, pues el gobierno mostraba una reticencia a realizar las concesiones pedidas de manera permanente por los acreedores, especialmente las referidas a la modificación de los lineamientos fiscales y de política económica que sustentaban la oferta. De esta manera, las preferencias de política económica que orientaron al gobierno agregaban rigidez a las negociaciones, pues estaban alejadas de las de ajuste macroeconómico o estructural y reducción del gasto público que históricamente se habían implementado frente a las crisis de deuda. En este sentido, Kirchner continuó y profundizó el nuevo modelo de acumulación de la posconvertibilidad, fundado en una lógica productiva, un tipo de cambio alto y el sostenimiento de superávits externo y fiscal; a los que se sumaban la mejora en las condiciones de vida de las clases subalternas a partir de políticas de

recomposición salarial, recuperación del mercado interno y redistribución del ingreso. El mismo supuso mayores niveles de intervención y autonomía relativa estatal y un nuevo cuadro de relaciones de fuerza donde el sector financiero quedaba subordinado (Varesi 2016; Nemiña 2012). Se adoptaron medidas de corte intervencionista y expansivo, tendientes a fomentar el crecimiento del producto –a partir de la expansión del consumo, el empleo y la producción– que se concebía como condición de posibilidad de repago de la deuda. Esto contribuía no sólo a sustentabilidad financiera de la fórmula de canje y repago, sino también (y fundamentalmente, a los ojos de las autoridades) a la sustentabilidad social y política del esquema económico.

En lo que respecta a la dimensión política, la relación con los acreedores estuvo marcada por la tensión. Durante las negociaciones la estrategia del gobierno se desarrolló en dos frentes. El primero fue el discursivo, con una retórica gubernamental de denuncia al accionar de los acreedores durante la Convertibilidad, ya que entendía que habían sido los grandes ganadores durante la década anterior y por tanto partícipes del mecanismo que había llevado a la Argentina al “infierno”.¹² Especialmente, el presidente Kirchner criticó y se enfrentó al FMI, los bonistas y “los capitales especulativos” como cómplices de la política de sobreendeudamiento precedente, lo que le brindó elementos para fortalecerse en el gobierno y lograr un mayor apoyo en la opinión pública local. El estilo de negociación confrontativo (presente desde el inicio, mantenido en diferentes grados en el tiempo y de manera variable entre los funcionarios) frente a los acreedores externos y una retórica que procuraba diferenciar al gobierno del modelo de los años noventas, fueron elementos que no sólo contribuyeron a la construcción de la legitimidad en el plano interno, sino que también apuntalaron la táctica de deslegitimación de los pedidos de los acreedores y el Fondo.

El segundo fue el relativo a las relaciones con los tenedores de títulos y las posibilidades de intervención sobre el frente acreedor. El gobierno procuró mantener la iniciativa en la negociación y definir los tiempos, el tono y las características de la misma. Que los funcionarios gubernamentales se refirieran a las negociaciones en términos de “diálogo” con los llamados “grupos consultivos” e implementaran tácticas de demora (*delay*) son algunos ejemplos. Paralelamente, y frente a las tentativas de las organizaciones de acreedores de formar un frente unificado para fortalecer posiciones, procuró mantener divididos a los diferentes grupos, como forma de socavar, en la medida en que fuera posible, los efectos de una acción colectiva.¹³ La fragmentación del universo acreedor explicaba en gran medida la descoordinación entre los diferentes organizaciones, que el gobierno buscó potenciar. También cuestionó y desautorizó a algunos de los representantes de acreedores (especialmente los que poseían mayor poder de *lobby*), y se negó a reconocer al GCAB (Global Committee of Argentina Bondholders) como interlocutor privilegiado, a pesar de los requerimientos en este sentido del FMI.

Estos dos frentes de la estrategia política se combinaron con los esfuerzos sostenidos de fortalecer la posición negociadora de la Argentina. La búsqueda de respaldos internos y

externos, y la neutralización de actores que potencialmente pudieran obstaculizar o desviar la estrategia oficial en beneficio de los acreedores (como los gobiernos de los países de origen de los mismos) fueron los mecanismos elegidos en el gobierno. En el plano interno, el presidente Kirchner se propuso lograr la aprobación de la estrategia por parte de sectores empresarios, sindicales y también de la opinión pública, para que el consenso en el frente doméstico le permitiera sostener la confrontación. En el plano externo, procuró obtener al apoyo fundamental de los Estados Unidos, tanto en lo relativo a la renegociación de la deuda con privados como en las tratativas con los organismos multilaterales de crédito. También buscó el apoyo de países latinoamericanos y europeos. Aprovechando el desprestigio internacional en que el FMI estaba sumido, se propuso disminuir al mínimo su influencia sobre las negociaciones con los acreedores privados. También, explotar a su favor los intereses contrapuestos de ambos tipos de acreedores, que pugnaban por hacerse cada uno de una parte de los recursos fiscales disponibles. Esta contradicción fue puesta en evidencia por el ministro de Economía Roberto Lavagna quien, a partir de la figura del “bolsillo único”¹⁴ intentaba justificar la oferta “poco amigable” hacia los acreedores privados por el carácter privilegiado de los organismos multilaterales quienes recibían pagos a pesar de no realizar desembolsos de fondos frescos.

Luego de una conflictiva y larga negociación, el gobierno logró realizar en 2005 el canje de títulos. De las múltiples dimensiones de las derivas de la estrategia detallada, nos ocuparemos aquí de dos: las referidas a los resultados económico-financieros del canje y su relación con la política de desendeudamiento; y las discusiones en el plano político-sistémico, en donde creemos que la experiencia del canje brinda elementos para pensar nuevas formas de gestionar la política de manejo de la deuda y las relaciones con los acreedores.

La dimensión económico-financiera del canje y la política de desendeudamiento

En esta primera ronda encontramos que el resultado distributivo derivado del proceso de negociación resultó positivo para Argentina. Sobre un total de u\$s 81.836 millones de deuda elegible,¹⁵ los títulos ofrecidos representaron u\$s 62.318 millones, lo que implicó un nivel de adhesión del 76,15% (Cuadro 1).

Cuadro 1. Nivel de adhesión y quita en reestructuraciones de títulos por país

País	Año	Nivel de adhesión	Quita
Argentina	2005	76%	76,8%
Belice	2007	98%	23,7%
Dominica	2004	72%	54%
República Dominicana	2005	97%	4,7%
Ecuador	2000	98%	38,3%
Moldova	2002	100%	36,9%
Pakistan	1999	99%	15%
Uruguay	2003	93%	9,8%
Ucrania	2000	97%	18%

Fuente: elaboración propia en base a Das et al. (2012) y Cruces y Trebesch (2011)

Esto generó la emisión de nuevos bonos con un principal equivalente a u\$s 35.216 millones –distribuidos entre los títulos del menú de opciones–, lo que significó un descuento nominal del 43.3%.¹⁶

Esta nueva deuda adquirió una estructura simplificada: los 152 bonos elegibles nominados en 7 monedas y emitidos bajo 8 legislaciones fueron canjeados por 11 bonos,¹⁷ en 4 monedas y sujetos a las leyes de 4 jurisdicciones, lo que la hacía considerablemente más manejable.¹⁸ Cada uno de ellos, a su vez, poseía una estructura financiera particular (vid. Damill, Frenkel y Repetti 205; AGN 2006) que reflejaba las nuevas condiciones de repago; éstas significaron reducción del capital, reducción de tasas de interés y alargamiento de plazos, aliviando el peso de los pagos sobre las cuentas fiscales.¹⁹

Esta combinación de recortes generó, al momento del canje, una quita en valor presente para los adherentes de casi el 77%, significativamente más alta que la calculada para otras reestructuraciones (cuadro 1).²⁰ Este valor se encuentra muy alejado de las quitas de, por ejemplo, Uruguay y República Dominicana, que supusieron costos mínimos para los acreedores.

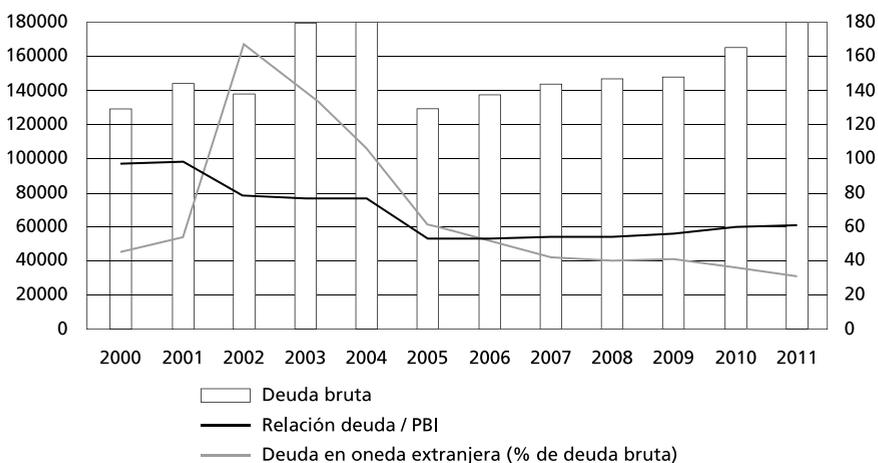
Esta quita es compatible con el enfoque distributivo del gobierno y permite explicar también el nivel relativamente bajo de adhesión si se lo compara con operaciones contemporáneas, aunque superando las expectativas de los actores del mercado y sobrepasando el umbral mínimo establecido en la mayoría de las cláusulas de acción colectiva (CACs) para hacer obligatorios los acuerdos. Es claro que menores recortes, resultantes de ofertas más atractivas, incentivan a los acreedores a suscribir. Estas consideraciones nos llevan a analizar la participación de los acreedores. Al haberse canjeado un 76,15% de la deuda elegible, quedó un remanente alto (23,85%) al compararlo con otros canjes que involucraron a bonistas desde 1998. En el cuadro 1 vemos que la mayoría obtuvo adhesiones superiores al 90%, mientras la Argentina tuvo uno de los niveles más bajos, solo superado por la reestructuración de Dominica. Es menester señalar que este

remanente habilitaría, en 2010, una nueva ronda de canje que llevaría la adhesión al 92,7% y, posteriormente, el desarrollo del conflicto judicial con los fondos buitre que se negaron a participar de ambas operatorias.

Sin embargo, muchas veces las reestructuraciones amigables con los mercados y los acreedores no reducen el peso de la deuda ni aseguran sustentabilidad futura. Acordamos con Guzmán (2016) en que, si bien la quita resultante puede parecer comparativamente alto al ponerlo en relación con otros, el mismo debe ser analizado teniendo en cuenta si permitió alcanzar la sustentabilidad. En este sentido, muchos de los episodios en que la pérdida de los acreedores fue pequeña, poco después debieron instrumentar otra reestructuración.²¹

Dicho esto, debemos considerar algunas cuestiones sobre el estado de la deuda soberana post-canje. Como resultado de la operatoria, entre 2004 y 2005 se observa una disminución en el stock de deuda (de u\$s 191.295 a 128.629 millones), una caída de la relación de esta con el PBI –que continúa en descenso hasta el final de la serie–, y un cambio en su composición, pues la deuda nominada en moneda extranjera desciende en casi 24 puntos (del 75,61 al 51,67% de la deuda bruta) (Gráfico 1). En el mismo período la deuda en manos de no residentes disminuye en 11 puntos porcentuales (del 58,4 al 47,4 % de la deuda bruta).

Gráfico 1. Deuda bruta (en millones de USD) e indicadores de sostenibilidad seleccionados (2000–2011) (★)

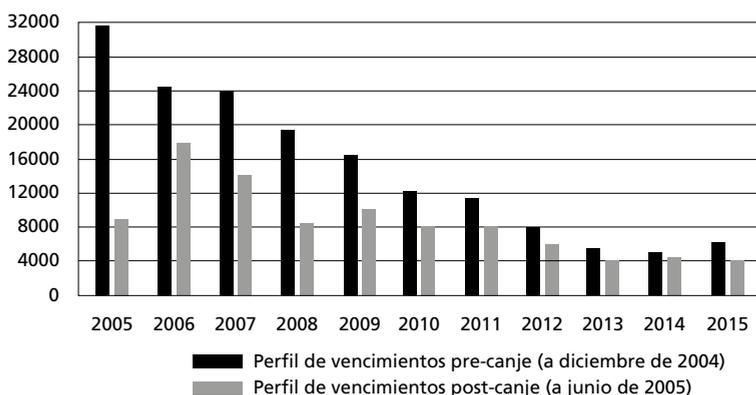


(★) Los datos desde 2005 no incluyen deuda no ingresada al canje

Fuente: elaboración propia sobre datos del Ministerio de Economía (Boletín Fiscal e Informes de Deuda)

Adicionalmente, en el gráfico 2 se observa un alivio sustantivo en los primeros años en el perfil de vencimientos, lo cual es compatible con el objetivo de liberar recursos del estado que apuntalaran el crecimiento y la mejora de la situación social en un contexto doméstico aún en recuperación. La mayor diferencia se observa en 2005 (poco más de u\$s 21.000 millones); posteriormente se mantiene, pero decrece, llegando en los últimos años de la serie casi a igualarse.

Gráfico 2. Perfil de vencimientos de la deuda pública pre y post-canje (en millones de USD) (2005-2015)



Fuente: elaboración propia sobre datos del Ministerio de Economía (Boletín Fiscal)

Finalmente, los principales indicadores de sostenibilidad luego de la operatoria mejoraron en comparación al peor momento de la crisis: la relación entre deuda y PBI disminuyó en más de 90 puntos porcentuales (Cuadro 2). Los pasivos en moneda extranjera en relación a las reservas y las exportaciones también cayeron y el *ratio* entre los intereses pagados y el PBI se redujo a la mitad, mientras que en la relación entre éstos y los recursos tributarios la variación fue de casi 15 puntos.

Cuadro 2. Indicadores de sustentabilidad seleccionados, pre y post-canje

Indicador de sostenibilidad	Pre-canje (*)	Post-canje (**)
1) Deuda bruta como % del PBI	166,4%	73,5%
2) Deuda en moneda extranjera como % de deuda bruta	79,1%	51,7%
3) Deuda en moneda extranjera como % de reservas	1154,8%	236,8%
4) Deuda en moneda extranjera como % de exportaciones	415,6%	143,4%
5) Intereses pagados como % del PBI	3,8%	1,9%
6) Intereses pagados como % de recursos tributarios	22,4%	8,5%

(*) Los indicadores 5 y 6 corresponden a datos de 2001; el resto, a datos de 2002.

(**) Corresponde a datos de 2005. No incluyen deuda no presentada al canje.

Fuente: elaboración propia con base en datos del Ministerio de Economía (Boletín Fiscal)

Con esta reducción significativa del peso de la deuda post-reestructuración en un contexto de crecimiento del producto y de consolidación de superávits externo y fiscal, el gobierno presentó al canje como un paso importante de un proceso de desendeudamiento que se buscaría consolidar en el tiempo como un mecanismo de “desintervención” del capital financiero en la economía local, lo que posibilitaba mayor autonomía para el gobierno.

La cuestión del desendeudamiento fue largamente discutida (especialmente a nivel local), pudiendo identificarse entre los analistas dos orientaciones: por un lado, aquellos que valoran positivamente el proceso de 2005 y el escenario abierto con posterioridad, considerando que representa un cambio en la dinámica de la deuda existente hasta entonces (entre ellos Damill, Frenkel y Rapetti 2005; Nemiña 2012; De Lucchi 2014; Kulfas 2016; Basualdo 2017), quienes (con matices) remarcan la magnitud inédita de la quita, la baja del stock, la disminución de la deuda en moneda extranjera, la mejora de los indicadores de sustentabilidad y el efecto inicial positivo que garantizó que el repago no fuera obstáculo para el crecimiento económico, entre otros. Es menester señalar que estos autores no presentan una mirada ingenua sobre el proceso, sino que se plantean interrogantes sobre los límites de la política de desendeudamiento frente al deterioro en las cuentas fiscales y externas. Por otro lado, quienes lo relativizan o lo critican abiertamente (por ejemplo, Guiliano 2006; LoVuolo y Seppi 2008; Cantamutto 2016; Bordón 2016). Mientras los primeros reconocen una transformación en el lugar ocupado por el endeudamiento público dentro del funcionamiento de la economía y ven cambios en la gestión de las finanzas estatales, los segundos tienden a cuestionar la existencia de tal transformación, poniendo el énfasis en el incremento sostenido del stock de los pasivos, en el carácter engañoso de la quita anunciada y en la insostenibilidad a futuro.

De acuerdo con Bordón (2016), los argumentos utilizados para cuestionar la tesis del desendeudamiento son varios. En primer lugar, se entiende que los nuevos mecanismos impuestos por la reestructuración impactaron negativamente sobre el stock de deuda: tanto el ajuste del capital de los bonos indexados como la capitalización de los intereses incrementaron los pasivos en el tiempo. En segundo lugar, se relativiza la reducción del peso del pago de los intereses y servicios. Aunque se observa la disminución relativa de este rubro sobre las cuentas públicas (medido a partir de diferentes indicadores), se sostiene que los gastos vinculados a la deuda representan proporciones similares a las existentes en los años noventa que, por otro lado, fueron compensados por las disposiciones ya mencionadas. En tercer lugar, se considera el incremento de los pagos asociados a las unidades ligadas al PBI. Desde su implementación, el cupón PBI fue abonado en seis oportunidades (2006, 2007, 2008, 2009, 2011 y 2012), sumando un total de u\$s 10.137 millones (Castañeira 2016).²² Cuarto, se sostiene que el desendeudamiento es limitado o falso porque (además de los mecanismos descriptos) el gobierno siguió endeudándose en el plano doméstico. En este sentido, la deuda no dejó de crecer, pues se reemplazó deuda externa por interna, principalmente con organismos estatales.²³

Así, para la mirada crítica, los logros manifestados por el gobierno no serían tales: el problema de la deuda persistió; las conclusiones sobre el desendeudamiento se sustentaron en datos parciales, o directamente falseados, lo que ponía en duda su sustentabilidad; la gestión de los pasivos lejos estuvo de ser satisfactoria y no hubo cambios sustantivos respecto a etapas anteriores, pues se siguió pagando, y mucho, a los acreedores.

Nosotros creemos que estos análisis subestiman un cambio central, que es el de la transformación en la composición de la deuda, principalmente ligada a la disminución de la deuda en divisas y con agentes privados. Si bien los mencionados analistas presentan evidencias incuestionables sobre el impacto de ciertos mecanismos, la sola consideración del crecimiento en términos absolutos o agregados sin profundizar en su estructura, aunque importante, supone también un análisis limitado. En esto coincidimos con De Lucchi (2014:35) para quien “analizar los procesos de endeudamiento o desendeudamiento implica observar la *calidad* y no tanto la *cantidad* del stock de deuda”. De acuerdo con el autor, luego del canje se observa una mejora en la calidad de la deuda pública argentina por varias vías. Entre ellas enumera la reducción del stock de deuda pública en moneda extranjera con terceros, la baja de los *ratios* de esta deuda sobre las exportaciones y las reservas y el aumento de la participación de la deuda intraestatal en el total. Estos procesos, en el que el desendeudamiento en moneda extranjera aparece como el más significativo, suponen –y en esto coincidimos con el autor– “un avance significativo en términos de la fragilidad financiera del Gobierno, sobre todo, teniendo en cuenta la historia del endeudamiento argentino de las últimas décadas”. La reducción de la exposición al riesgo cambiario, para un país con un largo historial de crisis externas, implicó un cambio cualitativo que aumentó la protección del país frente a shocks externos.

Entendemos que las decisiones de financiamiento post-reestructuración por vía de organismos estatales y de la búsqueda de fuentes externas alternativas (organismos internacionales regionales, Venezuela, China) e influida por una combinación de decisiones de política doméstica y de factores locales e internacionales –decisiones que a su vez se enmarcan en una política de manejo de pasivos que se inicia con la estrategia del canje–, estuvieron lejos de constituir una mera continuidad con el pasado e imprimieron a la deuda soberana una dinámica más sustentable que en el pasado reciente. Esto no significa asumir que el problema de la deuda desapareció ni que su repago no impactara sobre las cuentas públicas y externas; el creciente deterioro del frente externo y fiscal durante la presidencia de Cristina Fernández de Kirchner mostrarían claramente las gestiones que debían realizarse para atenderla.

Sin embargo, la gestión de la deuda hasta 2015 permitió más holgura que en el pasado y ha tenido un resultado fundamental: el de permitir ganar márgenes de maniobra en el plano fiscal y grados de libertad para gestionar la política económica, permitiendo tomar distancia de los disposiciones y condicionalidades que imponen los mercados

financieros internacionales en beneficio de una política orientada a sostener el crecimiento doméstico. En este sentido, la gestión post-canje, enmarcada en la política de desendeudamiento, tuvo consecuencias políticas que la diferencian de otras experiencias de la historia argentina y global reciente.

El impacto del caso argentino sobre el debate en torno a la arquitectura financiera de las reestructuraciones de deuda

El desarrollo de la reestructuración y los lineamientos del accionar argentino presentaron peculiaridades que resultaron en una complejización de las discusiones presentes a nivel global sobre las políticas más adecuadas para resolver crisis financieras, los mecanismos para resolver cesaciones de pago soberanas y la arquitectura financiera de las reestructuraciones de deuda. Aquí abordaremos algunos de los tópicos relacionados con la dimensión político-sistémica del canje. En primer lugar, nos ocuparemos del cambio en el papel desplegado por el sector oficial, poniendo el foco en los dos actores que intervinieron de manera preponderante en las reestructuraciones desde la década de 1980, el Fondo Monetario Internacional y el gobierno de los Estados Unidos; en segundo lugar nos ocuparemos de las repercusiones de dicha intervención sobre el poder relativo de los acreedores y sus organizaciones, para finalmente rever algunas de los procedimientos propuestos para resolver cesaciones de pago como la experimentada en 2001.

El FMI tuvo un grado de intervención en el canje argentino muy diferente del que había desempeñado anteriormente como garante y auditor de propuestas de reestructuración. La mediación del organismo durante las negociaciones de la República Argentina con los acreedores fue limitada, en contraste con otras experiencias recientes en las que jugó un activo rol, como las reestructuraciones de deuda de Pakistán, Ucrania, Ecuador y Uruguay (Díaz-Cassou, Erce-Domínguez y Vázquez-Zamora 2008). En estos casos, los países habían tenido, se encontraban negociando o tenían vigentes acuerdos de financiamiento con el Fondo que implicaban condicionalidades que, aunque no determinaban oficialmente el valor de la quita, definían los parámetros macroeconómicos y fiscales para sostener la reestructuración y supeditaban los desembolsos no solo al cumplimiento de las metas pactadas, sino también al mantenimiento de negociaciones de buena fe con los acreedores. Además, el FMI tuvo una importante influencia como asesor, al proveer información y ostentar pericia técnica para la elaboración del modelo de sustentabilidad que garantizaría, al menos en el papel, el repago futuro dando legitimidad a la propuesta frente a los mercados, los acreedores y los restantes actores del sistema financiero internacional.

A este respecto, la mayor singularidad argentina residió en que el diseño y la gestión de la reestructuración se desarrollaron sin injerencia del FMI; estuvo a cargo de los funcionarios y de los asesores por ellos elegidos. El organismo ni siquiera auditó las proyecciones

financieras que sirvieron de fundamento a la sostenibilidad de la propuesta de canje, lo que sucedía por primera vez (Damill, Frenkel y Rapetti 2005; Roubini y Setser 2004). Aunque se había suscripto un acuerdo en septiembre de 2003, Argentina logró que éste no definiera las condiciones del tratamiento a los bonistas, lo que dejó librada a la dinámica de la negociación la fijación de los presupuestos macroeconómicos y fiscales que permitieran afrontar los pagos a los privados. Fue así que el gobierno pudo generar una propuesta que no seguía los lineamientos tradicionales de ajuste, sino que era compatible con sus objetivos generales de política económica y con la estrategia de negociación. Esta escasa intervención no fue casual, sino que fue el resultado de una decisión del gobierno nacional de poner límites a la injerencia del FMI, decisión que llevó a que finalmente Argentina pidiera suspender el acuerdo en agosto de 2004, a los fines de evitar la presión del organismo en favor de los acreedores durante las revisiones del mismo.

Por otro lado, el FMI tampoco otorgó financiamiento neto durante la negociación. La ausencia de fondos frescos, en un contexto de mejora de las cuentas externas y fiscales y de acumulación progresiva de reservas que permitían al gobierno hacer frente a los vencimientos, limitó aún más las posibilidades de influencia del organismo sobre las decisiones gubernamentales. Como ya señalamos, estos cambios en la intervención del FMI fueron adicionalmente aprovechados por Argentina para avanzar en su negociación con los acreedores privados. Las diatribas gubernamentales contra el organismo, la puesta en evidencia de la divergencia de sus intereses respecto de los demás acreedores y la suspensión del acuerdo, permitieron al gobierno morigerar aún más su influencia.

El cambio en sus roles de técnico y prestamista supusieron el debilitamiento relativo del Fondo como actor político, en un doble sentido. Primero, y en el caso específico que nos ocupa, porque disminuyó su grado de intrusión en la negociación como promotor de las demandas de los acreedores. En episodios previos, y amparado en la política de *Lending into arrears* el FMI había ejercido presión sobre los soberanos para lograr que estos acomodaran su accionar a los intereses de los privados (Simpson, 2006).²⁴ En el caso argentino si bien pudo influir en el canje, contribuyendo a la mejora de la propuesta en la llamada “oferta de Buenos Aires” y al reconocimiento del GCAB como interlocutor válido, la influencia del Fondo fue considerablemente menor que en otras experiencias. Segundo, y lo que es tal vez más importante, porque contribuyó a ahondar el cuestionamiento al Fondo como actor central de las finanzas internacionales y a sus “recetas” ortodoxas ante las crisis. En este sentido, el rol jugado en la reestructuración –en la que ocupó una posición marginal y que fue diseñada a contramano de sus recomendaciones habituales de política– contribuyó a horadar la posición en el que se hallaba el Fondo en el escenario internacional a principios del nuevo siglo.

Desde la crisis asiática de fines de la década de 1990 el FMI se encontraba en una profunda crisis de credibilidad y legitimidad que incluía un debate sobre el papel que ocuparía en el sistema financiero global luego del fracaso de sus sucesivas intervenciones en esa década.

Según la discusión existente entonces –por ejemplo el “Informe Meltzer” de la Comisión Asesora de Instituciones Financieras Internacionales del Congreso de Estados Unidos (<http://www.access.gpo.gov/congress/senate>) la intervención del FMI no había hecho más que generar incentivos para la conducta riesgosa de soberanos e inversores, aumentando considerablemente el riesgo moral. Los salvatajes masivos y generalizados (implementados con el objetivo de apuntalar a los países en dificultades y evitar contagios que generaran disrupciones regionales o globales) realizados con dinero público aseguraban que no hubiese sanciones ni costos para los comportamientos irresponsables de países e inversores. El *default* y el estallido de la convertibilidad en Argentina, ocurridos inmediatamente después de que el organismo (a instancias de los Estados Unidos) “soltara la mano” al país que durante más de una década había sido presentado como ejemplo exitoso de implementación de las reformas y políticas promovidas por el mismo, generaron una revisión interna sobre la responsabilidad del organismo y multiplicaron los interrogantes internacionales sobre su protagonismo futuro. La posterior reestructuración, en la que ocupó una posición marginal y que fue diseñada a contramano de sus recomendaciones habituales de política, operó en este mismo sentido, horadándolo.

Uno de los principales críticos a la política de rescates implementados por el FMI durante los años noventa fue el gobierno republicano de George W. Bush, que desde su llegada a la Casa Blanca buscó distanciarse de la administración predecesora e implementar una nueva política financiera basada en la reducción del riesgo moral y el comportamiento especulativo. Argentina fue el caso testigo en el que la misma se implementó, desatando la crisis. Sin embargo, posteriormente, la política de prescindencia²⁵ implementada por Bush hijo –política que se alejó de experiencias previas de intervención del gobierno de los Estados Unidos– supondría una disminución considerable de la injerencia del país del norte (de manera directa y a través del Fondo) sobre las negociaciones, que jugaría a favor del país.

La no-intervención de los Estados Unidos podría explicarse por factores políticos, estratégicos e ideológicos (Helleiner 2005). A estos debemos sumar, primero, que la crisis se había circunscripto a Argentina y la cesación de pagos no ponía en riesgo la estabilidad del sistema financiero internacional; y segundo, que la mayoría de los acreedores en Estados Unidos (que por otra parte eran una porción minoritaria del total) eran inversores institucionales acostumbrados a negociar pérdidas razonables, dando prioridad al mantenimiento de relaciones duraderas con los países deudores. Estas cuestiones diferenciaban el accionar de la administración Bush de las de otros países del G7 (Kanenguiser 2006). La concepción de las negociaciones como un asunto entre la República Argentina y sus acreedores, en la que ni el FMI ni su principal accionista debían intervenir, no solo apuntaló la estrategia argentina y debilitó la posición acreedora, sino que también generó interrogantes sobre las implicancias de la posición del hegemon sobre futuras crisis financieras y de deuda (Helleiner, 2005).

Estas novedosas formas de no-intervención tanto del FMI como de los Estados Unidos (que fueron refrendadas e incentivadas por el gobierno argentino) tuvieron repercusiones sobre la parte acreedora, pues la privó de uno de los soportes más importantes que había tenido históricamente, contribuyendo al cambio en las relaciones de fuerza entre deudores y acreedores, a favor de los primeros. En el caso argentino, parecía que la República había logrado imponer a los acreedores sus criterios en la reestructuración sin sufrir mayores sanciones internacionales, prescindiendo de la intervención del FMI y logrado mantener a raya a los actores litigiosos.

Si la mayoría de los acreedores optó por aceptar una oferta catalogada al menos como magra ¿cómo puede comprenderse? Aquí sostenemos que la parte acreedora se encontraba en una posición especialmente débil, que fue aprovechada por el gobierno argentino. Esta debilidad tenía en primer lugar un fundamento estructural: la deuda en *default* era particularmente heterogénea, lo que profundizaba la fragmentación que define al universo acreedor desde la década de 1990. Si bien los prestamistas de la República lograron vencer en algún grado las dificultades para la coordinación y crearon instancias representativas, las mismas reflejaban la atomización presente a su interior en el nivel de las organizaciones. Sumada a la acción de deslegitimación y segmentación del gobierno nacional, esta pluralidad organizativa y de representación impidió la formación de una instancia única y unificada de coordinación que tuviera la legitimidad y la fuerza suficiente para negociar en mejores condiciones. A la debilidad de composición se le sumó la debilidad política ocasionada por las dificultades propias para la coordinación, potenciada por el papel limitado del FMI y la decisión de los Estados Unidos de no tomar partido. Estas posturas lejos estuvieron de ser neutrales, ya que quitaron un sustento fundamental a la estrategia coercitiva de los acreedores. En este sentido, la reestructuración argentina mostró las dificultades de la coordinación de un grupo complejo, y -lo que es más importante- permitió demostrar el limitado poder de negociación que posee en ausencia de la intervención del sector oficial coordinando sus acciones y procurando la atención de sus intereses (Kamlani 2008).

Frente a este panorama es que Gelpern (2005) consideró que la crisis y reestructuración argentina dejaban la impresión de que, frente a la abstención del gobierno de Estados Unidos y del FMI del sector oficial, se había cambiado el balance de poder en favor de los deudores. Esto respondió a que los acreedores se comportaron de manera acorde al estereotipo atomístico, sin poder establecer una coalición coherente y con lineamientos estratégicos unificados. Pero también (y fundamentalmente) respondió a la abstención de actores con capacidad de compeler al soberano a la acción e incluso organizar a los acreedores por encima de sus propias diferencias. Esta experiencia suma elementos a la discusión sobre ciertos aspectos de las propuestas de marcos de reestructuración, específicamente el referido a la utilidad de los comités de acreedores como instancias organizativas y de representación, algo que es impulsado por algunos sectores.²⁶

Finalmente, y en relación a los marcos para la reestructuración de pasivos públicos, el caso argentino impulsó (en esta primera instancia y a lo largo de todo su extenso desarrollo) un debate sobre la arquitectura financiera de las reestructuraciones de deuda. Incluso creemos que la experiencia argentina puede comprenderse dentro de la discusión más amplia, impulsada desde el sur global, sobre estrategias políticas e institucionales alternativas a las prevalecientes dentro de la comunidad financiera internacional, para fomentar arreglos financieros que impulsen el desarrollo (Gabel 2013).

Sobre los procesos de resolución de cesaciones de pago, la complejidad del episodio que estudiamos puso en duda las capacidades del *statu quo* para resolverlo de manera satisfactoria.²⁷ La diversidad de los acreedores y sus organizaciones, la complejidad legal de sus pasivos y el enorme stock de deuda hicieron que en el caso argentino emergieran todos los problemas que pueden surgir en una reestructuración (Roubini y Setser 2004). Esta complejidad generó acalorados debates sobre la necesidad de realizar reformas e implementar nuevos mecanismos para el manejo de las bancarrotas soberanas (Soedemberg 2003).

Fue entonces que, desde el epicentro del sistema financiero, surgieron dos propuestas. La primera de ellas, estatutaria, nació en el seno del propio FMI. Fue su entonces subdirectora, Anne Krueger, quien impulsó a fines de 2001 el Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) que pretendía constituirse en el andamiaje legal internacional que, inspirándose en el capítulo 11 de la ley de bancarrota de Estados Unidos, fijase las reglas e incentivos que permitieran un proceso ordenado, eficiente y beneficioso para las diferentes partes (Krueger 2002). Las dificultades políticas para su implementación y el impulso dado por Estados Unidos a las cláusulas de acción colectiva dieron por tierra la iniciativa. Justamente sobre la incorporación de la Cláusula de Acción Colectiva (CAC) se orientó la segunda propuesta, de carácter contractual.²⁸ Ésta buscó fortalecer los contratos de deuda, para hacerlos más completos, claros y eficientes. El Tesoro de los Estados Unidos fue su principal promotor y contó con el apoyo de los actores del mercado, pues suponía una orientación mucho más gradual, al limitarse a perfeccionar provisiones contractuales.²⁹ En paralelo a estos debates y a las políticas desarrolladas por los actores nodales de las finanzas internacionales, en el sur global comenzaban a fortalecerse los esfuerzos regionales y nacionales para hacer frente a las recurrentes crisis financieras. Desde los episodios del sudeste asiático, en los países en desarrollo comenzó un proceso de experimentación e innovación institucional y política –que se profundizaría desde 2008–, a partir del cual éstos tomaron medidas para protegerse de turbulencias futuras, de las sanciones del FMI y de la intromisión –del Fondo y de los países centrales– en su espacio de decisiones políticas. Entre ellas podemos mencionar la sobreacumulación de reservas, la cancelación de pasivos con el FMI y la proliferación de instancias alternativas de financiamiento, como la asistencia oficial de bancos regionales de desarrollo o el establecimiento de arreglos de swaps bilaterales entre bancos centrales (Gabel 2013). Creemos que podemos incluir a la estrategia de reestructuración argentina y a

la política de desendeudamiento –que forzó y debatió algunas de las reglas imperantes en la gobernanza financiera actual–³⁰ como parte de estos esfuerzos en la búsqueda de nuevas formas de gestión del financiamiento y de resolución de crisis, desde la perspectiva de los países afectados. Esta orientación política partió del reconocimiento del carácter condicionante que posee la deuda soberana sobre los estados y sus poblaciones, por lo que explícitamente se buscó disminuir esta capacidad de incidencia de las lógicas, dinámicas y actores asociados a la misma sobre el escenario doméstico.

En este sentido las características de la experiencia argentina la separan y diferencian de las numerosas reestructuraciones *market friendly* que se observan en la historia nacional y global, orientadas a atender casi exclusivamente las demandas de los acreedores. Los diversos elementos involucrados en esta reestructuración –la búsqueda del manejo de la negociación de acuerdo a los intereses del deudor; la ponderación de la sustentabilidad como criterio central para compatibilizar los pagos con el crecimiento económico interno y la mejora de la situación social; el “hacer socios” a los acreedores de dicho crecimiento para buscar puntos de cooperación; la defensa férrea de las decisiones de política económica; la búsqueda de mayores grados de libertad respecto del sistema financiero y sus agentes; la inauguración de una política de desendeudamiento iniciada con el canje y continuada a partir del cambio en el perfil y la composición de la deuda, parecen sentar un precedente y abrir nuevos caminos para las políticas de gestión de la deuda soberana y de manejo de las relaciones con los acreedores en el marco de la arquitectura financiera global existente. El éxito inicial de la orientación de la política argentina inspiró la decisión de Ecuador de 2009 de implementar una estrategia también confrontativa frente a sus acreedores, que implicó la realización de una auditoría para determinar la legitimidad de la deuda y la declaración de la cesación de pagos (Li, Olivares-Caminal y Panizza 2011). El caso argentino también revitalizó la consideración de académicos y hacedores de políticas sobre la inclusión de instrumentos que vincularan los pagos con variables ligadas al crecimiento doméstico como el cupón PBI, que fue ampliamente discutido y utilizado en las reestructuraciones de países como Grecia (2012) y Ucrania (2015).³¹

Si bien sabemos que posteriormente la profundización de la estrategia argentina se encontraría con dificultades y contrariedades que llevarían a relativizar algunos de los éxitos iniciales,³² y que incluso se considere al caso argentino como idiosincrático, creemos que abrió caminos para la experimentación y la reflexión política en la construcción de políticas alternativas para gestionar la deuda de los países en desarrollo, las reestructuraciones y las relaciones con los acreedores en formas compatibles con los intereses locales y las posibilidades de desarrollo, alejados de los caminos ortodoxos tradicionalmente recorridos en las décadas previas.³³

Por esto, es menester volver nuestra mirada a la reestructuración argentina llevada adelante por la administración de Néstor Kirchner pues su singularidad la constituye en un

episodio paradigmático para analizar no sólo las condiciones para la implementación de estrategias novedosas de manejo de pasivos en el escenario internacional actual, sino también la importancia de las orientaciones y preferencias de política que la sustentan. Así, la dura estrategia de negociación y el proceso de desendeudamiento que la siguió, no puede entenderse sin atender los objetivos más amplios que guiaron la acción del gobierno, objetivos orientados a romper con la subordinación respecto a las pretensiones e intereses de los actores del sector financiero y potenciar el desarrollo de un modelo económico orientado a mejorar progresivamente las condiciones de vida de las mayorías.

Un más profundo análisis de este caso, tarea al que este escrito busca contribuir, puede ayudar a comprender, por contraste, episodios similares del pasado y del presente y a pensar alternativas políticas, considerando las particularidades, para futuros eventos de crisis.

Resumen y conclusiones

En este trabajo analizamos la política de manejo de la deuda en *default* del gobierno de Néstor Kirchner durante el desarrollo de las tratativas que culminaron en el canje argentino de 2005 para indagar en sus particularidades y reflexionar sobre las potencialidades que posee como precedente para futuras reestructuraciones. A la luz de la teoría de las negociaciones económicas internacionales, caracterizamos la estrategia de renegociación de la deuda como predominantemente confrontativa y tendiente a lograr un reparto de pérdidas favorable a la Argentina en detrimento de los intereses de los acreedores. Durante el desarrollo de las negociaciones el gobierno argentino supo aprovechar hábilmente a su favor las condiciones del contexto económico internacional que fortalecieron su posición externa y fiscal, pudo explotar y profundizar las debilidades de su contraparte y morigerar la intervención de sus históricos aliados del sector oficial (el FMI y el gobierno de los Estados Unidos), que tuvieron un papel limitado durante el proceso, lo que mejoró la posición de la Argentina.

Esta estrategia permitió arribar a determinados resultados financieros, que expresan a su vez efectos distributivos entre las partes en conflicto. El alto nivel de confrontación impulsado por Argentina resultó en altas pérdidas para los acreedores, un importante alivio para las cuentas públicas y el mejoramiento de los indicadores de endeudamiento post-canje. En sintonía con esta problemática se generó una discusión sobre el proceso abierto desde entonces que entendemos enmarcado en una política de desendeudamiento. La misma constituyó una ruptura en la orientación de la acción estatal en torno a la deuda pública en relación a la prevaleciente en la historia argentina desde 1976. El corolario fundamental de esta novedosa política que buscó deliberadamente cortar con el crecimiento continuo y sostenido de los pasivos soberanos externos, fue la ganancia de mayores grados de libertad para la gestión de la política económica. Esto permitió poner fin a la lógica de subordinación de las decisiones gubernamentales a las disposiciones impuestas por los acreedores y las instituciones financieras internacionales y, a

su vez, consolidar un modelo económico que corrió al sector financiero del centro del proceso de acumulación, potenció a los sectores productivos y habilitó mayores niveles de distribución a partir de una fuerte intervención estatal. Estas consecuencias políticas se extendieron a un nivel institucional-sistémico, especialmente si consideramos el papel de los Estados Unidos y del FMI, la posición de los acreedores y las discusiones sobre mecanismos de reestructuración que suscitó el *default*. En este sentido, entendemos que el caso argentino puso en evidencia la centralidad del accionar del sector oficial como sostenedor de los intereses de los acreedores; permitió una mayor comprensión de las complejidades de las negociaciones realizadas frente a una contraparte acreedora heterogénea, dispersa y con orientaciones diversas; y las debilidades de los mecanismos vigentes para dar solución a las crisis de deuda, habilitando también importantes discusiones y propuestas entre académicos y hacedores de política, que se multiplicarían y profundizarían luego, a partir de la disputa judicial con los fondos buitres.

Para finalizar, no queremos dejar de remarcar la importancia y las potencialidades del caso abordado para repensar nuevos caminos para orientar la acción política de los gobiernos deudores en las relaciones con los acreedores y establecer mecanismos que sean compatibles con las necesidades de los países en desarrollo. Postulamos que la de Argentina fue una experiencia novedosa que, discutiendo algunas de las reglas imperantes en la gobernanza actual en lo referente a las relaciones deudor-acreedores a partir de una orientación política que privilegió los intereses nacionales, mostró estrategias y orientaciones alternativas a las que promueven e imponen el ajuste para atender las obligaciones para con los prestamistas, llevando al deterioro sostenido de la situación económica, social y fiscal de los países endeudados. En este sentido, creemos que, si bien el proceso abierto en 2005 presenta límites, su mayor aporte consiste en haberse alejado de las políticas tradicionalmente implementadas frente a las crisis de deuda, lo que abre la puerta a la reflexión sobre nuevas vías para gestionar las reformas futuras en la arquitectura de las reestructuraciones de pasivos soberanos, teniendo especialmente en cuenta las necesidades de las poblaciones de los países tradicionalmente subordinados en el sistema financiero internacional y afectados por recurrentes crisis de endeudamiento.

¹ El presente trabajo es una versión corregida de la ponencia presentada en las X Jornadas de Sociología de la UNLP (2018).

² Esta transformación, sufrida en un contexto global marcado por la avanzada del proceso de financiarización iniciado en la década del '70, supuso el abandono del modelo de industrialización por sustitución de exportaciones vigente desde la segunda posguerra.

³ Este incremento se explica por varios procesos ligados a la crisis económica y financiera y al colapso del régimen de convertibilidad: la intervención en el sistema financiero a través de la “pesificación asimétrica”, el traspaso de pasivos de los estados provinciales a la órbita nacional, el reconocimiento de obligaciones con empleados, jubilados y proveedores y la indexación de la deuda por CER (Damill, Frenkel y Rapetti 2005).

⁴ Damos por cerrada la reestructuración con los acuerdos suscriptos con el grueso de los acreedores que no habían ingresado a los canjes, aunque aún existe un stock pendiente de resolución igual al 0,9% del total de deuda (Ministerio de Hacienda, *Informe de deuda* IV trimestre 2018).

⁵ Vid. Val (2018).

⁶ El grado de fortaleza en la posición puede evaluarse a partir de la existencia de apoyos por parte de actores que posean intereses compartidos o similares, la neutralización de enfrentamientos con actores que posean intereses divergentes y el contexto macroeconómico local e internacional (Nemiña 2011).

⁷ Las orientaciones teóricas más comunes, provenientes de campo de la economía, tienen serias limitaciones para explicar la problemática de la deuda y los procesos de reestructuración (vid Roose 2019). Las mismas modelizan las dinámicas, abstraen las particularidades bajo supuestos de homogeneidad de comportamientos u orientaciones o limitan su análisis a los aspectos económico-financieros, sin considerar las negociaciones como procesos sociales y políticos, las acciones de los actores involucrados ni la multiplicidad de dimensiones implicadas. Dadas las particularidades de estos procesos y los límites de las perspectivas conceptuales habituales, creemos que la que presentamos es pertinente.

⁸ La negociación de la deuda argentina adquirió características particulares: el gobierno eligió circunscribirlas a instancias de “diálogo” –encabezadas en general por funcionarios del Ministerio de Economía– con grupos consultivos formados por agrupaciones de representaciones de bonistas en diferentes países, lo que formó parte de la estrategia gubernamental de fragmentación y deslegitimación de las agrupaciones, como veremos más adelante.

⁹ En este sentido, los negociadores fueron hábiles “lectores” de la situación, pues aprovecharon las oportunidades abiertas en el contexto en el que se desarrollaban las tratativas.

¹⁰ La oferta inicial sería modificada en sucesivas oportunidades como forma de atender limitadamente los reclamos de los acreedores, incorporando mejoras financieras y mecanismos tendientes a minimizar la incidencia del comportamiento holdout (es decir, el que implica abstenerse de participar en el canje). Para ver estos cambios durante el desarrollo de las negociaciones vid Val (2018).

¹¹ El cupón PBI es un instrumento financiero que acompañó a los bonos emitidos en el canje. El mismo genera un derecho de cobro sólo si la economía crece más de un 3% en el año y el crecimiento acumulado es superior a un escenario base definido en el prospecto de los títulos. A mayor diferencia entre el crecimiento económico real y el escenario base, mayor será el monto que el Estado argentino deberá pagar a sus tenedores (Castiñeira 2016). Si bien desde Dubai se planteó una variante de bonos indexados al crecimiento del producto, las características de las unidades ligadas al PBI se conocieron con posterioridad a la primera oferta.

¹² La caracterización del escenario local en estos términos le permitía resistir las presiones de los acreedores y restantes actores internacionales, pues “el poder del negociador se basa a menudo en una incapacidad manifiesta para hacer concesiones y aceptar demandas” (Griffith Jones 1988: 36).

¹³ Las negociaciones del primer canje de deuda involucraron a una gran cantidad y variedad de organizaciones representativas de acreedores, lo que respondió a la gran cantidad y variedad de inversores en títulos argentinos dispersos por todo el mundo. Se formaron comités de acreedores, tanto minoristas como institucionales, en Argentina, Italia, Alemania, Estados Unidos y Japón. Algunas de las más importantes se articularon en una instancia de representación colectiva internacional, el Global Committee of Argentina Bondholders (GCAB) que, contando con el apoyo del FMI, buscaba convertirse en el interlocutor privilegiado del gobierno durante las negociaciones (Val 2018). Sin embargo, la misma no logró superar la fragmentación existente al interior del universo acreedor.

¹⁴ La metáfora del “bolsillo único” señalaba que cualquier mejora en la oferta de canje en sintonía con los pedidos de los acreedores, implicaría una afectación del ritmo de cancelación de vencimientos con el propio FMI, debido a que el país no podía afrontar simultáneamente ambas obligaciones financieras (Nemiña 2011)

¹⁵ Dicho monto estaba integrado por el capital residual en circulación al 31/12/2001 y los intereses devengados e impagos hasta, pero sin incluir, el 31/12/2001, por USD 79.700 y 2.100 millones, respectivamente (AGN 2006).

¹⁶ Este descuento sobre el principal –que en los bonos *discount* fue del 66,3% y en los cuasi-par del 30,1% (Damill, Frenkel y Rapetti 2005; AGN, 2006)– es un *proxy* del alivio de deuda para el país. El mismo se morigeraría posteriormente con los pagos de los cupones ligados al PBI y a los *holdouts* (Guzmán 2016).

¹⁷ Los mismos eran: Par en dólares bajo ley de Nueva York (PARY), Par en dólares bajo ley argentina (PARA); Par en pesos bajo ley argentina (PARP); Par en euros bajo ley e Londres (PARE); Paren en yenes bajo ley de Tokio, Discount en dólares bajo ley de Nueva York (DICY); Discount en dólares bajo ley argentina (DICA); Discount en pesos bajo ley argentina (DICP); Discount en Euros bajo ley de Londres (DICE); Discount en yenes bajo ley de Tokio y Cuasi-par en pesos bajo ley argentina. A esto deben sumarse las unidades ligadas al PBI, que acompañaron a cada uno de estos bonos subyacentes (Müller 2013).

¹⁸ De esta nueva deuda el 55,96% estaba nominada en moneda extranjera (28,96% en dólares, 26,29% en euros y el 0,7% en yenes) y el 44,04% en pesos. En relación a la legislación, el 49,18% quedó bajo jurisdicción argentina y, dentro de la sujeta a ley extranjera, el 23, 83% quedó bajo ley de Nueva York.

¹⁹ En relación a estos dos últimos cambios de los bonos, se observa una disminución en las tasas de interés promedio ponderadas de la deuda total y en títulos (que pasaron, respectivamente, del 6,37% y 8,28% en diciembre de 2004 al 3,46% y 2,64% en junio de 2005) y un alargamiento de la vida promedio de la deuda total y en títulos (que pasó, en el mismo período de 7,80 y 9,68 a 11,79 y 18,30 años respectivamente, sin incluir moras de capital e intereses) (Ministerio de Economía, *Boletín Fiscal*, cuarto trimestre de 2004 y segundo trimestre de 2005).

²⁰ Tomamos este cálculo porque es compatible con el que realizaron los titulares de bonos para contabilizar las pérdidas sufridas al suscribir la oferta. Cruces (2016) sostiene que de incorporarse los cupones PBI al mismo cálculo, la quita se reduciría 73,36%. Sin embargo, otras mediciones muestran que las pérdidas se vieron significativamente reducidas. Müller (2013) la ubica entre 21 y 36% de acuerdo a la tasa de descuento que se tome, mostrando que la quita sería mayor si no se consideraran las obligaciones contingentes.

²¹ Entre los más recientes, encontramos los casos del *megacanje* argentino de 2001 y el de Jamaica, quien implementó un canje de deuda en 2010, seguido por otro poco después, en 2013 (Schmid 2019).

²² Castiñeira (2016) estima un sobrepago del cupón debido a la sobreestimación del crecimiento del PBI con posterioridad al cambio de metodología del cálculo del índice de precios al consumidor (IPC).

²³ Este sería el caso del pago realizado al FMI con reservas de libre disponibilidad a principios de 2006, que no habría hecho más que reemplazar un pasivo con el organismo internacional por otro con el BCRA.

²⁴ La política de Concesión de Préstamos a Países con Atrasos (*Lending into Arrears*) fue creada bajo el impacto de las crisis financieras de finales de los noventa para clarificar los requerimientos del Fondo para otorgar créditos a países que tuvieran parte de su deuda en cesación de pagos (Nemiña 2011).

²⁵ Según un funcionario, el Tesoro norteamericano no se limitó a sostener una actitud de prescindencia, sino que más bien se involucró para frenar los embates de los países europeos contra el gobierno argentino durante las negociaciones (Kanenguiser 2006).

²⁶ El Institute of International Finance (IIF) en sus "Principles for stable capital flows and fair restructuring in emerging markets" de 2004, los incluyen como vehículos apropiados para las negociaciones. Para mayores detalles ver Val (2018).

²⁷ Nos referimos a la llamada solución de mercado, el canje de deuda basado en la negociación entre las partes involucradas.

²⁸ Las CAC establecen mecanismos que facilitan la constitución de mayorías que pueden convenir con el país deudor los términos de una reestructuración y hacer forzoso su cumplimiento para la totalidad de los tenedores. Su objetivo es facilitar la coordinación intra-acreedores y bloquear la conducta litigiosa de los tenedores disidentes. Aunque existen diferentes diseños, en general establecen que con un umbral mínimo del 75% de adhesión a los términos de la oferta, la misma se hace obligatoria para el 100% de los titulares de bonos.

²⁹ Posteriormente, como consecuencia del litigio argentino con fondos buitres, el enfoque contractual se perfeccionaría a partir de modificaciones en la redacción de cláusulas como la *pari passu*.

³⁰ Que beneficia a algunos agentes en detrimento de otros (Manzo 2017).

³¹ Decimos que la estrategia argentina no fue *market friendly* en su orientación, pues no atendió prioritariamente los intereses de los actores financieros, sino que los aceptó de manera limitada en el marco de una negociación sostenida en la defensa de los supuestos fundamentales de la propuesta. Esto no obtura su carácter "de mercado", pues siguió los procedimientos habituales (reconocimiento de legitimidad de las acreencias, diálogo, presentación de propuesta con incentivos, apertura de oferta en plazas internacionales, canje de instrumentos, etc.).

³² Las dificultades, muchas derivadas del diseño legal del canje, en los tribunales de Nueva York son bien conocidas (Nemiña y Val 2018).

³³ Un intento en este sentido, fue la discusión realizada a instancias de la iniciativa argentina en la ONU (entre 2014 y 2015) en torno a la construcción de un estatuto internacionalmente válido que habilitara reestructuraciones ordenadas, compatibles con el desarrollo, la equidad y las prioridades nacionales de los países en desarrollo. La misma tuvo como resultado la aprobación de nueve principios que deben ordenar las negociaciones y que tienen como objetivo principal limitar el accionar de los fondos buitre.

Referencias bibliográficas

AGN Auditoría General de la Nación (2006) *Estudio especial sobre administración de pasivos del Estado. Canje default 2005*. Buenos Aires: AGN.

Basualdo, Eduardo, ed. (2017) *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires, Siglo XXI Editores.

Bohoslavsky, Juan Pablo (2009) *Créditos abusivos. Sobreendeudamiento de Estados, empresas y consumidores*. Buenos Aires, Editorial Ábaco de Rodolfo de Palma.

Bordón, Marisa (2017) “El estado y el capital financiero en Argentina entre 2002 y 2012. La deuda pública” *Problemas del Desarrollo*, vol. 48 N° 190:83-108.

Cantamutto, Francisco J. (2016) “Política reciente de la deuda pública”. Puyana Mutis, A. y Constantino, A. (coords.) *La inserción de América Latina en la economía globalizada*. Ciudad de México: FLACSO: 129-156.

Castiñeira, Ramiro. (2016) *Bono PBI: atrapado entre el nuevo y viejo INDEC*. Buenos Aires, Econométrica

Cruces, Juan José. (2016) *Una república sin buitres. Para bajar el costo de invertir en la Argentina productiva*. Buenos Aires, FCE.

Cruces, Juan José & Christoph Trebesch (2011) “Sovereign defaults: The price of haircuts”. *CESifo Working Paper* 3604

Das, U. S.; Papaioannou, M.G. y Trebesch, C. (2012) “Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts” *IFM Working Paper* N° 107. Washington, D.C.

Damill, Mario, Roberto Frenkel y Martín Rapetti. (2005) “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”. *Desarrollo Económico*, vol. 45, N°178:187-233.

De Lucchi, Juan M. (2014) “*Macroeconomía de la deuda pública. El desendeudamiento argentino (2003-2012)*”. Documento de Trabajo CEFIDAR N°53.

Dhillon, A., Garcia-Fronti, J., y Zhang, L. (2013). *Sovereign Debt Default: The Impact of Creditor Composition*. Warwick Economic Research Paper nro. 901. Coventry, Department of Economics–University of Warwick.

Díaz-Cassou, J.; Erce-Domínguez, A y Vázquez-Zamora, J. J. (2008) “Recent episodes of sovereign debt restructuring. A case-study approach”. *Documentos ocasionales* N°804. Madrid, Banco de España.

Gelpern, A. (2005) “After Argentina”. *Rutgers School of Law-Newark Research Paper* N°011.

Giuliano, Héctor. (2006) *Problemática de la deuda pública argentina. Vol II. La deuda bajo la administración Kirchner.* Buenos Aires, Grupo Editor del Encuentro.

Grabel, Ilene. (2012) “Crisis financiera global y la emergencia de nuevas arquitecturas financieras para el desarrollo”, *Ola Financiera*, N°s 13 y 14 (dos partes).

Griffith-Jones, Stephany. (comp.) (1988) *Deuda externa, renegociación y ajuste en América Latina.* Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica.

Guzmán, Martín. (2016) “An analysis of Argentina’s 2001 default resolution”. *CIGI Papers* N°110. Ontario, Centre for International Governance Innovation.

Helleiner, E. (2005) “The strange story of Bush and the Argentine debt crisis”. *Third World Quarterly*, 26 (6):951-969.

Kamlani, D. (2008) *The four faces of power in sovereign debt restructuring: Explaining bargaining outcomes between debtor states and private creditors since 1870.* Tesis de doctorado en Filosofía. London, The London School of Economics and Political Science.

Kanenguiser, Martín. (2006) *El canje de la deuda argentina: una innovación en las reestructuraciones soberanas.* Tesis de Maestría en Relaciones Internacionales FLACSO Argentina.

Krueger, Anne. (2002) *A new approach to sovereign debt restructuring.* Washington DC, IMF

Kulfas, Matías. (2016) *Los tres kirchnerismos. Una historia de la economía argentina 2003-2015.* Buenos Aires, Siglo XXI Editores.

Levy Yeyati, Eduardo y Diego Valenzuela. (2013) *La resurrección: historia de la poscrisis argentina.* Buenos Aires, Sudamericana.

Li, Y; Olivares-Caminal, R y Panizza, U. (2011) “Avoiding Avoidable Debt Crises: Lessons from Recent Defaults”. En Carlos A. Primo Braga y G. Vincelette (eds.) *Sovereign Debt and the Financial Crisis. Will This Time Be Different?* Washington D.C., World Bank:243-271.

Lo Vuolo Rubén M. y Fernando Seppi. (2008) *La falacia del desendeudamiento del sector público en la Argentina. Evolución de la deuda post-default y sus impactos fiscales*. Serie Documentos de Trabajo, N°10. CIEPP.

Manzo, Alejandro. (2018) “Reestructuraciones de deuda soberana: El debate sobre su regulación en términos de disputa por la gobernanza global”. *Revista Direito e Práxis*, vol. 9 N°1:9-45.

Müller, Alberto. (2013) “Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?”. *Documento de Trabajo N°32*. Buenos Aires, CESPFA-Facultad de Ciencias Económicas.

Nemiña, Pablo. (2011) *La relación entre el FMI y los Gobiernos tomadores de créditos. Los procesos de negociación con la Argentina durante el estallido y la salida de la crisis de la convertibilidad (1998-2006)*. Tesis de Doctorado en Ciencias Sociales, Universidad de Buenos Aires.

Nemiña, Pablo. (2012) “Argentina: Camino del desendeudamiento (1991-2011)”. *Ola Financiera*, vol. 5, N°12:70-88.

Nemiña, Pablo y María Emilia Val. (2018) “El conflicto entre Argentina y los fondos buitres. Implicancias sobre los procesos de reestructuración de deuda soberana”. *Cuadernos de Economía Crítica* Vol. 5 N°9.

Odell, John. (2000) *Negotiating the world economy*. New York, Cornell University Press.

Olmos Gaona, Alejandro. (2005) *La deuda odiosa. El valor de una doctrina jurídica como instrumento de solución política*. Buenos Aires, Peña Lillo.

Putnam, Robert. (1996) “Diplomacia y política nacional: la lógica de los juegos de doble nivel”. *Zona Abierta*, N°74:69-120.

Roos, Jerome. (2019) *Why not default? The political economy of sovereign debt*. New Jersey: Princeton University Press.

Roubini, Nouriel y Brad Setser. (2004) “The reform of the sovereign debt restructuring process: problems, proposed solutions, and the Argentine episode”. *Journal of Restructuring Finance*, vol. 1, N°1:173-184.

Schmid, Juan Pedro. (2019) “Enfrentando sobreendeudamiento - Lecciones de dos operaciones de deuda en Jamaica”. *Resumen de Políticas BID* nro. IDB-PB-312. Washington DC.

Simpson, Lucio. (2006) “The role of the IMF in debt restructurings: lending into arrears, moral hazard and sustainability issues”. *G-24 Discussion Papers* N°24.

Soedemberg, Susanne. (2003) “The international dimension of the Argentine default: the case of the sovereign debt restructuring mechanism”. *Canadian Journal of Latin American and Caribbean Studies* vol. 28 N°55/56:97-125.

Val, María Emilia. (2018) *La negociación entre el gobierno argentino y los acreedores privados en torno a la reestructuración de la deuda soberana en default durante el primer canje (2003-2005)*. Tesis de maestría en Sociología Económica, IDAES-UNSAM.

Varesi, Gastón A. (2016) “Acumulación y hegemonía en Argentina durante el kirchnerismo.” *Problemas del desarrollo* vol. 47 N°187:63-87

Cómo citar este artículo:

Val, María Emilia (2019) “La política de manejo de la deuda durante el canje de 2005: una estrategia novedosa para la reestructuración de pasivos soberanos”. *Revista Perspectivas de Políticas Públicas* vol. 9 N°17: 13-39

