

Los resultados del canje de deuda argentino de 2005: una problemática multidimensional

The results of the Argentine debt exchange of 2005: a multidimensional problem

Recibido
26 | 02 | 19

María Emilia Val
memiliav@yahoo.com.ar

Aceptado
20 | 05 | 19

Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas; Universidad Nacional de San Martín; Universidad de Buenos Aires. Argentina

Publicado
20 | 12 | 19

RESUMEN

La reestructuración de la deuda argentina en *default* implementada por el gobierno de Kirchner durante 2005 fue técnica, financiera, legal y políticamente compleja. Para dar cuenta de algunos aspectos de la misma, el presente trabajo se propone abordar sus resultados atendiendo a la multiplicidad de dimensiones interrelacionadas (económico-financiera, contractual-legal y político-sistémicas), que tuvieron repercusiones sobre el derrotero posterior de la deuda y la discusión internacional sobre la arquitectura financiera de las reestructuraciones.

Palabras clave: Reestructuración de deuda soberana; Argentina; Desendeudamiento; Arquitectura financiera internacional; Fondos buitres.

ABSTRACT

The 2005 Argentine sovereign debt restructuring led by the Kirchner administration was technically, financially, legally and politically complex. In order to shed light on some of its aspects, this paper aims to present its results in a multiplicity of interrelated dimensions (economic-financial, contractual-legal and political-systemic), which had repercussions on the subsequent course of the debt and the international discussion on the financial architecture of debt restructuring.

Key words: Sovereign debt restructuring; Argentina; De-indebtedness; International financial architecture; Vulture funds.

INTRODUCCIÓN

La reestructuración de la deuda argentina en cesación de pagos implementada por el gobierno de Kirchner fue técnica, financiera, legal y políticamente compleja. La estrategia predominantemente confrontativa/distributiva¹ de la Argentina y de los diferentes grupos de acreedores² llevó a que se desarrollara una negociación conflictiva que, sin embargo, tuvo resultados que sorprendieron a los actores del sistema financiero, superando sus expectativas: la alta tasa de adhesión y una pérdida para los acreedores inédita hasta entonces, generaron un resultado distributivo favorable y permitieron al gobierno declarar el fin del *default*. Sin embargo, creemos que el análisis de los resultados debe adecuarse a la complejidad del caso, yendo más allá de las consideraciones habituales sobre duración, adhesión y quita (Kamlani, 2008), para dar cuenta de una multiplicidad de aspectos inexorablemente interrelacionados y con importantes repercusiones sobre el derrotero posterior. En este sentido, el presente trabajo aborda no sólo los aspectos económico-financieros, sino también las dimensiones contractual-legales y político-sistémicas, que tuvieron repercusiones sobre la trayectoria ulterior de la gestión de la deuda y la discusión internacional sobre la arquitectura financiera de las reestructuraciones.

1. LOS RESULTADOS ECONÓMICO-FINANCIEROS DEL CANJE Y LA EVOLUCIÓN POSTERIOR DE LA DEUDA

La dimensión relativa a los resultados financieros del canje es aquella sobre la que existen mayores desarrollos en la literatura especializada, por lo que aquí la analizaremos brevemente. El gobierno reconoció UDS 81.836 millones como deuda elegible (152 bonos, nominados en siete monedas y emitidos bajo ocho legislaciones), de los cuales USD 62.318 millones fueron canjeados, lo que implicó un nivel de adhesión del 76,15%. La emisión de once nuevos bonos con un principal equivalente a USD 35.216 millones significó un descuento nominal del 43.3%³, y una simplificación en su estructura⁴. El 55,96% estuvo nominada en moneda extranjera (28,96% en dólares, 26,29% en euros y el 0,7% en yenes) y el restante 44,04% en pesos. En relación con la legislación, el 49,18% quedó bajo jurisdicción argentina y, dentro de la sujeta a ley extranjera, el 23, 83% bajo ley de Nueva York (Ministerio de Economía, 2005).

¹ Consiste en buscar un acuerdo en el cual una de las partes gane a expensas de la otra, en relación con la situación existente previamente (Odell, 2001). Las estrategias son en general mixtas, combinando elementos confrontativos y cooperativos.

² Luego del default, se organizaron comités representativos que agrupaban a una multiplicidad de inversores minoristas o institucionales en distintos países: el Argentine Bondholders Committee (ABC) en Estados Unidos, la Task Force Argentina (TFA) en Italia y la Argentina Bond Restructuring Agency (ABRA) en Alemania, entre otros. Los más importantes buscaron la coordinación internacional formando, a fines de 2003, el Global Committee of Argentina Bondholders (GCAB), que intentó ser –sin éxito– el interlocutor privilegiado del gobierno, avalado por el FMI (Val, 2018)

³ Este descuento sobre el principal es un *proxy* del alivio de deuda para el país (Guzmán, 2016).

⁴ Se emitieron 11 nuevos bonos (de tipo par, cuasi-par y *discount*), en 4 monedas y sujetos a 4 jurisdicciones. Deben sumarse las unidades ligadas al PBI, que acompañaron a cada uno de estos bonos subyacentes (Ministerio de Economía, 2005).

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%
Ecuador	2000	98%	38,3%
Pakistán	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)

Las nuevas condiciones de repago supusieron reducción nominal, alargamiento de los plazos y disminución de la tasa de interés⁵. Esta combinación generó, al momento del canje, una quita en valor presente para los adherentes de casi el 77%, significativamente más alta que la de otras reestructuraciones (**Cuadro 1**)⁶. La quita es compatible con el enfoque distributivo de la estrategia del gobierno y permite explicar también el menor nivel de adhesión si se lo compara con operaciones contemporáneas.

Con una participación del 76,15%⁷, quedó un remanente comparativamente alto (23,85%)⁸. Mientras otras tuvieron adhesiones superiores al 90%, Argentina alcanzó uno de los niveles más bajos, solo superado por Dominica en 2004 (**Cuadro 1**). Es claro que menores recortes, resultantes de ofertas más atractivas, incentivan a los acreedores a suscribir⁹. Esta participación fue resultado de las duras características de la oferta¹⁰ y la estrategia confrontativa adoptada por ambas partes. Si bien el cálculo económico de pérdidas y ganancias inmediatas es central para los acreedores, las estrategias de las agrupaciones y otros factores influyeron. Por ejemplo, en los bonos del grupo euro el monto ofertado fue muy bajo. La acción de TFA que, mediante la abstención, buscaba el fracaso del canje para forzar una mejor propuesta; o bien que la dispersión de las tenencias europeas,

⁵ En relación con los dos últimos, disminuyeron 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 se alargó 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) (Boletín Fiscal, 2004 y 2005).

⁶ Tomamos este cálculo porque es compatible con el cálculo que realizaron los titulares de bonos para contabilizar las pérdidas sufridas al suscribir la oferta. Sin embargo, hay otros cálculos que, considerando diferentes escenarios y supuestos, morigeran considerablemente la quita inicial (ver Müller, 2013).

⁷ Existen también otros factores que contribuyen a la aceptación del canje, como por ejemplo que la rentabilidad de la deuda era atractiva comparada a la ofrecida en otras partes del mundo. Al momento de implementarse el canje el mercado internacional contaba con alta liquidez. Tal como señalan Damill, Frenkel y Rapetti (2005), esto incentivó el apetito de los inversores por mayor riesgo, lo que derivó en una demanda creciente de deuda emergente y en una reducción del riesgo soberano de los países en desarrollo. En este contexto, el canje era atractivo.

⁸ Aunque el nivel de aceptación era más bajo que otros casos, superó, sin embargo, el umbral del 75% presente en la mayoría de los bonos con CACs emitidos mundialmente post-2003. Ya que la deuda *defaulteada* no las tenía, estos porcentajes de *holdouts* habilitaron dos desarrollos posteriores: por un lado, se multiplicarían y se mantendrían en el tiempo las acciones en sede judicial de los más combativos e intransigentes (entre ellos, el *fondo buitres* NML Capital con su demanda “*pari passu*”) y, por otro, se reabría el canje en 2010 a pedido de un grupo de inversores.

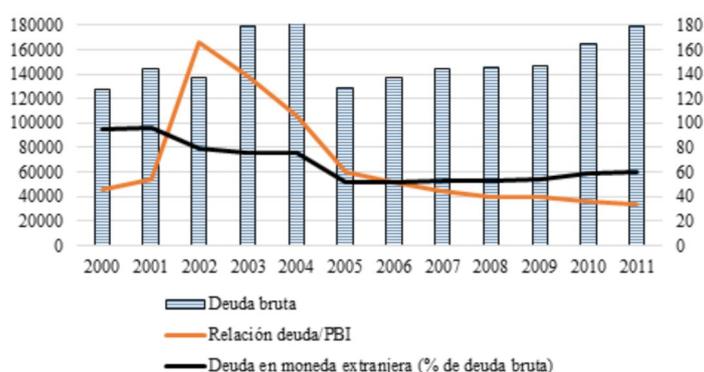
⁹ Sin embargo, muchas veces las reestructuraciones “amigables” no reducen el *debt burden* ni aseguran sustentabilidad futura. Si bien el *haircut* puede parecer alto, debe analizarse si permitió alcanzar la sustentabilidad, pues en muchos casos en que la pérdida fue pequeña, se instrumentó otra reestructuración poco después (Guzmán, 2016).

¹⁰ Para mayores detalles de la oferta inicial y sus modificaciones ver Damill, Frenkel y Rapetti (2005) y Val (2018)

mayormente entre minoristas, haya dificultado las acciones de comunicación del gobierno, pueden ayudar a entender este resultado (Cosentino et al., 2017).

Dicho esto, debemos considerar el estado de la deuda soberana post-canje y su sustentabilidad. Como resultado de la operatoria, entre 2004 y 2005 se observa una disminución en el stock deuda (de USD 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)¹¹ (Gráfico 1).

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

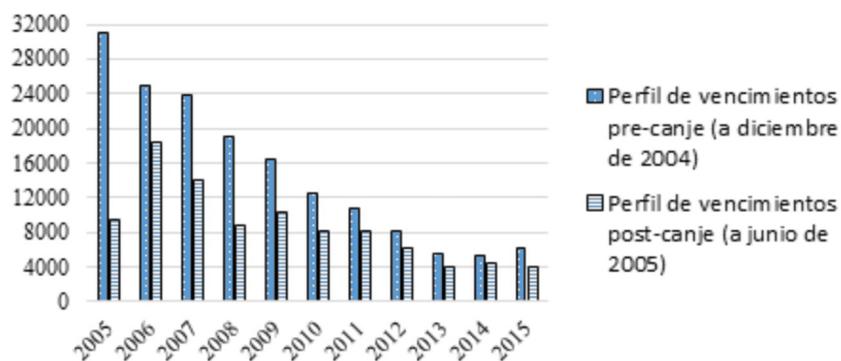


(*) Los datos desde 2005 no incluyen deuda no ingresada al canje

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

Adicionalmente, se observa un alivio sustantivo en los primeros años en el perfil de vencimientos –la mayor diferencia se observa en 2005, con poco más de USD 21.000 millones-- (Gráfico 2), lo cual es compatible con el objetivo de liberar recursos para apuntalar el crecimiento y la mejora de la situación social en un contexto doméstico aún en recuperación.

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 Boletín Fiscal (Ministerio de Economía)

¹¹ Por otro lado, en el mismo período la deuda en manos de no residentes disminuyó en 11 puntos porcentuales (del 58,4 al 47,4 % de la deuda bruta)

Finalmente, los principales indicadores de sostenibilidad mejoraron en relación al peor momento de la crisis (**Cuadro 2**): la relación entre deuda y PBI disminuyó en más de 90 puntos porcentuales; 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 sobre datos del Boletín Fiscal (Ministerio de Economía)

Con la 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 desendeudamiento¹² que se buscaría consolidar en el tiempo como un mecanismo de “desintervención” de la política económica local en relación a las instituciones y los capitales financieros internacionales.

2. LA DISCUSIÓN SOBRE EL DESENDEUDAMIENTO Y LA AUTONOMÍA DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

La cuestión del desendeudamiento fue largamente discutida (especialmente a nivel local), identificándose dos orientaciones: por un lado, aquella que valora positivamente el escenario abierto en 2005, considerando que representa un cambio en la dinámica del endeudamiento existente hasta entonces¹³ y por otro, la que lo relativiza o critica. Mientras los primeros reconocen una transformación en el lugar ocupado por el endeudamiento estatal dentro del funcionamiento de la economía y en la gestión de las finanzas estatales, los segundos tienden a cuestionar tal cambio.

Los argumentos que cuestionan la tesis del desendeudamiento son varios (Bordón, 2016). En primer lugar, se entiende que los mecanismos como el ajuste del capital de los bonos indexados como la capitalización de los intereses impactaron negativamente sobre el stock de deuda. Según la autora, entre 2006 y 2008 el ajuste por el CER lo incrementó en casi USD 13.000 millones, y entre 2006 y 2012, los intereses capitalizados sumaron USD 8.090 millones. Así, el impacto aumenta en tanto los intereses se calculan sobre una base creciente. Además, la exclusión de la parte no canjeada falsea la contabilización de la deuda y los indicadores asociados. En segundo lugar, se relativiza la reducción del peso del pago de los intereses y servicios. Aunque se observa la disminución relativa en varios indicadores, se sostiene que los gastos vinculados a la deuda

¹² Que se continuaría con el pago de la totalidad de las acreencias al FMI a principios de 2006 y el canje de 2010.

¹³ Debemos señalar que quienes sostienen esta postura no presentan una mirada ingenua, sino que se plantean interrogantes sobre los límites de la política de desendeudamiento frente al deterioro en las cuentas fiscales y externas.

representan proporciones similares a las existentes en los '90 y que, por otro lado, fueron compensados por las disposiciones mencionadas y los intereses pagados al momento de la operatoria. En tercer lugar, se consideran los pagos de las unidades ligadas al PBI -que desde 2006 sumaron USD 10.137 millones¹⁴ (Castiñeira, 2016)- que impactaron sobre el coste implícito de la deuda y contribuyeron a morigerar la quita¹⁵. Cuarto, se sostiene que el desendeudamiento es limitado o falso porque 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 estatales¹⁶. En definitiva, para esta mirada, la gestión de los pasivos lejos estuvo de ser satisfactoria y transparente; y no hubo cambios sustantivos respecto a etapas anteriores.

Si bien estas miradas presentan evidencias incuestionables sobre el impacto de ciertos mecanismos, la consideración del crecimiento en términos absolutos o agregados, aunque importante, supone un análisis limitado, pues subestima un cambio central, que es el de la transformación en la composición de la deuda. En esto coincidimos con De Lucchi (2014) para quien “analizar los procesos de endeudamiento o desendeudamiento implica observar la *calidad* y no tanto la *cantidad* del stock de deuda” (35). 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, 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. Estos procesos, en el que el desendeudamiento en divisas aparece como el más significativo, suponen “un avance significativo en términos de la fragilidad financiera (...) teniendo en cuenta la historia del endeudamiento argentino de las últimas décadas”. La reducción de la exposición al riesgo cambiario, dado el largo historial de crisis externas, implicó un cambio cualitativo que procura resguardar al país de shocks externos.

Entendemos que las decisiones de financiamiento post-reestructuración¹⁷ estuvieron lejos de constituir una mera continuidad, e imprimieron a la deuda soberana una dinámica más sustentable. Aunque el repago de la deuda aún impacta sobre las cuentas públicas y externas¹⁸, la gestión post-canje enmarcada en la política de desendeudamiento, ha permitido manejarla con más holgura y ha tenido un resultado fundamental: el de permitir ganar autonomía, márgenes de maniobra en el plano fiscal¹⁹ y grados de libertad para gestionar la política económica, permitiendo tomar distancia de los disposiciones y condicionalidades que imponen los mercados financieros globales. En este sentido, tuvo consecuencias políticas que la diferencian de otras experiencias.

¹⁴ Además, se estima un sobrepago del cupón debido a la sobreestimación del crecimiento del PBI con posterioridad al cambio de metodología del IPC (Castiñeira, 2016).

¹⁵ Esto pagos han generado duras críticas (que catalogaron al instrumento como caro y exótico, pues subestimó el crecimiento futuro). Creemos como Guzmán (2016) que, primero, no es correcto evaluar una decisión realizada en un contexto de incertidumbre a la luz de los resultados posteriores. Segundo, que para el deudor lo más importante no son tanto los pagos sino recuperar la sustentabilidad, por lo que la distribución de los mismos en el tiempo no es menos importante que su valor presente. Por eso, el país obtuvo alivio cuando más lo necesitaba (cuando tenía problemas de demanda agregada que requerían políticas macroeconómicas expansivas) y pagó más cuando pudo hacerlo.

¹⁶ 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.

¹⁷ Resultado de una combinación de política económica doméstica y factores internacionales.

¹⁸ El alivio no dejó de suponer importantes esfuerzos fiscales a futuro, pues la capacidad de pago estaba fuertemente asociada al mantenimiento de los fundamentos del análisis de sustentabilidad en el mediano y largo plazo. El creciente deterioro del frente externo y fiscal durante la segunda presidencia de Cristina Fernández de Kirchner mostrarían claramente las gestiones que debían realizarse para atenderla.

¹⁹ Estos mayores márgenes de maniobra se explican también por factores contextuales, especialmente el incremento en los precios internacionales de los commodities, que permitió la acumulación de reservas y la obtención de ingresos vía impuestos al comercio exterior, que contribuyeron a mejorar la situación externa y fiscal.

3. LA DIMENSIÓN CONTRACTUAL-LEGAL Y SU RELACIÓN CON LOS LITIGIOS POSTERIORES

Las reestructuraciones suponen la suscripción de nuevos contratos que, a partir de establecer nuevas condiciones de repago y una serie cláusulas y disposiciones legales, ordenan las relaciones deudor-acreedores. En el episodio que nos ocupa, las características contractuales de la nueva deuda emitida son fundamentales para comprender esta operatoria y ciertos aspectos de los posteriores litigios. Si bien el caso argentino distó de ser revolucionario en términos de las herramientas legales que introdujo, sí tuvo el mérito de adaptarlas a una vasta escala (Gelpern, 2005). El diseño del andamiaje contractual del canje buscó, por un lado, maximizar la adhesión proveyendo una serie de incentivos y garantías legales para los participantes de la operación y, por otro, minimizar las potenciales amenazas de acreedores reticentes.

Para Buccheit y Daly (2014), los tenedores que consideran participar de una reestructuración temen que otro grupo se asegure mejores condiciones o que lo que se ahorra el deudor se desvíe hacia los *holdouts*. Es por esto que éste incorpora provisiones legales que aseguran la igualdad de tratamiento a sus acreedores. En el caso que nos ocupa encontramos, además de la tradicional *pari passu*²⁰, la cláusula del acreedor más favorecido, conocida como “RUFO” por las siglas en inglés de *Right Upon Future Offers*. Ésta implicaba que si la República, luego de finalizada la operatoria, ofrecía comprar, canjear o enmendar dentro del período de 10 años cualquier bono no canjeado, los *holdins* quedaban facultados a participar en la nueva operación y obtener el mismo trato (AGN, 2006). El objetivo era inducir a la participación, pues el soberano se comprometió a que su oferta sería definitiva, enviando así la señal a los *holdouts* de que no estaba dispuesto a involucrarse en ningún tipo de mejora a futuro. Su incorporación tardía (noviembre de 2004) muestra que fue concebida como incentivo adicional en el marco de las duras negociaciones con los acreedores, constituyéndose en la principal novedad del canje en términos contractuales²¹.

Posteriormente, en febrero de 2005 se aprobó ley 26.017²², o *ley cerrojo*, que prohibía reabrir el canje o hacer cualquier acuerdo por la deuda no canjeada. Esta norma complementó las disposiciones existentes en el prospecto y perfeccionó lo establecido en la RUFO, al explicitar la prohibición de realizar arreglos judiciales. Esta ley también puede entenderse en función de la dinámica de presiones y acciones propia del proceso de negociación. Según Guzmán (2016) la ley fue una respuesta a un artículo publicado por el *Financial Times* en enero de 2005 en el que se sugería que el gobierno podría manipular el lenguaje del prospecto, dejando abierta la posibilidad de un arreglo con los *holdouts*. En este contexto, la ley fue concebida para mostrar dureza, pero no implicaba el repudio de la deuda no presentada al canje. Sin embargo, luego sería utilizada justamente en este sentido por los acreedores litigantes —más específicamente, por el fondo buitre NML²³—, para establecer que Argentina había subordinado legalmente las acreencias en su poder y se encontraba de esta manera violando la cláusula *pari passu*.

La Argentina introdujo otro incentivo mediante el convenio de fideicomiso. En virtud del mismo, se separó al Estado argentino —en su calidad de fiduciante y originante de los fondos— del administrador de los mismos, el fiduciario, y se instituyó como beneficiarios a los tenedores de bonos. El efecto esencial fue que los acreedores del fiduciario ni del fiduciante no tuvieran acción

²⁰ Esta cláusula estándar busca garantizar un tratamiento equitativo entre todos los prestadores. La expresión *pari passu* implica igualdad y ausencia de preferencias del país deudor para con algún grupo de éstos. Su inclusión en los contratos de deuda supone que los soberanos, aunque pueden en términos prácticos discriminar entre acreedores, no deben establecer un fundamento legal para dicha discriminación.

²¹ Esta no es una disposición sumamente extendida. Además del canje argentino, sólo se la encuentra en la reestructuración de Belice de 2006 (Cosentino et al., 2017)

²² Fue suspendida en dos ocasiones: por medio de la ley 26.547 en ocasión de la reapertura del canje 2010 y en 2013 por medio de la ley 26.886, en el marco de la disputa con los fondos buitres, para posibilitar su ingreso al canje en condiciones similares a la de los *holdins*.

²³ En 2010, luego de abstenerse de participar en los canjes, el *hedge fund* NML Capital presentó la llamada demanda *pari passu* que originó una larga batalla judicial que culminaría en 2016, luego del cambio de gobierno.

contra esos fondos (AGN, 2006). Esta forma de gestionar los servicios de la deuda buscó dar a los *holdins* seguridad sobre sus futuros cobros, al proteger los flujos de pago de eventuales embargos²⁴.

Por último, se incluyeron disposiciones relacionadas con posibles *incumplimientos de obligaciones* por parte del deudor soberano que establecieron, por un lado, reaseguros adicionales para los inversores, como el renunciamento a la inmunidad soberana²⁵ y, por otro, mecanismos de coordinación, ligados a las cláusulas de acción colectiva.

La renuncia a la inmunidad soberana²⁶ supone que el país acepta “voluntariamente” una prórroga de jurisdicción a favor de los tribunales extranjeros bajo cuya ley emite sus bonos, para dirimir allí las demandas. En la práctica, la posibilidad de emitir deuda internacionalmente depende de que se incorporen este tipo de estipulaciones que brindan “seguridad jurídica” a los inversores.

La inclusión de cláusulas de acción colectiva (CACs) habilitó mecanismos para la constitución de mayorías que pueden convenir los términos de una reestructuración y hacer obligatorio su cumplimiento para la totalidad de los tenedores. Su objetivo es facilitar la coordinación intra-acreedores y bloquear la conducta litigiosa. A pesar de ser entonces una reforma reciente (México las utilizó por primera vez en 2003) Argentina fue el primer país, luego de Uruguay, en incluir cláusulas de votación agregada y el primero en implementarlas a tal escala sin mayores objeciones por parte del mercado.

En el marco de la estrategia del gobierno, este conjunto de disposiciones se combinó para impulsar mayores niveles de adhesión y minimizar la conducta *holdout*. Si bien resultaron efectivos para lograr el primer objetivo, posteriormente se mostrarían como el principal punto débil de la reestructuración, pues la superposición de compromisos para mostrar que el gobierno no pagaría a los no adherentes, implicó que éste se atara de manos y aumentara los márgenes de vulnerabilidad legal (Gelpern, 2005). En este sentido, la ley cerrojo sirvió de insumo central en la estrategia buitre que culminó con la polémica decisión del juez Griesa de dictaminar que la Argentina se encontraba violando la cláusula *pari passu* y que, en tanto no pagara la totalidad de lo adeudado a los mismos, se vería impedida de atender cualquier otro compromiso destinado a los bonistas reestructurados. En ese contexto, la RUFO complicó el panorama, pues funcionó como un *corset* que impidió llegar a un acuerdo judicial en un momento en que Argentina buscaba regularizar la totalidad de sus relaciones financieras. Adicionalmente, una vez declarado el *default* selectivo en 2014 y en función de las cláusulas de aceleración y *cross default*, se sumó la posibilidad de que todas las obligaciones fueran declaradas inmediatamente atendibles, lo que generó alta incertidumbre entre los diferentes actores de la reestructuración.

4. LA DIMENSIÓN POLÍTICO-SISTÉMICA: la limitada intervención del sector oficial y la discusión sobre la arquitectura financiera de las reestructuraciones de deuda

Las peculiaridades del *default* y posterior canje argentinos tuvieron un gran impacto al interior del sistema financiero internacional, pues profundizaron las discusiones sobre las relaciones entre los actores involucrados y la necesidad de reformar el mecanismo de reestructuración. Aquí abordaremos algunos de estos tópicos.

²⁴ Previo al canje, los rumores de embargos sobre los futuros pagos circulaban sostenidamente, teniendo en cuenta antecedente judiciales en este sentido.

²⁵ También se reconocieron mecanismos de *enforcement* ante incumplimientos, para reforzar el compromiso de pago y de protección a los inversores. La aceleración (que busca proteger a los acreedores de un comportamiento oportunista del deudor) establece que, ante la ocurrencia de un impago en cualquier bono, los tenedores de al menos el 25% de la deuda *outstanding* de la serie pueden exigir su pago inmediato. Dentro de las posibilidades de eventos de incumplimiento, se destaca el *cross default*, que establece que la violación de cualquier obligación constituye un *default* sobre la restante deuda (AGN, 2006).

²⁶ La doctrina de la inmunidad soberana establece que los estados gozan de ésta bajo dos formas: la inmunidad de jurisdicción y de ejecución. La primera está ligada a la imposibilidad de que un estado sea sometido a juicio en tribunales extranjeros, la segunda se define como la imposibilidad de que los activos soberanos sean objeto de medidas de ejecución por los órganos de otro estado (Kupelian y Rivas, 2014),

A diferencia de otras experiencias contemporáneas, en el canje 2005 el tradicional papel de prestamista, técnico y auditor del FMI estuvo fuertemente limitado²⁷. La mayor singularidad residió en que el diseño y la gestión de la reestructuración se desarrollaron sin injerencia del Fondo, pues éste ni siquiera auditó las proyecciones financieras que fundamentaban la sostenibilidad de la oferta, lo que sucedía por primera vez (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005; Roubini y Setser, 2004). Aunque Argentina había suscripto un acuerdo en septiembre de 2003, logró que en el mismo no se definieran las condiciones del tratamiento a los bonistas, lo que las dejó libradas a la negociación. Fue así que se pudo generar una propuesta que no seguía los lineamientos tradicionales de ajuste, sino que era compatible con los objetivos de política económica del gobierno²⁸ y su estrategia de negociación. Por otro lado, el FMI tampoco otorgó financiamiento neto durante la negociación, lo que —con la mejora de las cuentas externas y fiscales y de acumulación de reservas— limitó aún más sus posibilidades de injerencia. Este cambio en sus roles²⁹ supuso el debilitamiento relativo del Fondo como actor político, en dos sentidos. Primero, en el caso argentino, porque disminuyó su grado de intrusión en la negociación como promotor de las demandas de los acreedores³⁰. Segundo, de forma más general, porque contribuyó a ahondar el cuestionamiento del rol internacional del Fondo y de sus políticas ortodoxas de manejo de las crisis³¹.

Uno de los principales críticos a los rescates que el FMI realizó durante los '90 fue el gobierno republicano de Bush hijo, que buscó distanciarse de su predecesor e implementar una nueva política financiera basada en la reducción del riesgo moral y el comportamiento especulativo³². Así, la política de *hands-off* en el caso argentino —que se alejó de experiencias previas de intervención— supondría una disminución considerable de la injerencia de los Estados Unidos (de manera directa y a través del Fondo) sobre las negociaciones, lo que jugaría a favor del país³³. La concepción del canje como un asunto entre la República y sus acreedores, en la que ni el FMI ni su principal accionista debían intervenir, no solo apuntaló la estrategia argentina, sino que generó interrogantes internacionales sobre las implicancias de la posición del hegemon sobre futuras crisis financieras y de deuda (Helleiner, 2005).

Estas formas de (no) intervención del FMI y los Estados Unidos tuvieron repercusiones sobre la parte acreedora, pues la privaron 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

²⁷ En estas experiencias, el Fondo influyó a través de los acuerdos, que condicionaban los parámetros para una reestructuración, o bien por medio de su saber técnico, al elaborar el modelo de sustentabilidad que garantizaba, al menos en el papel, el repago futuro dando legitimidad a la propuesta.

²⁸ Las preferencias de política económica del gobierno se encontraban alejadas de las del ajuste macroeconómico y la reducción del gasto público que históricamente se habían implementado frente a las crisis de deuda. Se tomaron 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—, lo que se concebía como condición de posibilidad de repago de la deuda. Esto contribuía no sólo a la sustentabilidad financiera de la fórmula de canje, sino también (y fundamentalmente, a los ojos de las autoridades) a la sustentabilidad social y política del esquema económico.

²⁹ Cambio aprovechado por Argentina para avanzar en su negociación con los privados. Las diatribas contra el organismo, la puesta en evidencia de la divergencia de sus intereses respecto de los demás acreedores y la suspensión del acuerdo en agosto de 2004, permitieron morigerar aún más su influencia.

³⁰ En episodios previos, y amparado en la política de *Lending into arrears* el FMI había ejercido presión sobre los soberanos para lograr que acomodaran su accionar a los intereses de los privados.

³¹ Desde la crisis asiática el FMI se encontraba en una profunda crisis de credibilidad y legitimidad, a partir del fracaso de sus sucesivas intervenciones en los '90, que lejos estuvieron de mejorar la situación de los países en dificultades. El *default* y el estallido de la convertibilidad, ocurridos inmediatamente después de que el organismo (a instancias de los Estados Unidos) suspendiera el financiamiento a su “alumno modelo”, generaron una revisión interna sobre su responsabilidad y múltiples interrogantes sobre su protagonismo futuro, lo que debilitó hacia afuera su poder de intervención.

³² Esta política — que se materializó en Argentina, desatando la crisis— entendía que los *bail-outs* masivos, generalizados (implementados para apuntalara los países en dificultades y evitar contagios regionales o globales) y realizados con dinero público a través del FMI aseguraban que no habría sanciones ni costos para los comportamientos irresponsables de países e inversores, aumentando el riesgo moral.

³³ La no-intervención de los Estados Unidos podía explicarse por una serie de factores políticos, estratégicos e ideológicos (Helleiner, 2005). A estos se sumaba que la estabilidad del sistema financiero internacional no estaba en riesgo y que la mayoría de los acreedores norteamericanos eran inversores institucionales, acostumbrados a negociar pérdidas razonables. Estas cuestiones diferenciaron su accionar del de otros países del G7, que ejercieron una importante presión sobre Argentina en las revisiones del acuerdo.

acreedores sus criterios en la reestructuración sin sufrir mayores sanciones internacionales, prescindiendo de la intervención del FMI y logrando que la mayoría de los acreedores aceptara una oferta catalogada al menos como magra ¿cómo puede comprenderse? Aquí sostenemos que la parte acreedora se encontraba en una posición que la debilitaba, y que fue aprovechada por el gobierno argentino³⁴. 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 los '90. 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 al interior de la parte acreedora. La imposibilidad de formar una instancia unificada de coordinación (sumada a la acción de deslegitimación y segmentación del gobierno) les quitó fuerza para sostener su estrategia confrontativa. A la debilidad de composición se le sumó, en segundo lugar, la debilidad política ocasionada por el ya mencionado papel limitado del FMI y los Estados Unidos que lejos estuvo de ser neutral. En este sentido, la reestructuración argentina no sólo mostró las dificultades de la coordinación de un grupo complejo, sino que 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.

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 sector oficial, se había cambiado el balance de poder en favor de los deudores³⁵. 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 también 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 sectores³⁶.

Finalmente, 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. La complejidad del *default* que estudiamos puso en duda las capacidades del *statu quo*³⁷ para resolverlo de manera satisfactoria. Tal como señalamos, la diversidad de los acreedores y sus organizaciones, la complejidad legal de los 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. Fue entonces que surgieron, desde el epicentro del sistema financiero, dos propuestas. La primera de ellas, la estatutaria, nació en el seno del propio FMI, en el descripto escenario de cuestionamiento global. 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 de reestructuración ordenado, eficiente y beneficioso para las partes. La propuesta generó la crítica de los actores del mercado, quienes entendían que erosionaba los derechos de los acreedores y ponía en peligro a los mercados de deuda emergente (Macías Vázquez, 2008). Las dificultades políticas para su implementación³⁸ y el impulso dado por Estados Unidos a las CACs dieron por tierra la iniciativa. Justamente sobre la incorporación de CACs (ya analizadas) se orientó la segunda propuesta, la *contractual*, que buscó

³⁴ El contraste es claro si se lo compara con el universo acreedor en otros períodos, como la crisis de la deuda en los '80, en la que el mismo estaba formado por bancos internacionales que, con amplio apoyo del FMI y el Tesoro de los Estados Unidos, formaron un verdadero cartel que controló el acceso al crédito y logró imponer los lineamientos de las negociaciones.

³⁵ El litigio con los fondos buitre operaría en sentido inverso, reforzando el poder de los acreedores.

³⁶ En esta discusión encontramos posiciones divergentes: mientras algunos autores señalan sus limitaciones, otros promueven su conformación bajo diferentes modalidades (Val, 2018).

³⁷ Nos referimos a la llamada solución de mercado, el canje de deuda basado en la negociación entre las partes involucradas, que mostró ser insostenible (Eichengreen, 2003).

³⁸ La creación de una instancia judicial internacional como la propuesta en el SDRM requería la modificación universal de las legislaciones nacionales, o bien la reforma del acuerdo constitutivo del FMI, lo que a su vez sólo podía hacerse con el 85% de los votos afirmativos de los miembros del organismo (Eichengreen, 2003).

fortalecer los contratos de deuda, para hacerlos más completos y claros. El Tesoro de los Estados Unidos fue su principal promotor y contó con el apoyo del sector financiero, pues suponía una orientación mucho más gradual. Fue así que prevaleció y desde entonces se aplicó de manera generalizada.

En paralelo a los debates impulsados y a las políticas implementadas 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 debate y experimentación e innovación institucional y política —profundizado desde 2008—, a partir del cual se instrumentaron medidas para protegerse de turbulencias futuras, las sanciones del FMI, y la intromisión —del Fondo y de los países centrales— en su espacio de decisiones políticas (Gabel, 2012). Creemos que podemos incluir a la estrategia de reestructuración argentina dentro de estos esfuerzos de búsqueda de nuevas formas de gestión y resolución de las crisis desde la perspectiva de los países afectados. En este sentido las características del canje, cuyo objetivo fue compatibilizar los pagos con el crecimiento económico interno y la mejora de la situación social, parecía entonces sentar un precedente y abrir nuevos caminos para gestionar la deuda soberana y las relaciones con los acreedores³⁹, caminos alejados de los tradicionalmente recorridos en las décadas previas. Sin embargo, la estrategia (posteriormente profundizada) se encontraría con dificultades y contrariedades que llevarían a relativizar algunos de los éxitos iniciales⁴⁰.

CONCLUSIONES

Hemos reconstruido los principales resultados del canje argentino del año 2005, considerando sus múltiples dimensiones: la económico-financiera, analizando las características de la nueva deuda emitida y la discusión sobre el proceso de desendeudamiento, evidenciando el cambio que supuso en relación a otras experiencias⁴¹ recientes; la contractual-legal, describiendo el andamiaje que sustentó la oferta —con sus elementos estándar y novedosos—, ordenó las relaciones con los acreedores y tuvo un considerable impacto posterior sobre las estrategias de los acreedores disidentes y sus derivas en sede judicial; y, finalmente, la político-sistémica, explorando el papel del sector oficial y los interrogantes abiertos sobre su intervención, el (aparente) cambio en las relaciones de fuerza entre deudores y acreedores y consideramos a la política de manejo de la deuda en *default* como una iniciativa entre los surgidas en el sur global para, sosteniendo políticas autónomas, hacer frente a las crisis desde la perspectiva de los países en desarrollo. Ésta, creemos, es la principal reflexión que debe suscitar el canje 2005 para analistas y hacedores de política: la posibilidad de pensar, desde sus límites y potencialidades, estrategias alternativas de manejo de las crisis de deuda que atiendan los intereses de las naciones deudoras.

³⁹ Incluso podemos pensar que el éxito inicial de la estrategia argentina inspiró otras reestructuraciones, como la de Ecuador de 2009, en la que el presidente Rafael Correa implementó una estrategia con diferentes mecanismos legales, pero también abiertamente confrontativa, que implicó la realización de una auditoría de su deuda soberana.

⁴⁰ La experiencia griega reciente mostraría claramente la capacidad de condicionamiento de los acreedores y los organismos supranacionales en detrimento de los intereses del país deudor, significando un retroceso en los avances observados a partir de la experiencia argentina.

⁴¹ La consideración del carácter novedoso del canje 2005 no supone que la sola gestión de la deuda deba abstraerse de las condiciones contextuales que posibilitaron la estrategia de negociación ni que la negociación haya terminado con el endeudamiento como problemática condicionante de la economía argentina, marcada por importantes desequilibrios estructurales.

REFERENCIAS

1. Auditoría General de la Nación. *Estudio especial sobre administración de pasivos del Estado*. 2006.
2. Bordón, Marisa. “El Estado y el capital financiero en Argentina entre 2002 y 2012. La deuda pública”. *Problemas del Desarrollo*: 2017 48.190: 83-108.
3. Buchheit, Lee y Daly, Elena. “Minimizing holdout creditors”. Lastra, Rosa y Buchheit, Lee (ed.) *Sovereign Debt Management*. New York: Oxford University Press. 2014. Pp. 1-15.
4. Castiñeira, Ramiro. *Bono PBI: atrapado entre el nuevo y viejo INDEC*. Buenos Aires: Econométrica. 2016.
5. Cosentino, Adrian et al. *Crisis y reestructuración de deuda soberana. Una visión sistémica desde la perspectiva de los países emergentes*. Buenos Aires: Eudeba. 2017.
6. Damill, Mario, Frenkel, Roberto. y Rapetti, Martín. “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”. *Desarrollo Económico*: 2005 45.178: 187-233
7. Cruces, Juan José y Trebesch, Christopher. “Sovereign defaults: The price of haircuts”. *CESifo Working Paper 3604*. 2011.
8. Das, U. S.; Papaioannou, M.G. y Trebesch, C. “Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts”. *IFM Working Paper 107*. Washington: IMF. 2012.
9. De Lucchi, Juan. “Macroeconomía de la deuda pública. El desendeudamiento argentino (2003-2012)”. *Documento de Trabajo 53*. Buenos Aires: CEFIDAR. 2014.
10. Eichengreen, Barry. “Restructuring sovereign debt”. *The Journal of Economic Perspectives*: 2003 17.4: 75-98.
11. Gelpern, Anna. “After Argentina”. *Rutgers School of Law-Newark Research Paper 011*. 2005
12. Grabel, Ilene. “Crisis financiera global y la emergencia de nuevas arquitecturas financieras para el desarrollo”, *Ola Financiera*: 2012 13: 1-51.
13. Guzmán, Martín. “An analysis of Argentina’s 2001 default resolution”. *CIGI Papers 110*. Ontario: Centre for International Governance Innovation. 2016.
14. Helleiner, Eric. (2005) “The strange story of Bush and the Argentine debt crisis”. *Third World Quarterly*: 2005 26.6: 951-969.
15. Kamlani, Deidre. *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. 2008.
16. Kupelian, Romina y Rivas, María Sol. “Fondos buitres. El juicio contra Argentina y la dificultad que representa en la economía mundial”. *Documento de Trabajo 49*. Buenos Aires: CEFIDAR. 2014.
17. Macías Vazquez, Alfredo. “La reestructuración de la deuda soberana: multilateralismo, acción colectiva y canje”. *Problemas del desarrollo*: 2008 39.155: 53-76.
18. Ministerio de Economía de la Nación. *Boletín Fiscal*. 2004 al 2011.
19. Ministerio de Economía de la Nación. *Oferta de Canje - Anuncio Final*. 2005.
20. Müller, Alberto. (2013). *Default y reestructuración: ¿cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?* CESPFA-FCE-UBA, Documento de Trabajo N.º 32.
21. Odell, John. *Negotiating the world economy*. New York: Cornell University Press. 2000.
22. Roubini, Nouriel y Setser, Brad “The reform of the sovereign debt restructuring process: problems, proposed solutions, and the Argentine episode”. *Journal of Restructuring Finance*: 2004 1.1: 173-184.

23. Val, María Emilia *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. Buenos Aires: IDAES-UNSAM. 2018.