

Argentina (2003-2020): un análisis sobre las reestructuraciones de la deuda soberana con acreedores privados ♦

Argentina (2003-2020): An analysis of sovereign debt restructurings with private creditors

María Emilia Val *
Andrea Molinari **

Resumen

Las más recientes reestructuraciones de la deuda soberana argentina con acreedores privados constituyen episodios complejos y diversos, con particularidades que sentaron precedentes y generaron acalorados debates. En este trabajo se abordan las tratativas en el período 2003-2020, considerando sus particularidades, dinámica y resultados. El primer episodio se caracterizó por una estrategia gubernamental más autónoma y confrontativa (poco habitual en los países en desarrollo) que priorizó la recuperación económica y social doméstica y alcanzar un esquema de pagos sostenible, pero que llegó a su límite en el conflicto con los llamados “fondos buitres”. La disputa fue resuelta aceleradamente por un nuevo gobierno, que volvió a emitir títulos en los mercados internacionales de manera insostenible, culminando en una nueva crisis de deuda. La reestructuración preventiva de 2020 la llevó a cabo otro gobierno que, inspirándose en la experiencia de 2005, siguió principios

♦ El presente trabajo fue presentado en la *Conference on African Debt Crisis and the International Financial Architecture*, desarrollada en marzo de 2024 en la ciudad de Accra (Ghana), y que una versión más extendida del mismo formará parte de un libro que se encuentra en proceso de publicación en inglés, cuyo título preliminar es “Report on behalf of the IDEAs”, editado por la International Development Economics Associates en Accra (Ghana).

* Doctora en Sociología; CESE-EIDAES-UNSAM; Buenos Aires Argentina

** DPhil in Economics; CONICET/CEED-EIDAES-UNSAM; Buenos Aires, Argentina

y fines similares, aunque careció de la fuerza política y las condiciones para aplicarlos, llegando a resultados limitados.

Palabras clave: deuda soberana, reestructuración, Argentina, acreedores privados

Abstract

The most recent restructurings of Argentina's sovereign debt with private creditors represent complex episodes, that set precedents and sparked intense debates. This article examines the negotiations during the period 2003–2020, analyzing their particularities, dynamics, and outcomes. The first episode was characterized by a more autonomous and confrontational governmental strategy—uncommon among developing countries—which prioritized domestic economic and social recovery while seeking a sustainable payment scheme. However, this approach reached its limits in the conflict with so-called "vulture funds." The dispute was swiftly resolved by a new administration, which issued bonds in international markets, ultimately leading to unsustainability and a new debt crisis. The pre-emptive restructuring of 2020 was undertaken by another administration, which, drawing inspiration from the 2005 experience, pursued similar principles and objectives. However, it lacked the political strength and necessary conditions to fully implement them, resulting in limited outcomes.

Keywords: sovereign debt, restructuring, Argentina, private creditors

Introducción

Históricamente, la integración de los países latinoamericanos en la economía mundial ha provocado problemas de balanza de pagos, obstaculizando su desarrollo. Desde los '70, con la segunda globalización, los desequilibrios externos se vieron agravados con la liberalización financiera y la volatilidad cambiaria. En el caso de Argentina, la deuda externa cubrió los desequilibrios asociados a la inserción subordinada, una economía bimonetaria y la fuga estructural de divisas. Se sucedieron procesos de sobreendeudamiento insostenible que culminaron en crisis, moratorias y renegociaciones recurrentes.

Este trabajo aborda las más recientes tratativas del país con acreedores privados, la primera para resolver la cesación de pagos de 2001 y la segunda para evitar un *default* en 2020. Se describen sus etapas, dinámica y resultados considerando las particularidades y acciones de los actores involucrados. Estas recientes reestructuraciones de la deuda soberana argentina constituyen episodios complejos, con particularidades que sentaron precedentes y generaron debates a nivel mundial en torno a sus alcances y consecuencias.

El primer proceso (2005-2010) se caracterizó por una estrategia gubernamental de “desendeudamiento”, más autónoma y de confrontación respecto de los tratamientos habituales al problema de la deuda en los países en desarrollo. Se priorizó la consolidación del proceso de recuperación económica y social doméstica, el logro de un esquema de pagos sostenible con alta quita, y la “desintervención” de la economía, pero se llegó a un límite en el enfrentamiento con los llamados “fondos buitres”, que culminó con el bloqueo de pagos y un *default* selectivo en 2014. La disputa fue resuelta aceleradamente por un nuevo gobierno, que volvió a emitir deuda en los mercados internacionales de manera insostenible, culminando en una nueva crisis que derivó en otra renegociación de los términos de repago. La reestructuración de la deuda de 2020 la

llevó a cabo otro gobierno que, inspirándose en la experiencia de 2005, siguió principios similares para alcanzar una estructura y perfil sostenible, aunque en este caso se careció de la fuerza política y las condiciones externas necesarias para aplicarlos llegando a resultados más limitados.

Los canjes de 2005 y 2010

En 2003, el gobierno de Néstor Kirchner inició un largo proceso de normalización de pasivos públicos en *default* desde 2001, inaugurando una orientación confrontativa que condicionaría las instancias posteriores y seguiría hasta 2015. La estrategia de negociación, predominantemente distributiva, se sustentó en una dura oferta de canje (que reduciría el peso “asfixiante” de la deuda a partir de un reparto de perdidas favorable al gobierno) y en potenciar la atomización de un universo acreedor diverso y disperso para fortalecer la posición negociadora.¹

Luego de sucesivas rondas de negociación, se fijaron las condiciones de repago. Orientadas a dar sostenibilidad al nuevo esquema y permitir la consolidación de la recuperación doméstica, el menú de bonos presentaba términos para diferentes tipos de acreedores con diversas combinaciones de reducción nominal, alargamiento de plazos y disminución de tasas, además de cupones ligados al producto bruto interno (PBI), que reflejaban la premisa general (de “crecer para pagar”) e intentaban incentivar la adhesión acreedora.

De la deuda elegible de US\$ 81,836 millones (formada por 152 bonos, nominados en siete monedas y emitidos bajo ocho legislaciones), el 76.15 % fue canjeado en 2005. Los nuevos bonos significaron un descuento nominal del 43.3 %² y una simplificación

¹ Aunque organizados en comités nacionales (en Argentina, Alemania, Italia y Estados Unidos) e internacionales, las tratativas segmentadas y la neutralización del apoyo del Fondo Monetario Internacional (FMI) impidieron su coordinación en un frente unificado.

² Este descuento sobre el principal es un *proxy* del alivio de deuda para el país [Guzmán, 2016].

en su estructura, en términos de cantidad de bonos, monedas y legislación [Ministerio de Economía, 2005]. Esta combinación generó, al momento del canje en 2005, una quita en valor presente de casi el 77 %, significativamente más alta que la de otras reestructuraciones contemporáneas³ (compatible con el enfoque del gobierno), aunque también con un menor nivel de adhesión.

El remanente,⁴ comparativamente alto, de “*holdouts*” (23.85 %)⁵ respecto de otras reestructuraciones⁶ fue resultado de las duras características de la oferta⁷ y la dinámica conflictiva entre las partes. Los acreedores, mayoritariamente minoristas, carecieron de la fuerza suficiente para hacer prevalecer sus intereses, y el gobierno argentino contó con amplio apoyo interno y regional, incluso incluyendo al propio gobierno de Estados Unidos, que fortalecieron políticamente su posición en las tratativas.

Al evaluar el estado de la deuda pública resultante de esta operación [Val, 2019 y 2020] destacan, por un lado, la reducción del stock bruto de US\$191.295 a US\$128.629 millones y, por otro, la baja tanto la denominada en moneda extranjera (casi 24 p.p.) como aquella en manos de no residentes (11 p.p.) (Gráfico 1).

³ Este cálculo es compatible con el realizado por los bonistas para contabilizar las pérdidas al suscribir la oferta; otros morigeran la quita [Müller, 2013].

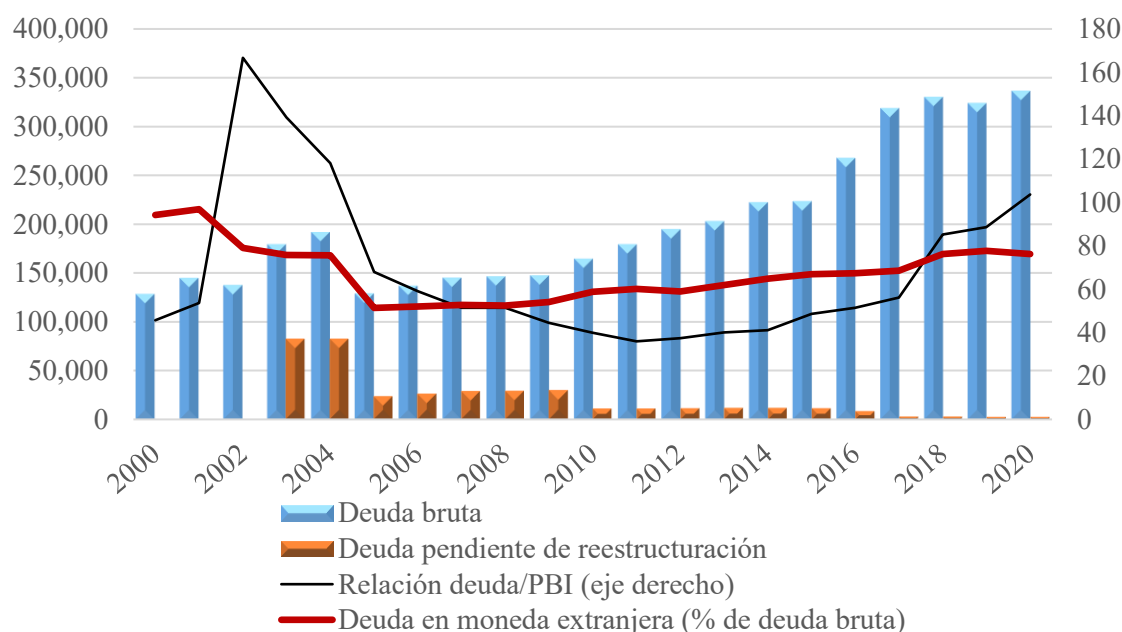
⁴ La rentabilidad de oferta respecto de aquella ofrecida por otras inversiones internacionales también contribuyó a la aceptación del canje. La entonces alta liquidez global derivó en una demanda creciente de deuda emergente y una reducción del riesgo soberano de los países en desarrollo [Damill, Frenkel y Rapetti, 2005].

⁵ Aunque se superó el umbral del 75% presente en los bonos con cláusulas de acción colectiva (CAC) emitidos post-2003, sin ellas la deuda *defaulteada* permitía que las demandas de los acreedores continuaran y que la operatoria se reabriera.

⁶ Con adhesiones superiores al 90 % (como Belice, Ecuador y Uruguay; [Cruces y Trebesch, 2011 y Das *et al.*, 2012]. Sin embargo, las reestructuraciones “amigables” (menor quita) no suelen reducir el peso de la deuda ni asegurar sustentabilidad futura, y en muchos casos fueron pronto seguidas por nuevas tratativas [Guzmán, 2016].

⁷ Para mayores detalles de la oferta inicial y sus modificaciones ver Damill, Frenkel y Rapetti [2005] y Val [2020].

Gráfico 1. Deuda pública bruta, deuda pendiente de reestructuración (millones de USD) e indicadores de sostenibilidad seleccionados, 2000-2020.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Boletín Fiscal (Ministerios de Economía y de Hacienda).

Nota: desde 2005 los indicadores excluyen la deuda no incluida en los canjes, es decir, pendiente de reestructuración.

Además, otros indicadores mejoraron respecto al peor momento de la crisis: la relación entre deuda y PBI disminuyó en más de 90 p.p., 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 su relación con los recursos tributarios varió casi 15 p.p. (Tabla 1).

Tabla 1. Indicadores de sostenibilidad seleccionados, pre y post-canje 2005

Indicador	Pre-canje*	Post-canje**
1) Deuda bruta como % del PIB	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	1,154.8%	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%

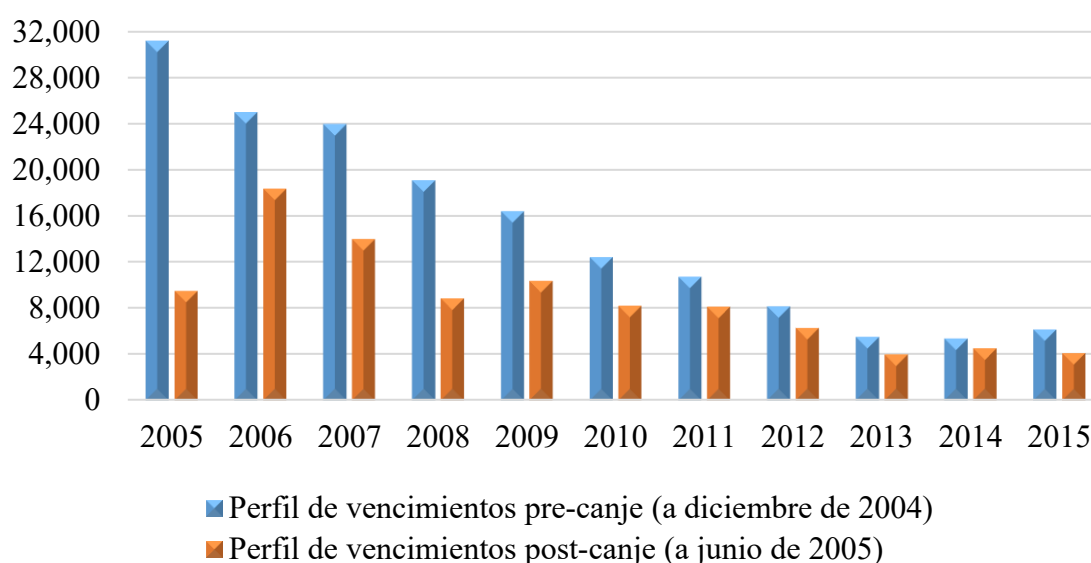
(*) Los indicadores 5 y 6 corresponden a datos de 2001; el resto, a datos de 2002.

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

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

Adicionalmente, para los primeros años se obtuvo a un alivio sustantivo en el perfil de vencimientos —en 2005, la diferencia fue de poco más de US\$21.000 millones—, lo cual es compatible con el objetivo prioritario de liberar recursos para apuntalar el crecimiento doméstico y la recuperación de la situación social (Gráfico 2).

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



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Boletín Fiscal (Ministerio de Economía).

Con la reducción significativa de la deuda en un contexto de crecimiento del producto y de consolidación de superávits externo y fiscal, el gobierno presentó al canje como un paso clave del

“desendeudamiento”,⁸ que profundizaría en su búsqueda de “desintervenir” la política económica, ganando grados de autonomía respecto de los actores financieros internacionales [Val, 2019:16].

Con el primer gobierno de Cristina Fernández de Kirchner continuaría la “normalización” de la situación financiera y se buscaría la reinserción en los mercados internacionales. La reapertura del canje siguió los lineamientos de 2005 y se materializó por pedido de un grupo de fondos y bancos [Cosentino *et al.*, 2017]. Esta “oferta inversa” (*reverse inquire*) y la posibilidad de financiamiento internacional, mostraban una clara disposición colaborativa por parte de los acreedores, seguida luego por el gobierno, dando origen a una dinámica de relativa cooperación, sustentada en el interés común de lograr un acuerdo.

Aunque el escenario doméstico e internacional era mucho más complejo —debido al enfrentamiento con las patronales agrícolas, el fortalecimiento de la oposición político-partidaria y la crisis financiera internacional, entre otros—, las posibilidades de enfrentamiento con los acreedores disminuyeron porque las condiciones de repago principales eran innegociables, tanto para mantener la sustentabilidad como por las disposiciones legales derivadas de 2005. La oferta incluyó un menú de bonos similares a los de 2005 cupones PBI y el reconocimiento de los intereses devengados desde el canje.

Esta segunda fase aumentó la adhesión total al canje, elevándola al 92.7 % de la deuda elegible [Wainer y Bona, 2017], lo que permitió al gobierno presentarlo como un indicador de éxito del desendeudamiento, declarar el cierre de la reestructuración, y argumentar sobre el atractivo de la propuesta para reforzar su estrategia de postergación hacia los litigantes [Val, 2024].

⁸ Esto es, un cambio en la composición de la deuda soberana [De Lucchi, 2014], que continuó con el pago total de las acreencias al FMI en 2006 y el canje de 2010.

El conflicto buitre y su cierre en 2016

Los juicios para el cobro de los bonos en mora y los pedidos de embargo de bienes soberanos se multiplicaron en Nueva York, principal plaza de radicación, luego del *default* de 2001. No obstante, la protección de los activos públicos en el exterior por la inmunidad soberana y las apelaciones sistemáticas impidieron la ejecución de las sentencias favorables a los demandantes, incluyendo a los fondos buitre.

En octubre de 2010, su escenario de fracaso se transformó, ya cerrado el segundo canje de deuda, cuando el fondo buitre NML Capital cambió el enfoque de su maniobra judicial: realizó una presentación ante el juez Griesa donde sostenía que Argentina incumplía el principio de trato igualitario y equitativo derivado de la cláusula *pari passu* presente en sus títulos, y solicitaba que se arbitrasen medidas para su cumplimiento efectivo. Esta petición no perseguía obtener una condena de pago de una suma de dinero (*money judgment*) sino una orden de cumplimiento efectivo (*specific performance*) respecto de la obligación *pari passu* que se infringía desde 2005 al pagarse los nuevos bonos y no los *defaulteados* [Araya y Tuculet, 2014].

Desde entonces, una serie de eventos judiciales validarían la nueva orientación de la estrategia confrontativa buitre que, junto con la confrontativa de la Argentina, darían lugar a una dinámica de creciente enfrentamiento, pues ambas partes sostendrían los lineamientos generales de su accionar no cooperativo hasta las últimas consecuencias.

En 2011, en acuerdo con el pedido de los demandantes, el juez resolvió que las Leyes 26.017 (“cerrojo”)⁹ y 26.547 (suspensión de la Ley cerrojo por la reapertura del canje), así como los pagos a los *holdings*, implicaban la disminución del rango de los bonos de NML, por lo que Argentina violaba la *pari passu* y debía, por tanto,

⁹ Esto impedía reabrir la operatoria a los no adherentes.

otorgarles un rango de pago cuando menos idéntico a sus otras obligaciones externas, presentes y futuras. En 2012, se emitió una *injunction* para la ejecución de la orden, que establecía que para remediar el perjuicio sufrido por los demandantes se imponía una medida en equidad, por la que el país debía realizar un pago *pro-rata* o proporcional toda vez que pagase a los bonos de 2005 y 2010. Así, en una decisión que despertó polémica entre expertos a nivel mundial, y respondiendo a la interpretación de la fórmula *pro-rata* de NML, el juez Griesa estableció que Argentina debía realizar el pago del 100% a los litigantes junto a la deuda reestructurada, o se vería impedida de atenderla. Para asegurar su cumplimiento, se ordenó al agente fiduciario (*Bank of New York*) y a todas las partes involucradas que se abstuvieran de preparar, procesar o facilitar cualquier pago de los nuevos bonos. Argentina apeló estas decisiones, llegando incluso a pedir la intervención de la Corte Suprema de Estados Unidos, que desestimó el caso dejando los fallos firmes. Con el cierre de la vía judicial, los potenciales costos derivados de las disposiciones contractuales,¹⁰ y bloqueados los pagos a los restantes bonistas, Argentina fue declarada en *default* selectivo en julio de 2014.

En este escenario, el gobierno buscó diversas alternativas: profundizó sus denuncias a nivel global, intentó forzar una intervención del gobierno estadounidense presentando una demanda en La Haya y redobló los esfuerzos diplomáticos tendientes a obtener apoyos internacionales como forma de presionar para lograr una resolución negociada [Val, 2020]. La más destacada fue la iniciativa multilateral en la Asamblea General de la ONU para impulsar un marco general unificado para las reestructuraciones. El intenso trabajo en el seno del G77+China y el

¹⁰ La cláusula *Right Upon Future Offers* (RUFO) buscaba desincentivar la operatoria *holdout*, estableciendo que, si Argentina realizaba una oferta voluntaria superior a los acreedores remanentes antes de 2015, los *holdins* podían solicitar igual tratamiento. También podían generar obligaciones insostenibles las cláusulas de *cross default* y aceleración.

apoyo de los países en desarrollo culminó, en septiembre de 2015 con un amplio apoyo a la Resolución 69/319, que aprobó nueve principios básicos para guiar las renegociaciones de deuda soberana.¹¹

Con el inicio en 2016 del gobierno encabezado por Mauricio Macri, el tratamiento del litigio con los buitres sufrió un cambio radical, ligado a un giro en la orientación de la política económica y exterior. En este marco, la estrategia de negociación fue cooperativa y favorable a la posición de los litigantes, reconociéndoles el “derecho legítimo” de cobrar dispuesto por la decisión judicial. Este cambio era justificado por los funcionarios, por un lado, por la débil posición argentina derivada de la sentencia firme que ceñía su margen de maniobra y, por otro, por la necesidad cerrar la disputa para recuperar la confianza, “salir del aislamiento” y volver a obtener crédito privado internacional. Así, primaron los objetivos compartidos de solucionar rápidamente el conflicto, derivando en tratativas muy breves. Se dio una dinámica de dominación por parte de los buitres que, bajo el amparo del juez Griesa, impusieron tanto el orden como las condiciones en que cobrarían, con la aquiescencia del gobierno argentino.

La propuesta de *settlement* reconocía reclamos con sentencia firme por un monto aproximado de US\$9.000 millones, implicando una quita de alrededor del 25%, dependiendo de la oferta elegida. Para los títulos con “*pari passu injunctions*” se contemplaban pagos de aproximadamente US\$6.500 millones en caso de una aceptación completa [Ministerio de Hacienda, 2016a y 2016b].

Luego de negociaciones y debates parlamentarios, los acuerdos con los acreedores fueron refrendados y la emisión de nuevos títulos para su pago fue aprobada en el Congreso argentino por amplia mayoría en ambas cámaras, demostrando un consenso interno en

¹¹ Soberanía; buena fe; transparencia; imparcialidad; trato equitativo; inmunidad soberana de jurisdicción y ejecución; legitimidad; sustentabilidad; y acuerdo por mayoría. La votación tuvo 136 adhesiones, 41 abstenciones y 6 rechazos.

torno al cierre del caso. Fueron emitidos bonos por un valor nominal de US\$16.500 millones, de los cuales US\$9.300 millones fueron destinados al pago de los acuerdos, en efectivo.

El fin del denominado “juicio del siglo”, en abril de 2016, fue una victoria política para el nuevo gobierno, que buscó mostrar cómo una resolución “racional” y sin mayores complicaciones. Sin embargo, no cerró la posibilidad de nuevos juicios ni logró la adhesión del 100% de los acreedores, validó acuerdos onerosos y sentó precedentes que incentivan la conducta *holdout*,¹² e inició el relanzamiento de un ciclo de endeudamiento público acelerado.

Relanzamiento de ciclo de endeudamiento y nueva reestructuración en 2020

La salida del *default* selectivo rehabilitó la colocación de títulos en los mercados internacionales para financiar al Tesoro, convirtiendo a Argentina en uno de los principales emisores globales. Esta reapertura, junto a la eliminación de los controles cambiarios, impulsaron el ingreso de considerables flujos financieros, atraídos por las altas tasas de interés reales positivas en moneda nacional y la emisión de US\$88.000 millones de nueva deuda externa pública y privada (equivalentes al 13% del PBI) [Bortz, Toftum y Zeolla, 2021]. Esta deuda sirvió para sustentar un modelo económico aperturista y alineado con los actores financieros internacionales, cubriendo el déficit de cuenta corriente y compensando las pérdidas de recaudación [Cantamutto y Schorr, 2022].

Durante el gobierno de Macri, los niveles de deuda aumentaron vertiginosamente, empeoró su composición, y se debieron destinar más recursos fiscales para su atención (Tabla 2). Durante la primera

¹² El nivel de ganancias validado fue extraordinario: NML, por títulos por valor nominal de US\$ 237.7 millones (adquiridos entre 2008 y 2009 por US\$ 48.7 millones) recibió US\$ 958 millones, representando un retorno bruto del 1.868 %; a Montreux, por US\$ 5 millones de valor nominal en bonos FRAN (que compró por US\$ 1.8 millones) la sentencia le reconoció US\$ 48.4 millones al 6 de enero de 2009 y con la oferta de 2016, su ganancia fue de casi 2.000 % [Cosentino *et al.*, 2017].

mitad del mandato, lo más destacado fue “el considerable incremento de la deuda externa (...) en promedio de 32.9 mil millones de dólares a precios constantes en 2016 y 2017, lo cual se explica casi exclusivamente por el comportamiento de la deuda externa pública que aumentó en 30,1 mil millones de dólares en esos años” [Manzanelli y Barrera, 2018: 25], esto sin considerar las emisiones para el pago a los buitres. La segunda parte estuvo marcada por el cierre del financiamiento privado (a inicios de 2018), que generó desbalances en el esquema económico, derivando en una corrida cambiaria, la pérdida de reservas y la depreciación del tipo de cambio, e impactando sobre los (ya altos) niveles de inflación [Val, 2024:133].

Tabla 2. Deuda pública bruta e indicadores de sostenibilidad seleccionados.

Datos e indicadores	IV trim. 2015	IV trim. 2019
Deuda bruta de la administración central (en millones de USD)	240,665	323,065
Deuda bruta de la adm. central con agencias del sector público	57.20%	40.00%
Deuda bruta de la adm. central con bilaterales y multilaterales	12.00%	20.30%
Deuda bruta de la adm. central con sector privado	30.70%	37.70%
Deuda en moneda extranjera como % de performing y a reestructurar de la adm. central	66.90%	77.70%
Intereses pagados como % del PBI	2.00%	4.20%
Intereses pagados como % de recursos tributarios	7.90%	18.20%

Fuente: elaboración propia sobre datos del Boletín Fiscal e Informes trimestrales de deuda (Ministerio de Hacienda)

La crisis llevó al gobierno a firmar un paquete de ayuda financiera del FMI (un acuerdo *Stand-by* récord por US\$ 57,000 millones, de los cuales se desembolsaron US\$ 44,000 millones) para sostener el esquema económico. En el plano político, el escenario de

sobreendeudamiento subordinó las decisiones gubernamentales a las lógicas y visiones imperantes en el mundo de las finanzas, además de atarlas a la supervisión y aprobación periódica del Fondo.

La crisis económica, la volatilidad en los mercados y la incertidumbre sobre las elecciones presidenciales llevaron al gobierno a un “reperfilamiento”¹³ de la deuda de corto plazo, y a establecer controles de capital. Esto evidenció la incapacidad gubernamental para atender sus obligaciones, incluso en moneda nacional. En diciembre de 2019 asumió el poder la coalición opositora encabezada por Alberto Fernández, que buscó una reestructuración integral de la deuda y negoció un nuevo acuerdo de refinanciamiento con el FMI. Aunque se marcaron paralelismos con las premisas de 2005, la situación de fragilidad financiera y política del gobierno debilitaba su posición y las posibilidades de un abordaje que las replicara.

Se realizó entonces un canje preventivo primero de los títulos bajo legislación extranjera y luego seguido por el tramo local. El gobierno desplegó una estrategia de negociación mixta (con elementos cooperativos y distributivos) adecuándose al nuevo escenario. La principal similitud con 2005 fue la búsqueda de un sendero sostenible, con un nivel, estructura y perfil de deuda que, junto con un programa de crecimiento estable y equitativo, permitiera atender la deuda. Esto implicaba un mayor alivio inicial que no ahogase el crecimiento, permitiera atender las necesidades sociales (incluyendo aquellas derivadas de la pandemia) y no llevase a una nueva crisis. Para esto se concentró en lograr reducción de tasas, alargamiento de plazos y períodos de gracia, con poca reducción del capital.

Además de la acuciante crisis sanitaria global, que dificultó las tratativas, el universo acreedor era muy diferente a 2005: aunque los

¹³ Reprogramación unilateral de los vencimientos de capital de letras en poder de tenedores institucionales, en agosto de 2019.

títulos poseían CAC que limitaban la estrategia buitre, en 2020 el grupo era mucho más homogéneo, especializado y con mayor concentración geográfica. Se trató mayormente de acreedores institucionales estadounidenses capaces de movilizar amplios volúmenes de activos, concentrar tenencias de bonos para limitar la aplicación de las CAC,¹⁴ e influir sobre el sistema político, lo que les otorgó ventajas a nivel individual y colectivo para negociar duramente. Las reticencias a aceptar quitas y la presión por cambios, junto a cierta resistencia del gobierno a ceder, llevaron a una ardua negociación con ofertas y contraofertas, donde se terminó mejorando la oferta inicial, atendiendo reclamos de los grupos representativos.

Las condiciones finales colocaron el valor presente de la oferta en un promedio de US\$54,8 dólares, bajo el supuesto de una tasa de descuento del 10%, una mejora destacable respecto a la primera propuesta.¹⁵ Así, fue apoyada explícitamente por los tres comités de acreedores, que llamaron al resto a aceptarla. Su estrategia confrontativa, enfrentada a la relativa debilidad de un gobierno con problemas de liquidez, sin acceso al crédito y urgido de resolver esta problemática, logró inclinar la balanza a su favor.

Si se evalúan los resultados [Nemiña y Val, 2020], se observa que, en relación a la adhesión, el canje externo fue mayor al 90%, permitiendo activar las CAC en casi todas las series y alcanzar un nivel superior al 99%, y el canje local tuvo una aceptación total, corroborando la hipótesis de que las CAC contribuyen a reducir los niveles de *holdouts* [Fang, Schumacher y Trebesch, 2020]. En la evaluación entre alivio y aceptabilidad, el gobierno cedió varios puntos de quita para lograr la aceptación de los acreedores y evitar un *default* generalizado que podría haber derivado en otro episodio

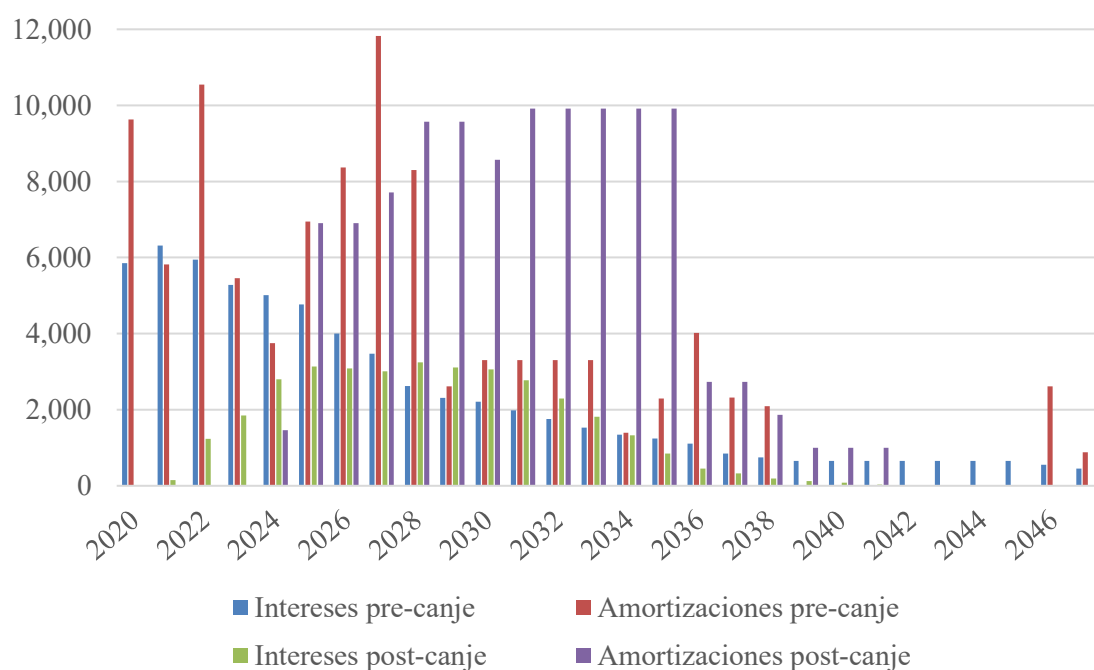
¹⁴ Se calculaba que los fondos de inversión (gigantes financieros como Blackrock, Fidelity, Pimco y Templeton), poseían cerca del 35% de los bonos elegibles.

¹⁵ Para mayor detalle de las ofertas y contraofertas, ver OPC [2020a y 2020b].

judicial, lo que constituía un riesgo potencial no deseado, aunque también los acreedores cedieron desde sus demandas iniciales.

En segundo lugar, se estima que el canje externo tuvo una quita real a valor presente neto de entre 29% y 36,2% [OPC, 2020b y FMI, 2020], en línea con el promedio histórico de quita real en reestructuraciones soberanas con privados de países de ingreso medio, y comparable a la del canje ecuatoriano del mismo año. Respecto de los términos de repago, esto dio un importante alivio inicial, incluso si se considera el período de gracia reducido (menos de un año). El cambio en el perfil (Gráfico 2) para los primeros cuatro años tuvo efectos significativos: si las obligaciones pre-canje para 2020-2023 eran de casi US\$59.000 millones, post-canje representaron poco más de US\$3.000 millones (en 2021 fueron de sólo US\$165 millones).

Gráfico 3. Perfil de vencimientos pre y post canje de deuda en moneda extranjera, ley internacional y local (en millones de USD), 2020-2047.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de OPC

No obstante, y si bien este resultado otorgó espacio fiscal durante la crisis del COVID-19 para atender la delicada situación social y

sanitaria interna y mejoraba la perspectiva de cumplir con los compromisos futuro, el comienzo de las amortizaciones y la suba en los cupones desde 2024 despiertan ciertos reparos sobre su sostenibilidad de mediano y largo plazo. A la deuda reestructurada se sumaron los compromisos con otros acreedores, mientras persistían las dificultades para acumular reservas y reaccionar al mercado de crédito internacional. En este sentido, y pese a todas estas operatorias, lejos se estuvo de que la deuda dejara de ser un problema para la economía argentina, pues se siguió requiriendo de un esfuerzo sustantivo para atenderla.

Reflexiones finales

Los ciclos recurrentes de endeudamiento externo en Argentina no han logrado promover el desarrollo y consolidaron una inserción internacional subordinada en el mediano plazo. Oficiados por gobiernos que siguen las lógicas financieras dominantes y recurren a los mercados para obtener financiamiento de manera acelerada, terminaron en crisis de deuda que requirieron para su resolución de renegociaciones con los acreedores privados.

Durante las primeras dos décadas del siglo XXI, las dos reestructuraciones de la deuda soberana argentina fueron llevadas a cabo por gobiernos “progresistas” que, sin romper completamente con la lógica del canje negociado y voluntario, priorizaron al logro de un perfil sostenible compatible con el crecimiento inclusivo del país, aunque en condiciones particulares que llevaron a resultados diferentes en cada caso. Entre 2003 y 2015 se impulsó una estrategia confrontativa con los acreedores, que buscó reducir el peso de la deuda y aumentar la autonomía del país, derivando en una dura disputa con los fondos buitres. Este episodio demostró que es posible generar abordajes novedosos desde países del Sur Global (si las condiciones lo permiten) y consensos entre los países en desarrollo, pero su resolución (en 2016) mostró que también pueden sentarse precedentes que mejoren la capacidad de presión de los *holdouts*. Sus reclamos fueron prontamente atendidos por el gobierno que le

siguió, que orientó su política en línea con los dictados de los mercados, llevando en sólo cuatro años al crecimiento vertiginoso de la deuda y un acuerdo récord con el FMI que no pudo, sin embargo, evitar la necesidad de una nueva reestructuración. En el caso de 2020, con la inspiración de 2005 pero frente a más poderosos y homogéneos fondos, en un contexto de fragilidad financiera y emergencia sanitaria, los resultados fueron más modestos.

Si algo muestra la experiencia argentina reciente es la heterogeneidad de tratamientos posibles de la deuda soberana y, sobre todo, la necesidad de una política de Estado permanente para esta problemática, orientada a lograr un sendero de sostenibilidad en el largo plazo y crecimiento doméstico que evite los ciclos de sobreendeudamiento y crisis que amplifican las dificultades y los costos sociales y económicos para el país.

Bibliografía

- Araya, T. M. y Tuculet, M.V. [2014] El principio de inmunidad estatal y los procesos de reestructuración de deuda soberana. *La Ley*, 153, 1-10.
- Bortz, P. Toftum, N. y Zeolla, N. [2021]. Old Cycles and New Vulnerabilities: Financial Deregulation and the Argentine Crisis. *Development and Change*, 52(3), 598-626.
- Cantamutto, F. y Schorr, M. [2022] El gobierno de Alberto Fernández: balance del primer año de gestión. Una mirada desde la economía política. *e-l@tina. Revista electrónica de estudios latinoamericanos*, 20(78), 66-90.
- Choi, S.J., Gulati, M. y Posner, E.A. [2012]. The Evolution of Contractual Terms in Sovereign Bonds. *Journal of Legal Analysis*, 4(1), 131-179.
- Cosentino, A., Isasa, M., Carreras Mayer, P., De Achaval, F., Coretti, M. y Dall'o, F. [2017]. *Crisis y reestructuración de deuda soberana. Una visión sistémica desde la perspectiva de los países emergentes*. Buenos Aires: Eudeba.
- Cruces, J.J. y Trebesch, C. [2011]. Sovereign defaults: The price of haircuts. *CESifo Working Paper* 3604.

- Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. [2005]. La deuda argentina: historia, default y reestructuración”. *Desarrollo Económico*, 45(178), 187-233.
- Das, U.S., Papaioannou, M.G. y Trebesch, C. [2012]. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. *IMF Working Paper 107*.
- De Lucchi, J.M. [2014]. Macroeconomía de la deuda pública. El desendeudamiento argentino (2003-2012). *Documento de Trabajo CEFIDAR 53*.
- Fang, C., Schumacher, J. y Trebesch, C. [2020]. Restructuring sovereign bonds: holdouts, haircuts and the effectiveness of CACs. *ECB Working Paper Series 2366*.
- Guzmán, M. [2016]. An analysis of Argentina's 2001 *default* resolution. *CIGI Papers 110*.
- FMI [2020]. The international architecture for resolving Sovereign debt involving private-sector Creditors—recent developments, challenges, and Reform options. *Policy Papers 2020/043*.
- López, P. y Nahón, C. [2017]. The growth of debt and the debt of growth. Lesson from the case of Argentina. *Journal of Law and Society*, 44(1), 99-122.
- Manzanelli, P. y Barrera, M. [2018]. Deuda externa y corrida cambiaria. Un análisis del gobierno de Cambiemos en perspectiva histórica. *Cuadernos de Economía Crítica*, 5(9), 17-44.
- Marchesi, S. y Masi, T. [2020]. The Price of Haircuts: Private and Official Default. *Development Studies Working Papers 460*.
- Ministerio de Economía [2005]. *Oferta de Canje*, 12 de enero.
 _____. *Boletín Fiscal*. Fechas consignadas.
 _____. *Informe trimestral de deuda*. Fechas consignadas.
- Ministerio de Hacienda [2016a]. Comunicado de prensa “*Argentina presenta formalmente su oferta a los holdouts para poner fin a los litigios en Nueva York*”, 5 de febrero.
 _____. [2016b]. *Propuesta de Settlement*, 5 de febrero.
- Müller, A. [2013]. Default y canje: una estimación de la quita realizada a la deuda externa argentina. *Realidad Económica* 279, 75-99.

- Nemiña, P. y Val, M.E. [2020] La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia covid-19. Implicancias y perspectivas para los países en desarrollo. *Documentos de Trabajo Fundación Carolina* (38).
- Nemiña, P. y Val, M.E. [2018]. El conflicto entre la Argentina y los fondos buitres: Consecuencias sobre los procesos de reestructuración de deuda soberana. *Cuadernos de Economía Crítica*, 5(9): 45-68.
- Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC) [2020a]. *Proceso de reestructuración de los bonos bajo ley extranjera. Acuerdo con principales grupos de acreedores. Anexo.*
- _____ [2020b]. *Proceso de reestructuración de los bonos bajo ley extranjera. Acuerdo con principales grupos de acreedores.*
- Val, M. E. [2019] Los resultados del canje de deuda argentino de 2005: una problemática multidimensional. *Revista Pilquen*, 22(4), 12-24.
- Val, M. E. [2020] *Procesos de reestructuración de deudas soberanas. Las negociaciones entre los gobiernos argentinos y los acreedores privados (2003-2016)*. Tesis de doctorado en Sociología. Buenos Aires: Escuela Interdisciplinaria de Altos Estudios Sociales de la Universidad Nacional de San Martín.
- Val, M.E. [2024] Las transformaciones en las orientaciones estratégicas para el tratamiento de la deuda soberana argentina en cesación de pagos (2003-2016). En Pierre Manigat, M. (coord.) *Formas y mecanismos de la dominación financiera en América Latina*. Ciudad de México:UNAM, IIS
- Wainer, A. y Bona, L. [2017]. Las decisivas negociaciones con los acreedores: los canjes de 2005 y 2010 y los pagos de la deuda pública. En Basualdo, E. (ed.) *Endeudar y fugar: Un análisis de la historia económica argentina, desde Martínez de Hoz hasta Macri*. Buenos Aires: Siglo XXI.

Recibido 05 de marzo 2025

Aceptado 26 de mayo 2025