



# La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia COVID-19

## Implicancias y perspectivas para los países en desarrollo

***Pablo Nemiña***

Investigador del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET) y de FLACSO Argentina  
pnemina[@]flacso.org.am

***María Emilia Val***

Becaria posdoctoral del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET)  
memiliav[@]yahoo.com.ar

### Resumen

El trabajo analiza la nueva reestructuración de deuda argentina en clave de economía política. Se plantean dos objetivos. Primero, se analiza la dinámica del proceso de negociación y se evalúan sus resultados en función de los niveles de adhesión, la magnitud de la quita y el alivio de deuda, y las implicancias jurídicas para futuras reestructuraciones. Como resultado de una negociación en la cual ambos negociadores desplegaron estrategias distributivas, se acordó un valor comparable al promedio en procesos afines y se apeló a las cláusulas de acción colectiva (CAC), el nivel de canje alcanzado fue significativamente alto. Segundo, se analiza la interacción entre la reestructuración y la dinámica reciente de las relaciones financieras globales ante el estallido de la pandemia COVID-19. Al respecto se impulsaron cambios en los contratos de deuda que precisan los requisitos para implementar las reasignaciones y la estrategia *pac man*. Asimismo, la limitada cooperación financiera multilateral ante la pandemia COVID-19 convierte, hoy, a la reestructuración bilateral en una decisión sagaz.

## Palabras clave

Argentina, reestructuración de deuda, cláusulas de acción colectiva, financiamiento multilateral, FMI

## Abstract

The document analyses the political economy of the recent Argentine debt restructuring. There are two objectives. First, the dynamics of the negotiation process are analysed and its results are evaluated based on the levels of creditor participation, the magnitude of the haircut and debt relief, and the legal implications for future restructurings. As a result of a negotiation in which both negotiators deployed distributive strategies, an average value was agreed upon in comparable related processes, and CACs were activated, was reached a high exchange level. Second, it is analysed the interaction between restructuring and the recent dynamics of global financial relations in the face of the outbreak of the COVID-19 pandemic. In this regard, changes were promoted in the debt contracts that specify the requirements to implement the redesignation and the “pac man” strategy. Likewise, the limited multilateral financial cooperation in the face of the COVID-19 pandemic made bilateral restructuring a sagacious decision

## Keywords

Argentina, debt restructuring, collective action clauses, multilateral financing, IMF

## Pablo Nemiña

Sociólogo y doctor en Ciencias Sociales, en ambos casos por la Universidad de Buenos Aires. Investigador adjunto del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas con sede en el Instituto de Altos Estudios Sociales de la Universidad Nacional de San Martín. Investigador asociado del Área de Relaciones Internacionales de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, Argentina.

## María Emilia Val

Socióloga por la Universidad de Buenos Aires y doctora en Sociología por la Universidad de San Martín. Becaria posdoctoral del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas, con sede en el Instituto de Altos Estudios Sociales de la Universidad Nacional de San Martín.

## 1. Introducción

El gobierno que llegó en diciembre de 2019 a la presidencia de la República Argentina, con el peronista Alberto Fernández a la cabeza, se encontró frente a una tarea que cuenta con numerosos precedentes, a nivel local e internacional, pero que se desarrolla en un contexto inédito. La reestructuración de parte de la deuda soberana con agentes privados bajo legislación extranjera —resultante en gran parte de un proceso de endeudamiento acelerado en el periodo 2016-2018, y agravado por la combinación de una recesión y una crisis cambiaria que disparó el endeudamiento público al 90% del PIB<sup>1</sup>— se desplegó en medio de la crisis resultante de la pandemia del coronavirus COVID-19, que tiene en vilo al mundo entero.

Esto configuró un escenario de gran complejidad para un proceso ya de por sí problemático para el país sudamericano. Si la economía enfrentaba importantes desafíos derivados de cursar el segundo año de retracción económica y sufrir una crisis de deuda y cambiaria, la cuarentena para evitar una crisis sanitaria potenció la recesión, que el Fondo Monetario Internacional (FMI) estimó en una caída del 11,8% del producto para 2020<sup>2</sup>, y hundió a más del 40% de la población bajo la línea de pobreza<sup>3</sup>.

En este trabajo se desarrolla un análisis de la nueva reestructuración de deuda argentina en clave de economía política. Para ello se plantean dos objetivos. Primero, se analiza la dinámica del proceso de negociación y se evalúan sus resultados en función de los niveles de adhesión, la magnitud de la quita y el alivio de deuda, y las implicancias jurídicas para futuras reestructuraciones. Segundo, se analiza la interacción entre la reestructuración y la dinámica reciente de las relaciones financieras globales ante el estallido de la pandemia COVID-19.

El trabajo se organiza en cuatro secciones. Primero se discuten las semejanzas y diferencias de la reestructuración reciente con el antecedente inmediato de la negociación de 2003-2005; luego se repasa el proceso de endeudamiento acelerado durante el gobierno de Mauricio Macri que llevó a la crisis de deuda. En la tercera sección se analiza en detalle la dinámica política de las negociaciones. En la cuarta, se analizan las implicancias de la reestructuración sobre la gobernanza financiera global. Cierra el trabajo un apartado de conclusiones.

## 2. El espejo de 2001: reestructuración en etapas y desendeudamiento

Una vez conocida la intención del nuevo gobierno argentino de renegociar la deuda con los acreedores privados para aliviar la situación fiscal y externa, afloraron las comparaciones con el antecedente más inmediato, el *default* de 2001. La mayor cesación soberana de pagos hasta ese

<sup>1</sup> Datos de la Secretaría de Finanzas (MECON). Disponible en: <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/presentaciongraficadeudapublica>.

<sup>2</sup> Datos del FMI, *World Economic Outlook Database*, a octubre de 2020. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2020/October>.

<sup>3</sup> Datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) al primer semestre de 2020. Disponible en: <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel3-Tema-4-46>.

momento<sup>4</sup> fue la culminación de un largo ciclo de endeudamiento iniciado con el despliegue y consolidación de la financiarización como eje organizador de la economía. En ese marco, en 2003 se iniciaron las negociaciones de una larga reestructuración de pasivos públicos que se dio por cerrada en 2016, luego de dos etapas de canje voluntario y una prolongada disputa judicial con los fondos buitres en la causa denominada *pari passu*.

El aspecto más característico de aquella experiencia se definió durante el gobierno de Néstor Kirchner, quien combinando una disposición predominantemente confrontativa hacia los acreedores privados, junto a la no intervención del FMI en la fase decisiva del proceso, logró un reparto de pérdidas favorable a Argentina. Esto se vio representado en una quita del 76,8% del valor presente neto al momento del primer canje<sup>5</sup>, un recorte significativamente superior al promedio de 24,3% de las reestructuraciones preventivas y de 45,3% de aquellas realizadas tras la cesación de pagos (Cruces y Trebesch, 2013)<sup>6</sup>.

En su dimensión financiera, esta estrategia tuvo como eje la idea de restablecer la sustentabilidad, planteando que el repago debía ser compatible con el crecimiento económico doméstico. Se buscaba no asfixiar la incipiente y prioritaria recuperación económica —alentada por el *boom* de las materias primas que benefició a los países en desarrollo— como puntapié para la implementación de un modelo neodesarrollista. Contemporáneo del *momentum* posneoliberal (Sanahuja, 2010) o poshegemónico (Riggirozzi y Tussie, 2012) que se desarrolló en la región a comienzos del siglo XXI, el neodesarrollismo rechaza el dogma del libre mercado y la “teoría del derrame” como vías únicas para el crecimiento y destaca el rol del Estado para la existencia de mercados competitivos, la promoción del crecimiento con eje en la actividad productiva y el pleno empleo, y la implementación de controles en la cuenta de capital para moderar la volatilidad externa, acompañados de una política activa de ingresos y transferencias hacia los sectores subalternos (Gezmiş, 2017).

Con relación a la dimensión política, el gobierno aprovechó las debilidades de la contraparte negociadora: durante las negociaciones relativas al primer canje, el universo acreedor se caracterizó por una profunda heterogeneidad y dispersión geográfica, debido a que el 43,5% del total de la deuda a reestructurar estaba en manos de tenedores minoristas (Ministerio de Economía, 2003), y que más del 55% de los títulos en *default* con residencia identificada estaba en manos de tenedores ubicados fuera de Argentina (Italia, Suiza, Estados Unidos, Alemania y Japón, por orden de relevancia) (Bruno, 2004: 182).

Siguiendo experiencias similares de organización de instancias colectivas de representación y negociación, los acreedores lograron articularse parcialmente en diferentes organizaciones entre las que se pueden identificar tres tipos: las de minoristas autoconvocados<sup>7</sup>, de minoristas con representación mediada<sup>8</sup>

---

<sup>4</sup> Luego de numerosos intentos por evitar la cesación de pagos durante los años 2000 y 2001, y en el marco de una crisis económica, política y social sin precedentes, se declaró la suspensión del servicio de una parte de los 144.000 millones de dólares que alcanzaba entonces la deuda pública, que involucraba deuda con privados (poco más de 81.000 millones de dólares) y bilateral, con el Club de París, esta última regularizada en 2014.

<sup>5</sup> Recientemente Fang, Schumacher y Trebesch (2020: 15) actualizaron el dato a 74,81%

<sup>6</sup> Debido al reconocimiento de los intereses caídos y los pagos no contemplados de los cupones PBI, la quita real se vería considerablemente reducida a entre un 21% y un 36%, dependiendo de la tasa de descuento que se tome (Müller, 2013).

<sup>7</sup> Estaban formadas y lideradas por iniciativa de pequeños ahorristas o bien organizadas en torno a abogados que los representaban en las demandas contra el país. Entre ellas se destacan el Comitato Creditori Argentina en Italia, la First German Bondholders Society (IGA, por sus siglas en alemán) en Alemania, y la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default (ADAPD) y la Asociación de Ahorristas de la República Argentina (AARA), ambas de Argentina.

<sup>8</sup> Formadas por una mayoría de pequeños ahorristas representados por organizaciones bancarias, representaron un movimiento estratégico de las entidades para neutralizar posibles acciones legales contra ellas por parte de sus clientes y encauzar las demandas hacia Argentina. Las más importantes fueron la italiana Task Force Argentina (TFA) y la alemana Argentina Bond Restructuring Agency (ABRA).

y de institucionales con representación directa<sup>9</sup>. Dada la debilidad relativa de los grupos minoristas autoconvocados, los grupos institucionales de representación directa y mediada más importantes (Argentina Bondholders Committee, ABC; Argentine Bond Restructuring Agency, ABRA, y Task Force Argentina, TFA) conformaron el Global Committee of Argentina Bondholders (GCAB), a través del cual intentaron posicionarse, aunque sin éxito, como interlocutores privilegiados del gobierno (Val, 2019).

Por otra parte, el FMI no tuvo injerencia en el diseño y la gestión de la reestructuración; ni siquiera auditó las proyecciones financieras que sirvieron de fundamento a la sostenibilidad de la propuesta de canje, lo que sucedía por primera vez desde la década de 1980. Esto fue posible, en gran medida, gracias a la política de no intervención de Estados Unidos y las acciones del gobierno argentino, que aprovechó —y profundizó— las diferencias de incentivos entre el organismo y los diversos grupos de tenedores privados.

De esta manera, la dispersión y fragmentación acreedora, y la abstención del sector oficial hicieron que Argentina lograra imponer las condiciones finales, lo que fue interpretado por algunos analistas como un cambio en el balance de poder entre deudores soberanos y acreedores, en favor de los primeros (Gelpern, 2005).

La negociación culminó en el canje de deuda en 2005 y potenció el proceso de desendeudamiento. Se trató de uno de los ejes rectores de la política financiera externa de buena parte de los gobiernos kirchneristas, que tuvo como hitos sucesivos el pago anticipado de la totalidad de las acreencias al FMI, un segundo canje de deuda en 2010 que se sustentó en los mismos principios<sup>10</sup> y el pago de deudas externas soberanas con reservas para evitar recurrir a los mercados internacionales de capital.

La política de desendeudamiento se fundamentó menos en un rechazo dogmático al endeudamiento que en establecer un horizonte sostenible para la deuda, con el fin de evitar endeudarse con actores cuyas lógicas y condiciones pusieran en tensión las bases del modelo de acumulación. Esto permite entender que, ante la reaparición impetuosa de la restricción externa a mediados de 2013, el gobierno privilegiara el financiamiento chino. Este fue canalizado a través de diversos proyectos de infraestructura, generación de energía y un *swap* entre los bancos centrales, que no incluía condicionalidades macroeconómicas significativas, aunque tendía a reforzar el sesgo primarizador de la producción y contemplaba transferencias de tecnología que podían desplazar a las locales. Por cierto, menos que en una excepcionalidad, esa política se enmarcó en una paulatina interdependencia entre China y América Latina basada en mayores grados de comercio y cooperación, junto a crecientes flujos de inversión, financiamiento y ayuda para el desarrollo (Vadell, 2019).

El contexto que entonces habilitó esta estrategia es diferente al que el país experimenta en la actualidad, lo cual llevó a agudizar la creatividad y la audacia a fin de encarar la renegociación de deuda con los objetivos de priorizar el crecimiento desde el eje de la actividad productiva, mejorar los indicadores sociales y restablecer un sendero sostenible para el endeudamiento en el marco del equilibrio macroeconómico. Para comprender el escenario presente es necesario remitirnos al proceso que desencadenó en menos de cuatro años una nueva crisis de deuda.

---

<sup>9</sup> Eran la Argentine Bondholders Committee (ABC) en Estados Unidos —formada por grandes fondos de inversión— y la Unión de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (UAFJP) en Argentina, que era una corporación empresaria preexistente del sector de los fondos de pensión.

<sup>10</sup> La reapertura realizada en 2010 fue solicitada por un grupo de bancos internacionales y apoyada desde dentro por los acreedores remanentes (entre los que se encontraban Gramercy, Fintech y Greylock), que cooperativamente negociaron con el gobierno y permitieron llevar el nivel de adhesión del 76% al 92,7%, permitiendo dar mayor legitimidad a la operatoria. Sin embargo, esta sería socavada por el juicio iniciado por NML Capital en Nueva York en torno a la cláusula *pari passu*.

### 3. Un nuevo ciclo de endeudamiento externo acelerado y el regreso del FMI

El gobierno de Cambiemos —asumido en diciembre de 2015 luego de una ajustada victoria en balotaje— propendió hacia un programa económico promercado y de desregulación, en función del cual impulsó un giro en la orientación de la política económica y exterior, muy distanciada de los lineamientos productivos e intervencionistas en lo interno y autonomistas en lo externo que caracterizaron a buena parte de los gobiernos kirchneristas (Míguez, 2017)<sup>11</sup>.

Una de las expresiones más patentes de esta nueva orientación fue el tratamiento dado a la política de manejo de pasivos y de financiero en los mercados internacionales. En términos financieros, el gobierno de Macri desplegó una estrategia cooperativa frente a los fondos buitres, que lo llevó a abonar más de 9.300 millones de dólares que los *holdouts* demandaban desde hacía más de diez años en la justicia de Estados Unidos para resolver rápidamente ese litigio. La resolución del conflicto con los *holdouts* y la eliminación de los controles cambiarios alentaron una vigorosa reinserción financiera de Argentina<sup>12</sup>, que permitió un acelerado ciclo de endeudamiento externo en el cual la deuda pública y privada se incrementó en un 260% y 130%, respectivamente, durante los primeros dos años y medio del nuevo gobierno (Lampa y Zeolla, 2019: 25). Además de crecer, la deuda empeoró su composición, pues se incrementó la proporción de títulos en moneda extranjera al tiempo que disminuyó la vida promedio de los créditos.

Hasta que llegó la crisis. La escalada en el conflicto comercial y tecnológico entre Estados Unidos y China aumentó la incertidumbre económica y generó una caída en la liquidez global. En el plano local, el creciente déficit de cuenta corriente y la persistencia del déficit fiscal —influido por la disminución de impuestos progresivos como el de los bienes personales y las retenciones—, en un contexto de apreciación real del tipo de cambio, disparó una corrida cambiaria que generó una depreciación considerable del tipo de cambio. A la salida de capitales externos de portafolio se sumó el aumento del ritmo de dolarización de excedentes por parte de los actores económicos locales. Argentina pasó sin solución de continuidad de estrella a paria de los mercados internacionales de capital.

A pesar de que su regreso rememoraba la traumática crisis de 2001, el gobierno de Macri suscribió un acuerdo —inicialmente precautorio— con el FMI por 50.000 millones de dólares, buscando infundir confianza entre los inversores. Sin embargo, el riesgo país se disparó, la moneda acentuó su depreciación frente al dólar, y la inflación subió a una tasa mayor al 50% anual. En la primera revisión, el Fondo demandó profundizar el ritmo de ajuste fiscal, agregó 7.000 millones de dólares de financiamiento, y adelantó el cronograma de desembolsos para cubrir la mayor parte de las obligaciones externas hasta el final de 2019, cuando Macri debía revalidar su mandato en las urnas. Esto generó que más de tres cuartas partes del financiamiento contemplado para un programa trianual fuera desembolsado inéditamente durante el primer año de acuerdo, con la consecuente sobrecarga de vencimientos en 2022 y 2023.

En términos sustantivos, el acuerdo se ajustó al libreto tradicional de estabilización vía ajuste fiscal, política monetaria astringente y depreciación del tipo de cambio, que en países semiindustrializados como Argentina poseen un fuerte impacto recesivo e inflacionario (Nemiña y Larralde, 2018). Sin embargo, el programa mostró tres novedades que marcan un contrapunto con los acuerdos típicos del organismo. Primero, incluyó un piso de gasto en asistencia social como condicionalidad, que se enmarca

<sup>11</sup> No obstante, la implementación de estos principios no estuvo exenta de tensión, frente a las dificultades económicas y financieras que surgieron durante el segundo mandato de Cristina Kirchner (Corigliano, 2018).

<sup>12</sup> Si bien la cara más visible de este proceso fue el endeudamiento soberano y privado en los mercados internacionales de capital, Argentina sostuvo el vínculo económico con China y cultivó redes con nuevos prestamistas no tradicionales como Catar y Emiratos Árabes Unidos (Fabani y Fernández Alonso, 2019).

en las políticas asistenciales del consenso post Washington (Vetterlein, 2015). Aunque es un paliativo y está lejos de resolver la pobreza en su dimensión estructural, parece haber contribuido a que el rápido ajuste fiscal no haya derivado en estallidos sociales masivos. Segundo, atendiendo al clima de la época y a lo que aparece como un nuevo tema de agenda institucional, expresó intenciones —algo imprecisas— de promover la equidad de género a través de la política impositiva y laboral. Por último, el acuerdo tuvo una relativamente baja exigencia de reformas estructurales; esto refleja la simplificación de la política de condicionalidades estructurales del FMI, pero también el interés político de evitarle al gobierno de Cambiemos medidas impopulares que erosionaran sus chances electorales.

El programa logró ajustar la cuenta corriente, pero a costa de un desplome de las importaciones debido al enfriamiento de la actividad. El efecto combinado de la devaluación, la caída del salario real y la alta tasa de interés fue una profunda recesión. Esto agravó la sostenibilidad de la deuda y aceleró la fuga de capitales, lo que obligó al gobierno de Cambiemos a reinstaurar los controles de cambio que había eliminado cuatro años antes.

Finalmente, el Frente de Todos —que durante la campaña había sostenido la necesidad de revertir el escenario de primacía de las finanzas en la economía local y propiciaba una reestructuración para salir de la situación que definía como de “*default* virtual”— triunfó en las elecciones presidenciales y abrió un nuevo ciclo político en Argentina.

#### **4. La reestructuración de la deuda externa durante la pandemia COVID-19**

Desde su asunción, el gobierno encaró una estrategia de renegociación sostenible de la deuda externa en cuatro etapas: reestructurar los títulos bajo legislación extranjera, los bonos regidos por ley local, avanzar en un nuevo acuerdo con el FMI y refinanciar los pagos al Club de París. A cargo de esta tarea estuvo el ministro de Economía, Martín Guzmán, un economista de perfil académico con larga trayectoria en el estudio de las reestructuraciones de deuda, quien se abocó desde su asunción principalmente a la tarea de entablar las gestiones con los diferentes grupos de acreedores para avanzar en la concreción de la estrategia de negociación establecida por el gobierno. La designación de Guzmán al frente de la mencionada cartera fue un indicador, primero, de la importancia dada a la problemática de la crisis de endeudamiento, que supeditó el avance en otros frentes a la concreción de un acuerdo con los inversores extranjeros y, segundo, de la orientación que tendría el gobierno para darle solución<sup>13</sup>, centrada en la búsqueda de la sostenibilidad.

Sobre esta estrategia podemos decir, en primer lugar, que se orientó a realizar un canje preventivo<sup>14</sup>, es decir, que pudiera hacerse efectivo antes de llegar a una cesación de pagos formal y generalizada como sucedió en 2001, pues ello añadiría incertidumbre y costos adicionales a un proceso ya de por sí complejo. Esta intención se expresó en un cronograma de negociación que auguraba haber culminado el periodo de adhesión y estar en condiciones de cerrar y liquidar la operatoria para finales de marzo.

Por otra parte, se buscó avanzar por tramos diferenciados. Dado el antecedente ligado al conflicto con los fondos buitres, los peligros de nuevas demandas o dificultades relacionadas con la deuda internacional orientaron la decisión de comenzar con la reestructuración del segmento emitido bajo legisla-

<sup>13</sup> Quedaban así descartadas soluciones como la uruguaya de 2003 (por entonces muy discutida como alternativa para Argentina), que se centró en la extensión de plazos sin recortar capital ni intereses.

<sup>14</sup> Esto no impidió que, a medida que se dilataron las negociaciones, Argentina entrara en *default* selectivo al no efectivizar varios pagos de cupones de los bonos elegibles.

ción de plazas externas para luego replicar los nuevos términos en los títulos bajo ley argentina. Siguiendo este camino, el gobierno postergó hasta fin de año el pago de intereses y capital de los bonos ley argentina (*Clarín*, 2020). Así, replicar el tratamiento dado a los títulos externos a los emitidos bajo ley local aparecía —en términos estilizados— como un proceso menos complejo que el inverso. Pero había, además, una justificación financiera: los vencimientos (intereses y capital) de títulos con ley local para 2020 concentraban más del 70% del total de compromisos correspondientes a títulos públicos; si bien la pandemia de la COVID-19 obligó a extender los plazos, esto no afectó en lo sustantivo a la secuencia trazada por el equipo económico.

Para avanzar en esta dirección, se promovió la sanción de la Ley 27.544 de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública emitida bajo Ley Extranjera, que el Congreso aprobó en febrero de 2020 casi por unanimidad, mostrando un amplio consenso sobre la situación de insostenibilidad de la misma, y brindando un respaldo a la orientación general de la política de manejo de pasivos impulsada por el poder ejecutivo, lo que permitió mostrar un frente político unificado de cara a las negociaciones. La mencionada norma habilitó al Ministerio de Economía a realizar las acciones pertinentes para restablecer la sostenibilidad de la deuda, uno de los nueve principios básicos aplicables a las reestructuraciones de deuda soberanas aprobados en 2015 por la Asamblea General de Naciones Unidas a instancias del Grupo de los 77 países más China<sup>15</sup>, y que Argentina incorporó como legislación de orden público ese mismo año. De acuerdo con la definición amplia del principio de sostenibilidad,

las reestructuraciones de la deuda soberana deben realizarse de manera oportuna y eficiente y crear una situación de endeudamiento estable en el Estado deudor, preservando desde el inicio los derechos de los acreedores y a la vez promoviendo el crecimiento económico sostenido e inclusivo y el desarrollo sostenible, minimizando los costos económicos y sociales, garantizando la estabilidad del sistema financiero internacional y respetando los derechos humanos (Ley 27.207, Principio 8).

Atendiendo a este eje orientador, desde el inicio de las tratativas el gobierno desplegó una estrategia de negociación mixta (con elementos cooperativos y distributivos) inspirada en la experiencia de 2003-2005, aunque adecuada al nuevo escenario. La principal similitud residió en buscar que la reestructuración restableciera un sendero sostenible para la deuda; es decir, que alcanzara un nivel, estructura y perfil que, acompañados por un programa compatible con un crecimiento económico estable y equitativo, permitiera atender regularmente los compromisos de pago. Esto implica que la deuda reestructurada proporcione un mayor alivio durante el periodo de dificultades, tenga una magnitud y estructura de vencimientos que no ahoguen el crecimiento, permita atender las necesidades de la población —en particular las de los sectores más vulnerables— y no lleve a una nueva crisis de deuda en los próximos años.

La paralización económica que supuso la implementación del aislamiento social desde marzo como respuesta al estallido inesperado de la pandemia COVID-19 hizo más acuciante la necesidad de alivio en la deuda, tanto para compensar la disminución de ingresos provenientes de la recaudación impositiva como por el aumento de los gastos orientados a fortalecer el sistema de salud y paliar los efectos de la pandemia sobre los ingresos de empresas y familias<sup>16</sup>. El *shock* de oferta derivado del “gran confinamiento” desató una abrupta recesión global que el FMI considera la peor desde la gran depresión de la década de 1930.

Se trata de una dinámica que —como se explica en un apartado posterior— afecta a los países en desarrollo, pero particularmente a aquellos sin acceso a los mercados internacionales de deuda, ya que se

<sup>15</sup> Noticias ONU (10/09/2015). Disponible en: <https://news.un.org/es/story/2015/09/1339021>.

<sup>16</sup> Entre otras medidas, se cuenta la implementación del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) para atender la situación de desocupados, trabajadores informales y de casas particulares, y monotributistas sociales y de las categorías más bajas.

ven imposibilitados para aprovechar la alta liquidez alentada por las políticas monetarias expansivas de los bancos centrales de los países avanzados.

Con relación a los lineamientos estratégicos, se observa que, desde el principio, el ministro fue extremadamente cauteloso en sus declaraciones, apelando a la colaboración de la comunidad financiera internacional y especialmente de los propios acreedores, a quienes solicitó comprensión ante la situación y negociar de buena fe, lo cual implicaba que deberían asumir postergaciones (“no estamos pidiendo a nuestros acreedores que pierdan, sino que ganen menos”, *La Nación*, 2020). Si la intención de compartir con los acreedores privados los costos de la crisis dejando en evidencia la corresponsabilidad de ambas partes en la relación de crédito soberano rememora a la reestructuración de comienzos del siglo XXI, la estrategia se adecuó a las particularidades existentes. En este sentido, tanto en su dimensión financiera como política, la estrategia ha tenido una orientación mucho más cooperativa que en experiencias anteriores. Esta combinación de búsqueda de consensos mediante el reconocimiento de los derechos de los inversores —pero con el establecimiento de límites a sus pretensiones a partir del criterio de la sustentabilidad— fue la que dominó la tónica de las negociaciones, que no estuvieron exentas, sin embargo, de momentos de dureza y enfrentamiento.

Sobre los acreedores, aunque la totalidad de los títulos elegibles con legislación extranjera poseía algún tipo de cláusula de acción colectiva (CAC)<sup>17</sup> que facilitaba alcanzar acuerdos y limitaba las estrategias “buitre”, en esta reestructuración el universo de tenedores privados fue mucho más homogéneo y especializado, y muestra mayor concentración geográfica que el del canje de 2003-2005. La mayoría de ellos eran estadounidenses e institucionales, y las tenencias se concentraban en grandes fondos de inversión con capacidades de movilizar amplios volúmenes de activos, lo que les otorgó ciertas ventajas a nivel individual y colectivo. Se trata de inversores que poseen el conocimiento y el capital que les permitirían adquirir cantidades dadas de ciertas series de bonos para limitar la aplicación de las CAC y negociar con mayor dureza, y los contactos para influir sobre el sistema político. Las estimaciones iniciales calculaban que los fondos de inversión (entre los que destacan a nivel individual gigantes financieros de la talla de BlackRock, Fidelity, Pimco y Templeton) poseían cerca del 35% de los bonos que podrían ingresar a la reestructuración<sup>18</sup>. Las reticencias iniciales a aceptar quitas y cambios sustantivos en las condiciones de repago, que se expresaron en la negociación fallida con el gobierno de la provincia de Buenos Aires durante el verano austral<sup>19</sup> —que se dio en paralelo a los primeros acercamientos por parte del gobierno nacional—, auguraban una ardua negociación.

La estrategia predominantemente confrontativa con la que encararon la reestructuración se debió en mucho a esta fortaleza relativa a nivel individual, que buscó además reforzarse a través de la constitución de organizaciones representativas *ad hoc* que irían logrando cada vez mayores niveles de cooperación y articulación hacia la constitución de un frente unificado, mejorando la posición negociadora del conjunto.

Los tenedores de bonos, como en otras reestructuraciones de deuda, coordinaron su accionar a través de la organización de tres comités representativos que organizaron a acreedores institucionales de diverso tamaño, contando además con asesores financieros y legales para las negociaciones y la elaboración de propuestas propias.

<sup>17</sup> Las de los títulos emitidos a partir de 2016 son más robustas —es decir, favorables al deudor— que las de los bonos previos. Más adelante se desarrolla este punto.

<sup>18</sup> De acuerdo con *Fortuna* (2020).

<sup>19</sup> En este episodio se puso de manifiesto la capacidad de incidencia de los grandes tenedores. Fidelity acumuló cerca del 25% de una emisión de bonos de dicha provincia, y logró bloquear una enmienda que hubiera permitido al gobierno subnacional aplazar el pago del capital para aliviar la carga inmediata de compromisos (*El Cronista*, 2020).

El primero fue el Grupo Ad Hoc de Bonistas Argentinos (Ad Hoc Argentine Bondholder Group-AHBG), que presentaría la estrategia menos cooperativa. Estaba formado por los mayores acreedores institucionales, entre ellos AllianceBernstein, Amundi Asset Management, Ashmore Investment Management Limited y Ashmore Investment Advisors, BlackRock Financial Management, Inc. (que aparecía como su cara visible), y sus afiliados, BlueBay Asset Management LLP, Fidelity Management & Research Co., T. Rowe Price Associates, Western Asset Management Company LLC, y Wellington Management Company LLP, y contó con el apoyo de sus asesores legales internacionales White & Case LLP.

El segundo fue el Comité de Acreedores de Argentina (Argentina Creditor Committee-ACC). Integrado principalmente por los fondos Greylock Capital, Fintech Advisory y Gramercy Funds Management, quienes en un principio liderarían el proceso de negociación de este comité. Se trataba de fondos que habían participado de manera cooperativa del canje 2010 y mostraron ser los más flexibles y dialogantes. Luego del abandono de estos dos fondos, junto a Oaktree (*El Economista*, 2020), el grupo fue liderado por Grantham Mayo Van Otterloo, que contaba con UBS Securities LLC y Mens Sana Advisors LLC como asesores financieros, y con Clifford Chance LLP y Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP como asesores legales (*Infobae*, 2020a).

El tercero fue el Grupo de Bonistas del Canje (Exchange Bondholder Group-EBG). Según su página web<sup>20</sup>, sus integrantes mostraban las mayores tenencias de bonos emitidos en los canjes de 2005 y 2010. El *steering committee* estaba formado por los fondos HBK Investments, Monarch Alternative Capital LP, Paloma Partners Management Corp., Pharo Management (UK) LLP, Redwood Capital Management, LLC y VR Capital Group, y contaba con la asesoría legal de Quinn Emanuel Urquhart & Sullivan LLP<sup>21</sup>.

Si bien cada uno de ellos mostró diferentes niveles de confrontación y cooperación en sus tácticas a lo largo del proceso, en general se observó que hicieron valer su peso e importancia presentando contrapropuestas y presionando de manera permanente para la mejora de las ofertas presentadas por el gobierno.

Por último, en esta ocasión el FMI mostró un apoyo significativo a la estrategia del gobierno mediante diversos testimonios y —en especial— dos publicaciones del *staff* en marzo y junio de este año, en las que destacó la necesidad de que los privados compartieran el costo de resolver la crisis de deuda (IMF, 2020a y 2020b). En una de las notas técnicas reconoció que restablecer la sostenibilidad de la deuda requería recortar el *stock* de esta con acreedores privados y multilaterales al 40% del PIB (desde el 48% actual), reducir el servicio de la deuda anual a un promedio del 3% del producto (desde el 6% actual), y establecer un alivio del *stock* de deuda con los acreedores privados de entre 50.000 y 85.000 millones de dólares, al tiempo que sugiere establecer un periodo de gracia en el pago de intereses hasta 2024 (IMF, 2020a). Estas recomendaciones fueron recibidas con agrado por el gobierno, ya que reforzaron su posición frente a los acreedores privados.

¿Por qué el FMI se muestra más cooperativo con el gobierno ahora que en la negociación de 2003? La clave reside en las características actuales del vínculo y los cambios recientes en el organismo. En primer lugar, Argentina y el FMI son socios: hasta antes de la crisis de la COVID-19 el país debía casi uno de cada dos dólares que tenía prestados el organismo en créditos no concesionales, y este poseía el 11% de la deuda bruta de la nación; la crisis económica es resultado en buena medida de políticas consensuadas entre el gobierno de Cambiemos y el FMI, y los riesgos financieros de jugar en solitario obligan a cada uno de ellos a sostener el vínculo en el futuro inmediato. En este marco, apoyar una quita

<sup>20</sup> <https://www.argentinaexchangebondholders.com>.

<sup>21</sup> Esta es la firma en la que se desempeña el abogado Dennis Hranitzky, que embargó la Fragata Libertad durante el litigio con los fondos buitres (*Infobae*, 2020b).

sustantiva a los acreedores privados reflejó el interés del organismo por liberar más dólares para asegurarse el cobro de sus acreencias. En segundo lugar, expresó un paulatino reconocimiento del Fondo de la insostenibilidad financiera y la inviabilidad política de imponer ajustes desproporcionados a los deudores para pagar sus deudas. Aunque es más visible en el plano discursivo que el de políticas, el FMI ha reconocido la importancia de negociar —más temprano que tarde— quitas a los acreedores cuando la deuda se vuelva insostenible (Hagan, Obstfeld y Thomsen, 2017).

## 5. La dinámica de las negociaciones. Acercando posiciones entre zooms y barbijos

### *Primer acto: las dimensiones financieras y legales de la primera oferta*

A los pocos días de asumir el cargo, el ministro manifestó el compromiso genuino del gobierno con relación a la voluntad de pago y presentó los principios para la sostenibilidad de la deuda. En ellos se ubicaba a la reestructuración sostenible como un paso sustantivo para “tranquilizar” la economía, estableciendo que (MECON, 2019): a) las políticas de deuda debían formar parte de un programa integral a efectos de restaurar la sostenibilidad de la deuda pública y recuperar un sendero de crecimiento sostenible, para resolver la situación de inconsistencia macroeconómica existente; b) la recuperación económica constituye una condición necesaria para restaurar la capacidad de pago, y c) las políticas de deuda pública deben sentar las condiciones para el desarrollo del mercado de capitales doméstico.

Adicionalmente, de acuerdo con la orientación dialoguista en el tratamiento con los acreedores, se los invitó a presentar sus puntos de vista sobre el proceso y comenzaron los primeros encuentros con la Unidad de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Externa (luego disuelta de hecho), el secretario de Política Económica y el ministro de Economía. En paralelo, los acreedores comenzaron a acercar posiciones y a constituir los diferentes comités mencionados.

Los primeros meses del año se orientaron a reforzar la posición negociadora del gobierno. Para ello se lograron los respaldos, en el plano global, del G20, varios mandatarios europeos, el FMI, el papa Francisco, y un grupo de economistas y premios Nobel encabezados por Joseph Stiglitz; en la arena doméstica brindaron su apoyo los sindicatos, cámaras empresarias y gobernadores.

Si la complejidad inherente al proceso de negociación hacía desafiante cumplir el cronograma previsto, el estallido de la pandemia COVID-19 lo tornó imposible. Ante esta imprevisible demora, el equipo económico inicialmente mantuvo el servicio de los títulos que no estaban reperfilados, pero, en tanto que la negociación se iba dilatando, extendió la moratoria a otros bonos a medida que caían los vencimientos para evitar una caída mayor de las reservas en un contexto económico y sanitario crítico.

Luego de algunas rondas de diálogo con los acreedores de manera virtual<sup>22</sup>, el gobierno presentó la primera oferta para la reestructuración del tramo bajo ley extranjera: se presentó formalmente el 21 de abril ante la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés). Esta in-

<sup>22</sup> En este escenario, vale mencionar el interrogante que supuso la realización de un complejo proceso de negociación a través de teleconferencias virtuales como resultado del distanciamiento físico preventivo. Se trató del primer antecedente de una reestructuración llevada adelante mediante negociaciones mediadas electrónicamente, en las cuales la incapacidad de acceder al lenguaje corporal de la contraparte —y no tener certezas respecto de que los diálogos realizados mediante soportes electrónicos se mantuvieran confidenciales (dada la facilidad para grabar y divulgar esos contenidos)— pudo haber complicado las tratativas al reducir la franqueza y fluidez del diálogo entre las partes. Sin embargo, las crónicas coinciden en que el ministro Guzmán y Jeniffer O’Neill, negociadora principal de BlackRock, lograron establecer un vínculo de afinidad personal que hizo más fluido el diálogo (Millan y Do Rosario, 2020).

cluyó como deuda elegible 21 bonos (Par y Discount emitidos en ocasión de los canjes de deuda de 2005 y 2010, y Globales emitidos después de 2016), sujetos a la legislación de Nueva York y del Reino Unido, nominados en dólares, euros y francos suizos<sup>23</sup>, por un monto de 65.620 millones de dólares (tabla 1).

**TABLA 1. Características de bonos elegibles bajo legislación extranjera (en millones de dólares)**

Bono	Moneda	Cupón	Stock vigente
PAR USD 2038	USD	3,75%*	5.394
PAR EUR 2038	EUR	3,38%*	7.028
DISCOUNT USD 2033	USD	8,280%	5.565
DISCOUNT EUR 2033	EUR	7,820%	6.271
<i>Subtotal Indenture 2005</i>			<b>24.258</b>
BIRAF 2020	CHF	3,375%	413
BIRAD 2021	USD	6,875%	4.500
BIRAE 2022	EUR	3,875%	1.357
BIRAD 2022	USD	5,625%	3.250
BIRAD 2023	USD	4,625%	1.750
BIRAE 2023	EUR	3,375%	1.086
BIRAD 2026	USD	7,500%	6.500
BIRAE 2027	EUR	5,000%	1.357
BIRAD 2027	USD	6,875%	3.750
BIRAD 2028	USD	5,875%	4.250
BIRAE 2028	EUR	5,250%	1.086
BIRAD 2028	USD	6,625%	1.000
BIRAD 2036	USD	7,125%	1.750
BIRAD 2046	USD	7,625%	2.750
BIRAE 2047	EUR	6,250%	814
BIRAD 2048	USD	6,875%	3.000
BIRAD 2117	USD	7,125%	2.750
<i>Subtotal Indenture 2016</i>			<b>41.362</b>
<b>Total</b>			<b>65.620</b>

\* Desde 31/3/29, la tasa de los bonos Par en dólares y euros subirá a 5,25% y 4,74%, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de OPC.

<sup>23</sup> Se excluyeron los bonos nominados en yenes, pues sus condiciones financieras fueron consideradas compatibles con los principios de sostenibilidad (OPC, 2020a).

Como resultado del canje, se entregarían diez nuevos bonos que tendrían diferentes relaciones de canje y montos máximos de emisión (tabla 2). Entre las principales características financieras y legales de esta primera oferta podemos señalar:

- Periodo de gracia de dos años y medio para el pago de intereses y amortizaciones<sup>24</sup>.
- Tasa de interés incremental (*step up*) desde niveles de 0,5% hasta 4,875%, dependiendo del bono.
- Extensión de los plazos de pago, con amortizaciones que comenzaban en 2026 y terminaban en 2047, dependiendo del bono.
- Limitados recortes del capital que variaban (entre aquellos que presentaban)<sup>25</sup> desde el 5% hasta el 18%, dependiendo del bono.
- Menú de opciones para cada bono elegible, tanto en dólares como en euros<sup>26</sup>.
- Los intereses corridos desde el último pago no se contabilizarían.
- Sujeción de todos los títulos a la ley de Nueva York bajo *indenture* 2016, contando con la cláusula *Rights Upon Future Offers* (RUFO) durante un periodo de cinco años (exceptuando los de vencimiento en 2047)<sup>27</sup>.

La oferta fue evaluada como menos dura que lo esperado, dada la escasa quita de capital que suponía. En este sentido, los elementos más significativos de la oferta fueron el recorte de intereses y el alargamiento de plazos. Durante la vida de los bonos la carga neta se reduciría en 42.346 millones de dólares entre intereses<sup>28</sup> y capital, y la duración promedio aumentaría de 5,9 a 11 años. Este nuevo perfil supondría que el alivio de pagos estaría concentrado en los primeros años (2020-2028), mientras la mayor carga de vencimientos se daría entre 2026 y 2030 (OPC, 2020a).

Con esta combinación, el valor de esta oferta (en términos de valor presente neto y considerando una *exit yield* del 10%) variaba entre 39 y 44 dólares por cada 100 para los bonos en dicha moneda, y entre 33 y 38 dólares para los nominados en euros (dependiendo del bono)<sup>29</sup>.

Desde entonces, se sucedieron diálogos y contraofertas entre el gobierno y los acreedores. Las discusiones se centraron en dos elementos: por un lado, la búsqueda de un nuevo valor presente de la oferta que fuera atractivo para los acreedores y compatible con la sustentabilidad en los términos planteados por el gobierno, y, por el otro, el marco contractual, ligado al *indenture* al que estarían sujetos los nuevos bonos.

Es menester señalar que los diferentes grupos de bonos elegibles (2005 y 2010, y post 2016) estaban sujetos a diferentes contratos de fideicomiso o *trust indentures*, que representan diferentes derechos y obligaciones para las partes, por lo cual el tratamiento contractual de los nuevos títulos se constituyó en una disputa central durante las negociaciones.

---

<sup>24</sup> El devengamiento de intereses comenzaría el 15 de noviembre de 2022, y el primer pago del cupón en 2023 (OPC, 2020a).

<sup>25</sup> Cuatro de los bonos no poseían recorte de capital

<sup>26</sup> Los nominados en dólares y euros se cambiarían por títulos nuevos en la misma y respectiva moneda, mientras los emitidos en francos suizos se cambiarían por títulos en euros.

<sup>27</sup> Además, otras características a rescatar son: 1) la división de los bonos en diferentes grupos a los que les asignó órdenes de prioridad (estando los Globales, y dentro de estos los más cortos, al tope del orden), 2) la limitación en la emisión de algunas nuevas series de bonos (los más cortos, con vencimiento en 2030 y 2036), y 3) la metodología “en cascada” para la reasignación de otros instrumentos para aquellos tenedores que optasen por suscribir bonos nuevos por un monto agregado superior al límite aceptado para cada tipo (OPC, 2020a).

<sup>28</sup> La carga de intereses pasaría de 59.671 a 20.996 millones de dólares.

<sup>29</sup> Esto porque los cupones eran más altos en los bonos en dólares (OPC, 2020a).

**TABLA 2. Características de nuevos bonos bajo legislación extranjera en oferta inicial**

BONOS EN DÓLARES					
Características	USD 2030	USD 2036	USD 2039	USD 2043	USD 2047
Emisión	15/5/2020	15/5/2020	15/5/2020	15/5/2020	15/5/2020
Vencimiento	15/11/2030	15/11/2036	15/11/2039	15/11/2043	15/11/2047
Plazo en años	10,5	16,5	19,5	23,5	27,5
Cupones (sin periodo de gracia)	0,50% hasta 1,75%	0,50% hasta 3,875%	0,60% hasta 4,50%	0,60% hasta 4,875%	0,50% hasta 4,75%
Años de gracia	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Final periodo de gracia	15/11/2022	15/11/2022	15/11/2022	15/11/2022	15/11/2022
1 <sup>er</sup> pago de intereses	15/5/2023	15/5/2023	15/5/2023	15/5/2023	15/5/2023
Pago de intereses	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Amortización cuotas	5	6	11	14	20
1 <sup>a</sup> amortización	15/11/2026	15/11/2031	15/11/2029	15/11/2030	15/11/2028
Valor nominal	88	95	100	100	95
VPN ( <i>exit yield</i> 10%)	<b>42,0</b>	<b>38,7</b>	<b>43,6</b>	<b>42,3</b>	<b>39,0</b>
BONOS EN EUROS					
Características	EUR 2030	EUR 2036	EUR 2039	EUR 2043	EUR 2047
Emisión	15/5/2020	15/5/2020	15/5/2020	15/5/2020	15/5/2020
Vencimiento	15/11/2030	15/11/2036	15/11/2039	15/11/2043	15/11/2047
Plazo en años	10,5	16,5	19,5	23,5	27,5
Cupones (sin periodo de gracia)	0,50% hasta 0,75%	0,50% hasta 2,50%	0,60% hasta 3,25%	0,60% hasta 3,875%	0,50% hasta 3,5%
Años de gracia	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Final periodo de gracia	15/11/2022	15/11/2022	15/11/2022	15/11/2022	15/11/2022
1 <sup>er</sup> pago de intereses	15/5/2023	15/5/2023	15/5/2023	15/5/2023	15/5/2023
Pago de intereses	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual
Amortización cuotas	5	6	11	14	20
1 <sup>a</sup> amortización	15/11/2026	15/11/2031	15/11/2029	15/11/2030	15/11/2028
Valor nominal	82	95	100	100	95
VPN ( <i>exit yield</i> 10%)	<b>38,5</b>	<b>33,5</b>	<b>37,7</b>	<b>35,8</b>	<b>33,3</b>

Fuente: Elaboración propia con base en datos de OPC y prospecto SEC (abril de 2020).

**TABLA 3. Mayorías requeridas en CAC según contrato de fideicomiso**

CAC	Contrato fideicomiso 2005	Contrato fideicomiso 2016
Una serie de bonos	75% del capital remanente de la serie	75% del capital remanente de la serie
Dos o más series	85% del capital remanente agregado y 66,6% del capital remanente de cada serie	75% del capital remanente agregado (para modificaciones aplicables uniformemente en las series consideradas), o 66,6% del capital remanente agregado y 50% del capital remanente de cada serie

Fuente: Elaboración propia con base en OPC.

Uno de los principales elementos de dicho fideicomiso es el referido a las cláusulas de acción colectiva (CAC), que establecen los umbrales para conformar las mayorías acreedoras calificadas para realizar modificaciones a una o varias series de bonos, y hacerlos obligatorios para el conjunto. En virtud de los umbrales presentes en cada contrato (tabla 3)<sup>30</sup> —y las ventajas que supone para el deudor contar con umbrales menos exigentes para en el futuro poder alcanzar estas mayorías en caso de dificultades—, es entendible que los bonistas quisieran mantener los contratos originales y evitar las mejoras incluidas en 2016, como forma de asegurarse mayor capacidad de condicionamiento en un nuevo escenario de reestructuración<sup>31</sup>.

Los acreedores denunciaron un eventual uso abusivo de las CAC en función de dos aspectos de la interpretación esbozada por el gobierno: la redesignación y la estrategia de canjes parciales (*pac-man*) (Buchheit y Gulati, 2020). La primera consiste en reagrupar a los acreedores *luego* de que manifiesten su decisión sobre la oferta del canje, y así facilitar que se logren los umbrales mínimos necesarios para reestructurar determinadas series de títulos. Por su parte, la estrategia de canjes parciales permitía ir lanzando ofertas sucesivas levemente mejoradas para sumar nuevas adhesiones y así reducir secuencialmente la cantidad de títulos pendientes de reestructuración, en una dinámica semejante a la del *pac-man*. Los acreedores observaban que se trataba de una estrategia que implicaba subestimar su decisión sobre la oferta, diluía su capacidad de influencia e iba en contra del espíritu del contrato. En rigor, consistió en una interpretación legítima —aunque agresiva— de las cláusulas de acción colectiva que no había sido anticipada por la comunidad financiera durante su diseño. Por ejemplo, durante el debate de las “CAC 3.0”<sup>32</sup> en el Directorio Ejecutivo del

<sup>30</sup> El conflicto argentino con los fondos buitres tuvo una singular importancia sobre este punto, pues en 2014 la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA) y el FMI consensuaron recomendar la formulación de nuevas cláusulas de acción colectiva que mejoraran las existentes hasta entonces, facilitando las reestructuraciones de numerosas series de bonos. El *indenture* 2016 incorporó estas recomendaciones, acercándose así a los nuevos estándares internacionales aceptados por la comunidad financiera internacional.

<sup>31</sup> También es importante considerar las dificultades ligadas a la cláusula *pari passu*. El *indenture* 2016 incorporó las recomendaciones internacionales, estableciendo que la igualdad de rango no implicaba igualdad de pago, lo cual no estaba tan claramente establecido en el *indenture* 2005.

<sup>32</sup> La incorporación de cláusulas de acción colectiva (“CAC 1.0”) en las emisiones de bonos soberanos bajo ley de Nueva York en 2003 —ya presentes en bonos bajo ley inglesa— fue el primer paso para resolver los problemas de coordinación entre acreedores y mitigar los bloqueos de reestructuraciones por parte de los actores litigiosos que habían proliferado crecientemente desde los años ochenta. Estas inicialmente permitían cambios en los contratos por parte de supermayorías (en general un 75%) a nivel de las series individuales de bonos. En 2003, la reestructuración de Uruguay generó un nuevo diseño de CAC (“2.0”) que posteriormente se implementó en sucesivas emisiones, el llamado *double limb*, que establecía las mayorías para que las nuevas condiciones se hicieran obligatorias para el 100% de tenedores en dos niveles: en cada serie y en el agregado. En 2014, a instancias de las recomendaciones para mejorar los contratos de deuda en el marco del

FMI, la principal controversia giró en torno a la dificultad que suponía igualar el valor presente sobre diferentes títulos de deuda (a fin de posibilitar el agrupamiento), pero ningún director expresó preocupación en torno a una eventual estrategia de reagrupamiento (IMF, 2014). Sumado a que la estrategia sorprendió hasta a los especialistas que participaron de su diseño (Gelpern, 2020), planteamos que expresa la dificultad inherente al *common law* de pretender prever todas las fuentes de riesgo en un contrato. Si en el pasado los acreedores se habían aprovechado de este margen para forzar interpretaciones arbitrarias en los tribunales que generaron abusos sobre los deudores (acaso el fallo de Griesa sobre el *pari passu* constituye un caso paradigmático), el planteo argentino no hacía más que utilizar a favor las normas, algo legítimo y legal de acuerdo a los antecedentes y la letra del contrato.

### **Segundo acto: ofertas y contraofertas**

Comenzado el *road show* virtual para la difusión de la oferta y a pocos días del vencimiento de la fecha para la suscripción<sup>33</sup>, los acreedores hicieron saber a los funcionarios su rechazo unánime, alegando que lo ofertado se encontraba muy lejos de los valores de recupero esperados. Esto se expresó en el primer comunicado conjunto que realizaron los tres comités y en las posteriores contraofertas que presentaron cada uno por separado. Estas planteaban condiciones financieras bastante más onerosas, a las que se respondió con modificaciones sucesivas por parte del gobierno. En este juego de contraofertas, flexibilizaciones y rechazos se fueron acercando sucesivamente las posiciones<sup>34</sup> (tabla 4) durante los meses siguientes, pero no sin roces y denuncias de falta de “compromiso” y “buena fe”.

**TABLA 4. Ofertas y contraofertas presentadas públicamente durante la negociación**

Oferta / fecha	Autor	USD bonos	EUR bonos
Oferta 1   22/4	Argentina I	40,4	36,9
Contraoferta 1   15/5	AHBG	63,3	57,8
Contraoferta 2   15/5	BG + EBG	61,2	56,8
Oferta 2   26/5	Argentina II	47,3	41,5
Contraoferta 3   27/5	AHBG/EBG	61,6	56,6
Contraoferta 4   14/6	AHBG/EBG	60,5	54,3
Oferta 3   17/6	Argentina III	52,1	48,5
Contraoferta 5   17/6	BG	54,7	51,0
Contraoferta 6   1/7	ACC	56,9	53,2
Oferta 4   5/7	Argentina IV	54,4	50,8

\* Bajo el supuesto de *exit yield* igual al 10%

Fuente: Elaboración propia en base a OPC (2020b y 2020c).

conflicto entre Argentina y los fondos buitres, desde la ICMA se promovieron innovaciones en la fórmula de las CAC (“3.0”) para permitir modificaciones en los asuntos reservados. Además de reconocer los dos diseños previos (a nivel de serie y en dos niveles, serie y agregado), la mayor novedad se relacionó con la posibilidad de reestructurar la deuda de conformidad con un voto único del 75% de todo el universo agregado si, y solo si, la modificación propuesta es “aplicable uniformemente” a todas las series afectadas. Esto supuso la eliminación de los umbrales de acuerdos a nivel de las series, dificultando el poder de bloqueo de acreedores individuales (IMF, 2020c: 22-23).

<sup>33</sup> Dicha fecha sería prorrogada en múltiples oportunidades hasta la finalización definitiva de la operatoria en septiembre

<sup>34</sup> Incluso varias contrapropuestas plantearon la posibilidad de emitir un instrumento contingente (*value recovery instrument*, VRI) con un objetivo similar al del cupón PBI emitido en los canjes 2005 y 2010, que finalmente fue descartado.

A principios del mes de julio el gobierno llevó a cabo dos acciones destacadas. Primero, anunció el envío del proyecto de ley para la reestructuración del otro tramo problemático de la deuda, el de los títulos nominados en moneda extranjera bajo ley local. Con él se buscaba un doble objetivo: por un lado, despejar aún más las incertidumbres ligadas al pago futuro en divisas y, por otro, asegurar a los tenedores extranjeros con los que se negociaba que la deuda local no tendría trato diferencial. En paralelo, realizó una enmienda al prospecto presentado en abril ante la SEC, donde formalizaba las mejoras y se constituía la segunda oferta, que suponía:

- Reducción de las quitas de capital.
- Adelantamiento del devengamiento de intereses (calculándose desde la fecha de emisión en septiembre de 2020) y aumento de las tasas de cupón, pagaderos en marzo y septiembre de cada año.
- Menores plazos de amortización, reduciendo la vida promedio de los bonos nuevos de 13,6 a 11,4 años.
- Posibilidad de que los títulos nuevos entregados por los emitidos en ocasión de los canjes (*discount y par*) mantengan el *indenture* 2005.
- Tratamiento diferenciado de los intereses corridos de los bonos elegibles, que serían reconocidos mediante la entrega de un nuevo bono con vencimiento en 2030 y cupón de 1% (dólares) o 0,5% (euros)<sup>35</sup>.
- Introducción de un umbral mínimo de participación como condición para la efectivización del canje<sup>36</sup>.
- Posibilidad de que los tenedores de bonos en euros y francos suizos opten por bonos nuevos en dólares (OPC, 2020c).

A pesar de que la incorporación de incentivos llevó el valor presente de la oferta a 54,4 y 50,8 dólares en promedio por cada 100 para los bonos en dólares y en euros, respectivamente (OPC, 2020c), esta seguía sin ser aceptada por la mayoría de los acreedores. El punto culminante de su accionar que terminó de dar forma al acuerdo final fue la unificación de los tres comités. Si hasta entonces el gobierno había segmentado las negociaciones, fue a finales de julio cuando los inversores decidieron actuar de manera coordinada, rechazar unánimemente la nueva oferta (anunciada por Argentina como la definitiva) y presentar una nueva contrapropuesta conjunta (*Ámbito Financiero*, 2020); esto, a pesar de que los fondos Gramercy y Fintech habían anunciado la aceptación de la oferta de julio y Greylock había notificado su retiro del Bondholder Group. La explicitación de que entre todos acumulaban más un tercio de la deuda elegible, mostrando su poder de veto sobre la operatoria, hizo que lograran por parte del gobierno (a pesar de la firmeza inicial en que no habría nuevas mejoras) una última flexibilización que dio lugar a la tercera (y final) oferta, conformada por un menú de 12 bonos (tabla 5), confirmada mediante una nueva enmienda ante la SEC a mediados de agosto (*BAE Negocios*, 2020). Los principales cambios respecto a la segunda oferta fueron:

- Adelantamiento de las fechas de pago de los nuevos bonos, del 4 de marzo y 4 de septiembre al 9 de enero y 9 de julio de cada año, comenzando a pagarse intereses en julio de 2021, y no en septiembre de ese año.
- Adelantamiento de la fecha de inicio de los pagos de amortizaciones para los nuevos bonos con vencimiento en 2030, de marzo de 2025 a julio de 2024.
- Adelantamiento de la fecha de inicio de los pagos de amortizaciones para los nuevos bonos con vencimiento en 2038, de marzo de 2028 a julio de 2027.
- Adelantamiento de un año, de 2030 a 2029, del vencimiento del bono en dólares o euros que se entrega como reconocimiento de los intereses corridos de los bonos elegibles desde la fecha de liquidación (OPC, 2020d).

<sup>35</sup> Esto suponía incentivos para la adhesión temprana: a los tenedores que aceptasen la propuesta se les reconocerían los intereses corridos hasta la fecha de liquidación (4 de septiembre), mientras que a los que no participasen, pero se vieran arrastrados por la aplicación de las CAC, solo se les reconocerían los corridos hasta el 22 de abril.

<sup>36</sup> Esto buscaba reducir, para los potenciales participantes, el riesgo de terminar recibiendo un bono con poca liquidez si el nivel de adhesión resultara bajo. Así, se requería que: i) acepte el 66,6% del monto total de bonos elegibles, o ii) considerando cada *indenture* por separado, acepte el 50% del monto elegible o se logre aplicar las CAC sobre el 60% del monto elegible de cada *indenture*. La oferta mantenía la posibilidad de reagrupar distintas series de bonos para el cálculo de las mayorías requeridas en las CAC.

**TABLA 5. Características de nuevos bonos emitidos bajo ley extranjera según oferta final**

BONOS EN DÓLARES						
Características	USD 2029	USD 2030	USD 2035	USD 2038	USD 2041	USD 2046
Emisión	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020
Vencimiento	9/7/2029	9/7/2030	9/7/2035	9/1/2038	9/7/2041	9/7/2046
Monto a emitir*	2.095,1	13.800,0	20.089,7	5.092,5	5.033,6	0,0
Plazo en años	8,8	9,8	14,8	17,3	20,8	25,8
Cupones	1%	Desde 0,125% hasta 1,750%	Desde 0,125% hasta 5,000%	Desde 0,125% hasta 5,000%	Desde 0,125% hasta 4,875%	Desde 0,125% hasta 5,000%
1 <sup>er</sup> pago de intereses	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021
Pago de intereses	Sem.	Sem.	Sem.	Sem.	Sem.	Sem.
Cuotas amortización	10	13	10	22	28	44
1 <sup>a</sup> amortización	9/1/2025	9/7/2024	9/1/2031	9/7/2027	9/1/2028	9/1/2025
Valor nominal	100	97	97	100	100	97
VPN (exit yield 10%)	<b>58,5</b>	<b>53,7</b>	<b>51,9</b>	<b>59,5</b>	<b>52,5</b>	<b>50,8</b>
BONOS EN EUROS						
Características	EUR 2029	EUR 2030	EUR 2035	EUR 2038	EUR 2041	EUR 2046
Emisión	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020
Vencimiento	9/7/2029	9/7/2030	9/7/2035	9/1/2038	9/7/2041	9/7/2046
Monto a emitir*	574,4	3.100,0	2.352,0	5.769,1	6.473,2	0,0
Plazo en años	8,8	9,8	14,8	17,3	20,8	25,8
Cupones	0,5000%	0,125%	Desde 0,125% hasta 4,000%	Desde 0,125% hasta 4,250%	Desde 0,125% hasta 4,500%	Desde 0,125% hasta 4,125%
1 <sup>er</sup> pago de intereses	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021
Pago de intereses	Sem.	Sem.	Sem.	Sem.	Sem.	Sem.
Cuotas amortización	10	13	10	22	28	44
1 <sup>a</sup> amortización	9/1/2025	9/7/2024	9/1/2031	9/7/2027	9/1/2028	9/1/2025
Valor nominal	100	97	97	100	100	97
VPN (exit yield 10%)	<b>56,2</b>	<b>51,3</b>	<b>47,8</b>	<b>55,2</b>	<b>48,8</b>	<b>47,1</b>

\* En millones de moneda de origen.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de OPC y prospecto SEC (agosto de 2020).

Estas nuevas condiciones optimizaron el valor presente de la oferta llevándolo a un promedio de 54,8 dólares por cada 100, bajo el supuesto de una tasa de descuento del 10%, lo cual supuso una mejora destacable para los tenedores respecto a la oferta inicialmente planteada. Así, la propuesta fue ratificada y apoyada explícitamente por los tres comités, que llamaron a todos los tenedores de títulos 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.

### ***Cae el telón: un canje que apoyaron (casi) todos***

A fines de agosto se anunciaron los resultados del canje del tramo bajo ley extranjera: Argentina obtuvo la adhesión del 93,5% de los tenedores, lo cual le permitió modificar el 99,01% del capital pendiente de las series de bonos elegibles debido a la activación de las CAC<sup>37</sup>. De esta manera, emitió nuevos bonos por 63.207 millones de dólares y 4.185 millones de euros; entre ellos se encuentran aquellos con vencimiento en 2030, 2035, 2038 y 2046, con una quita nominal del 3%, y los entregados en reconocimiento de los intereses corridos por 2.635 millones de dólares y 90 millones de euros.

Pocos días después se llevó a cabo el canje de la deuda bajo ley local. Se recibieron órdenes por un 98,80% del monto total de capital elegible, que incluía bonos y letras pagaderos en dólares y al tipo de cambio oficial (*dólar linked*) por 41.715 millones de dólares. La operación implicó la emisión de nuevos bonos en dólares con una estructura financiera similar a la del tramo externo y bonos ajustables a la inflación (BONCER), que supusieron una quita de capital del 1,90%, una reducción de la tasa de interés promedio del 7% al 3,07%, y una extensión del perfil de vencimientos, lo que aumentaba la vida promedio de los instrumentos de 5,1 a 10,4 años (Ministerio de Economía, 2020; OPC, 2020e). Ambos canjes constituían un aporte significativo hacia la recuperación de la sostenibilidad de la deuda pública.

El resultado puede evaluarse a partir de diversas dimensiones. Aquí vamos a centrarnos en tres: los niveles de adhesión; la magnitud de la quita y el alivio de deuda, y las implicancias jurídicas para futuras reestructuraciones. Con relación a la adhesión, el canje externo tuvo una aceptación superior al 90%, el cual permitió activar las CAC en casi todas las series de bonos y alcanzar así un nivel total superior al 99%; mientras, el canje local tuvo una aceptación total. Estos resultados son coherentes con la idea de que las CAC contribuyen a reducir los niveles de *holdouts* (Fang, Schumacher y Trebesch, 2020). Las condiciones financieras finalmente ofrecidas en relación a las inicialmente planteadas son clave al momento de comprender esta adhesión. En la evaluación entre alivio y aceptabilidad, el gobierno debió ceder en varios puntos de quita para lograr el visto bueno de los acreedores y evitar un *default* generalizado que podría haber derivado en otro episodio judicial, lo que constituía un riesgo potencial no deseado por el gobierno. Por cierto, los acreedores también cedieron desde sus demandas iniciales.

En segundo lugar, el canje externo tuvo una quita real a valor presente neto de entre 29% y 36,2%, según las estimaciones del Congreso de la Nación (OPC, 2020d) y el FMI (IMF, 2020c: 10). Dadas las condiciones de relativa debilidad desde las que negoció el país, el resultado es destacable, ya que está en línea con el promedio histórico de 33% de quita real en reestructuraciones de países de ingreso medio con acreedores privados<sup>38</sup>, y fue comparable a la que consiguió Ecuador en el canje que desa-

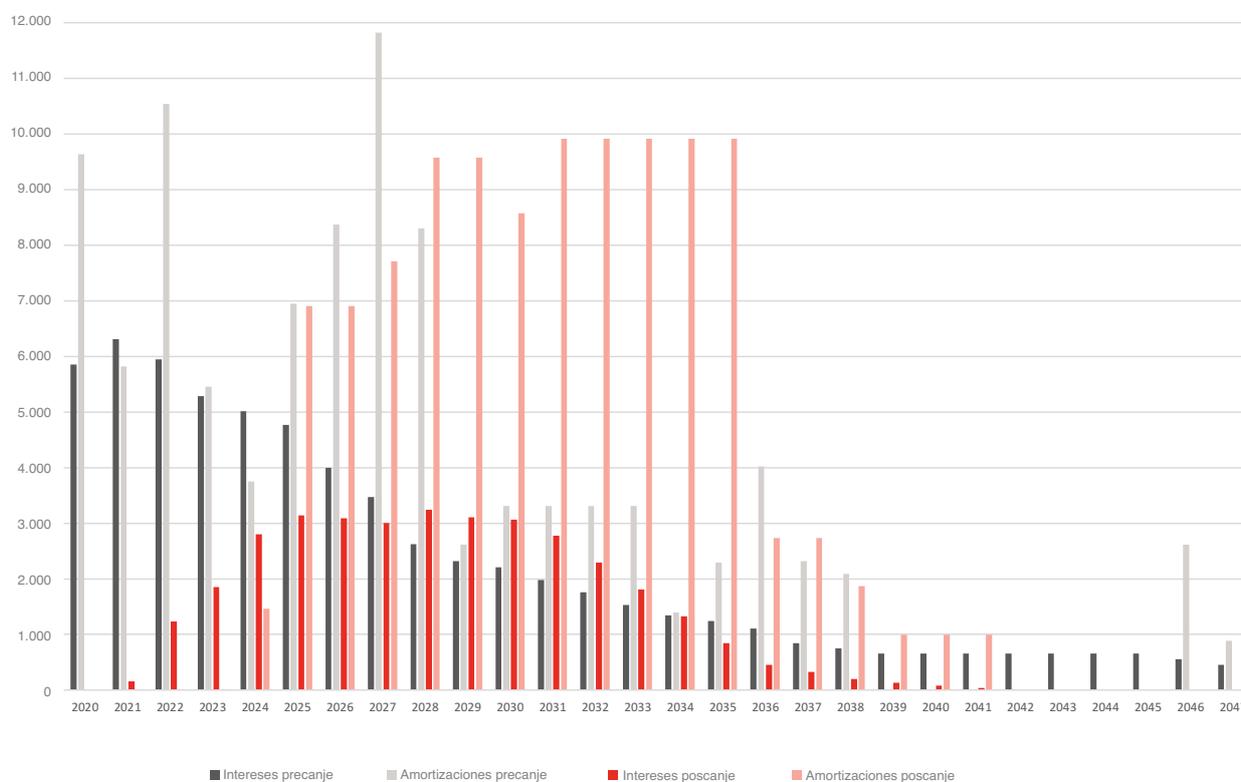
<sup>37</sup> Solo quedaron excluidas las series II y III de los bonos Par en dólares y euros, respectivamente. Sobre este grupo, se destacó que la imposibilidad de concretar la operatoria no tuvo que ver con el rechazo explícito de los acreedores, sino que se debió al limitado tiempo de comunicación y difusión del canje en Europa, por lo cual, el ministerio continuaría la comunicación para lograr la adhesión.

<sup>38</sup> Los datos corresponden al promedio de quita real de reestructuraciones acontecidas entre 1970 y 2013 (Marchesi y Masi, 2020: 26).

rolló casi simultáneamente<sup>39</sup>. Encontramos que los términos de repago suponen un importante alivio inicial para el Tesoro, incluso si se considera el periodo de gracia reducido (menos de un año desde la emisión de los bonos). Durante el gobierno de Alberto Fernández, el cambio en el perfil (gráfico 1) tiene efectos significativos: si las obligaciones precanje para el periodo 2020-2023 eran de casi 59.000 millones de dólares, poscanje deberán pagarse poco más de 3.000 millones, mientras que durante el primer año de pago efectivo (2021) solo deberán desembolsarse 165 millones de dólares. La nueva situación es coherente con el objetivo de dar aire a la economía y a las cuentas fiscales en el contexto de crisis para reimpulsar el crecimiento doméstico y permitir la atención de los compromisos en el futuro. Sin embargo, el comienzo de las amortizaciones y la subida en los pagos de intereses a partir de 2024 genera reparos entre algunos analistas sobre la sostenibilidad de mediano y largo plazo del nuevo esquema (IEFE, 2020).

En este sentido, aunque mejora la perspectiva y se da espacio fiscal para atender la delicada situación social y sanitaria interna, lejos se está de que la deuda haya dejado de ser un problema para la economía argentina, pues se requerirá de un esfuerzo sustantivo para atenderla. Si bien en la actualidad se mantiene un escenario internacional de tasas bajas, todavía no está claro cuál será la posibilidad del país de acceder a nuevo financiamiento en el próximo lustro. Esto se relaciona tanto con los interrogantes actuales sobre los potenciales motores para la recuperación de la economía doméstica y la obtención de divisas, como con las posibilidades de recuperación de la economía mundial en un contexto complejo y de alta incertidumbre respecto a los efectos de la pandemia.

**GRÁFICO 1. Perfil de vencimientos pre y poscanje de deuda en moneda extranjera, ley internacional y local (2020-2047)**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de OPC.

<sup>39</sup> Según los datos del FMI, Ecuador obtuvo una quita levemente mayor a valor presente neto, pero menor a valor de mercado (IMF, 2020c: 10, 24).

En tercer lugar, la inexistencia de un marco normativo internacional que ordene estos procesos deja librados los resultados en buena medida a la dinámica de la negociación. Así, la sostenibilidad y el ordenamiento de las cargas fiscales y financieras para potenciar el desarrollo son, más que una premisa, un resultado contingente de las relaciones de fuerza entre los actores involucrados. En el caso argentino, el poder de un grupo acreedor homogéneo, sofisticado y con significativos recursos financieros y políticos —frente a un Estado periférico relativamente debilitado por el impacto de una crisis de deuda y una larga recesión, profundizadas por la crisis sanitaria de la COVID-19— se hizo evidente, incluso cuando este contó con importantes apoyos externos, como el del FMI, cuya actuación y orientación es clave en estos procesos (ya sea por acción o por omisión). La fortaleza relativa de los acreedores se visualizó en las presiones permanentes que desplegaron, tanto individual como colectivamente, lo que les permitió imponer mejoras sustantivas en los términos financieros de la oferta, así como salvaguardar parte de sus derechos legales al mantener el *indenture* 2005 en una parte de los bonos, contrariando incluso el consenso internacional que existe al respecto.

Con relación a las implicancias sobre el entramado legal en el que se apoyan las reestructuraciones, los casos recientes de Argentina y Ecuador impulsaron dos cambios en los contratos de deuda para limitar la redesignación y la estrategia *pac-man*. Respecto a la primera, en los nuevos bonos se incorporaron cláusulas que estipulan dos requisitos para redesignar: primero, los acreedores cuentan con cinco días luego del cierre del canje para retirar o refrendar su decisión; es decir, la reasignación podrá hacerse recién transcurridos esos cinco días. Segundo, la oferta debe haber sido aceptada por tenedores que posean dos tercios del monto a reestructurar del agrupamiento originalmente designado, a fin de garantizar un acuerdo de base lo suficientemente amplio (IMF, 2020c: 25-26).

Se trata de innovaciones transitorias que fueron aceptadas por la comunidad financiera internacional, pero que ponen de manifiesto que las CAC constituyen la segunda mejor opción, en ausencia de mecanismos estatutarios que contribuyan a asegurar la estabilidad y el desarrollo en los países deudores.

Este proceso de canje también ha mostrado que, lejos de estar mitigado, el riesgo “buitre” persiste, al menos como instrumento para disciplinar a los países durante las negociaciones. Aunque la adhesión final superó los umbrales mínimos para activar las CAC e imponer los términos de la oferta a la casi totalidad de tenedores, la potencial amenaza de recurrir a los tribunales o deshacerse de los bonos, para que potenciales fondos especulativos puedan adquirir y comenzar a litigar, fue implícitamente utilizada como estrategia adicional para presionar y exigir mejoras. De esta forma, las diferentes dimensiones incluidas en este complejo proceso culminaron con un reparto de pérdidas que resultó más favorable a los acreedores que lo inicialmente pensado, incluso a pesar de la situación de pandemia.

Por último, quedan importantes desafíos por enfrentar de cara a apuntalar la operatoria recién concluida. El primero tiene que ver con la posibilidad de desarrollar un mercado doméstico de deuda robusto, que limite las necesidades de financiamiento externo por parte del Estado nacional, objetivo explícito de la actual conducción del Ministerio de Economía. El segundo se relaciona con que aún debe avanzarse en la renegociación de las deudas provinciales en las que las autoridades subnacionales deberán lidiar con los mismos actores externos y podrán replicar (con mayor o menor margen) las condiciones fijadas por la reestructuración soberana. El tercero se relaciona con las inminentes negociaciones con los acreedores oficiales: el FMI y el Club de París, que serán otro desafío significativo. Para esto, es importante repasar la dinámica financiera global.

## 6. La problemática de la deuda ante la pandemia COVID-19

Si bien la reestructuración de deuda argentina había iniciado antes de la pandemia, la expansión global de la COVID-19 aumentó la incertidumbre sobre la incubación de una crisis de deuda global debido a la combinación de un elevado nivel de endeudamiento, el aumento de los gastos para hacer frente a la crisis sanitaria y la ausencia de respuestas contundentes a nivel multilateral para auxiliar a los países en desarrollo.

Desde 2010 se desarrolla una ola de deuda global, que posee en los países de ingreso medio y bajo su eje más dinámico. Durante la última década, la deuda pública y privada de los países en desarrollo atravesó el ciclo de crecimiento más acelerado y rápido de los últimos 50 años, alcanzando casi el 170% del PIB a fin de 2018 (desde 114% a fin de 2010) (Kose *et al.*, 2020: 111).

Ante este escenario, el estallido de la pandemia COVID-19 generó una serie de efectos económicos negativos sobre los países en desarrollo. En primer lugar, se produjo una retracción global, cuyo costo ascenderá a 12 billones (*trillions*) de dólares entre 2020 y 2022 de acuerdo a los datos del FMI. Se trata del equivalente a que Japón, Alemania, España e Italia dejaran de producir. A su vez, la contracción del comercio duplica a la del PIB global (IMF, 2020d). En un mundo endeudado, menos rico y enfrentando la expansión de un virus muy contagioso, los países aumentaron sus gastos para mitigar el impacto sanitario y económico de la crisis. Esto deterioró la situación fiscal de las economías que, al tiempo que vieron disminuida la recaudación, aumentaron sus gastos y, las que pudieron, incrementaron el endeudamiento. En términos estilizados, esto permite distinguir tres grupos de países en función del margen de maniobra monetario y financiero con el que contaron: países centrales, economías emergentes con inserción central en los mercados internacionales de capital, y aquellas de inserción periférica o subordinada (Conti *et al.*, 2014).

Los países centrales cuentan con monedas internacionales o mercados domésticos de deuda robustos, lo cual les otorga un amplio margen para financiar con emisión o deuda interna la brecha fiscal. Esto también les facilita desplegar una política de tasas bajas con bajo riesgo de desestabilización de la balanza de pagos. Los países con inserción central en los mercados internacionales de capital son aquellos que poseen monedas nacionales que no han alcanzado estatus global, pero poseen una muy buena calificación crediticia (usualmente grado de inversión), lo que les facilita disponer de mercados domésticos de deuda significativos y/o acceder a financiamiento en los mercados internacionales de deuda (tanto en divisas como, en algunos casos, en moneda local). Este grupo de países —de los cuales, en América Latina, destacan Perú, Uruguay, Colombia, Chile, Brasil y México, entre otros— pudo aprovechar la política monetaria expansiva de la Reserva Federal (FED, por sus siglas en inglés) y financiar la política fiscal contracíclica con una combinación de emisión y endeudamiento externo o local a bajas tasas de interés.

Los países de ingreso bajo y varios en desarrollo de ingreso medio (entre ellos Argentina y Ecuador) poseen fundamentos macroeconómicos más débiles y calificaciones crediticias bajas (mercados emergentes, de frontera, o simplemente sin calificación), por lo cual poseen una inserción financiera periférica. Son países con monedas nacionales débiles, mercados financieros domésticos usualmente pequeños, y limitado o nulo acceso al financiamiento internacional privado. Por esta razón, acceden solo de manera indirecta a los beneficios de las bajas tasas de interés y, por tanto, poseen serias limitaciones para desplegar políticas fiscales o monetarias expansivas. Son, también, los países más comprometidos en términos de deuda ante la pandemia COVID-19: mientras que los dos primeros grupos pueden refinanciar sus deudas con nuevo endeudamiento —doméstico o externo— aprovechando las tasas bajas, los de inserción financiera periférica dependen del financiamiento multilateral.

Hasta el momento las instituciones financieras internacionales (IFI) han alentado y promovido políticas fiscales y monetarias expansivas, han incrementado su financiamiento y se han mostrado dispuestas a hacerlo de manera más extensa. Desde el estallido de la pandemia, el FMI llevó a cabo las siguientes medidas: a) duplicó el acceso a las líneas de crédito de emergencia (*Rapid Financing Instrument*, de acceso normal, y *Rapid Credit Facility*, concesional) del 50% al 100% de la cuota, lo que permitió desembolsar 30.000 millones de dólares a 75 países (de los cuales 47 son de ingreso bajo); b) otorgó financiamiento en líneas de crédito precautorias (*Flexible Credit Line*) a Perú, Chile, Colombia y México por 107.000 millones de dólares; c) aprobó diversos programas convencionales *Stand by* o de Facilidades Ampliadas en Ucrania, Ecuador y Egipto, entre otros países, y d) otorgó 29 alivios de deuda a países de bajo ingreso en el marco del Fondo Fiduciario para Alivio y Contención de Catástrofes (CCRT, por sus siglas en inglés) por 260 millones de dólares (IMF, 2020d). También impulsó, sin éxito, una asignación extraordinaria de Derechos Especiales de Giro (DEG) para aumentar la liquidez, de manera similar a lo sucedido en 2009. Si bien es destacable el esfuerzo mostrado por el FMI, el visible giro discursivo es menos significativo en las políticas recomendadas. En este sentido, además de que los avances son limitados en relación a la magnitud de las necesidades, pareciera observarse un temprano —y preocupante— llamado a la consolidación fiscal (Munevar, 2020).

Por su parte, el Banco Mundial impulsó junto al FMI en el marco del G20 la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda (DSSI, por sus siglas en inglés) y viene promoviendo una demorada recapitalización que le permita contar con más recursos (*Financial Times*, 2020a). Para evitar una crisis de deuda global, los países en desarrollo promovieron una moratoria de deuda, pero tuvo un alcance limitado debido a la oposición del sector financiero y las desavenencias al interior del G20.

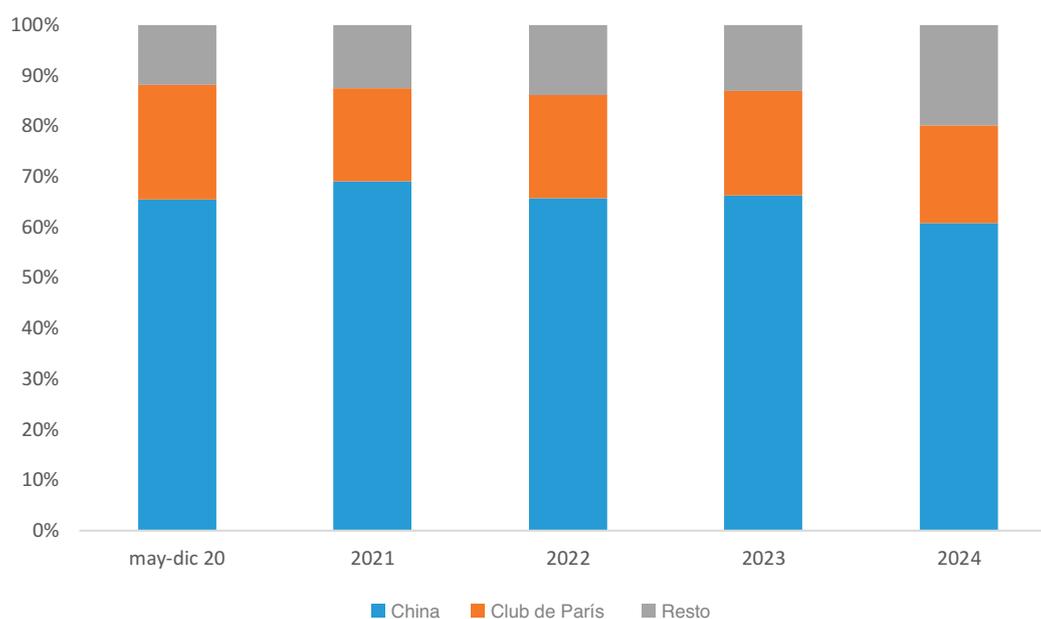
En mayo de 2020 los países del G20 acordaron la DSSI, que consiste en un diferimiento de los vencimientos de capital e intereses de la deuda oficial bilateral que caía en los siguientes seis meses (el diferimiento fue extendido hasta junio de 2021) a los 77 países de ingreso bajo prestatarios de la Agencia Internacional de Fomento del Banco Mundial<sup>40</sup>. Se trata de un diferimiento por tres años, más uno de gracia, con el fin de liberar recursos para financiar gasto en salud, social o económico; la operación posee un valor presente neto cero, es decir, se trata de un alivio transitorio para los deudores que conlleva un aumento de la carga de deuda en el futuro para compensar a los acreedores las pérdidas presentes (Fresnillo, 2020).

Hasta el momento 46 países accedieron al diferimiento de 5.300 millones de dólares, un monto que equivale a menos del 50% de los 12.000 millones estimados de vencimientos para el periodo, y a solo el 1,6% del total de pagos de deuda de los países en desarrollo para 2020 (Fresnillo, 2020: 6). Una vez aprobada la solicitud, el diferimiento va acompañado de créditos de emergencia del FMI, y requiere que los beneficiarios no soliciten nuevo financiamiento concesional y expliciten todos sus compromisos financieros. Este último punto expresa el interés de Estados Unidos por transparentar los créditos chinos, y cobra especial relevancia, ya que el 77% de la deuda elegible bajo la DSSI pertenece a acreedores no agrupados en el Club de París (de los cuales la abrumadora mayoría es de China) (ver gráfico 2). Mientras que el Club de París consensuó estos criterios, China manifestó su compromiso de replicarlos en negociaciones bilaterales con cada deudor, para mantener autonomía de decisión.

---

<sup>40</sup> Eritrea, Sudán, Siria y Zimbabue fueron excluidos por tener atrasos con el FMI.

**GRÁFICO 2. 46 países beneficiarios del DSSI.**  
**Vencimientos de deuda por acreedor, en % (2020-2024)**



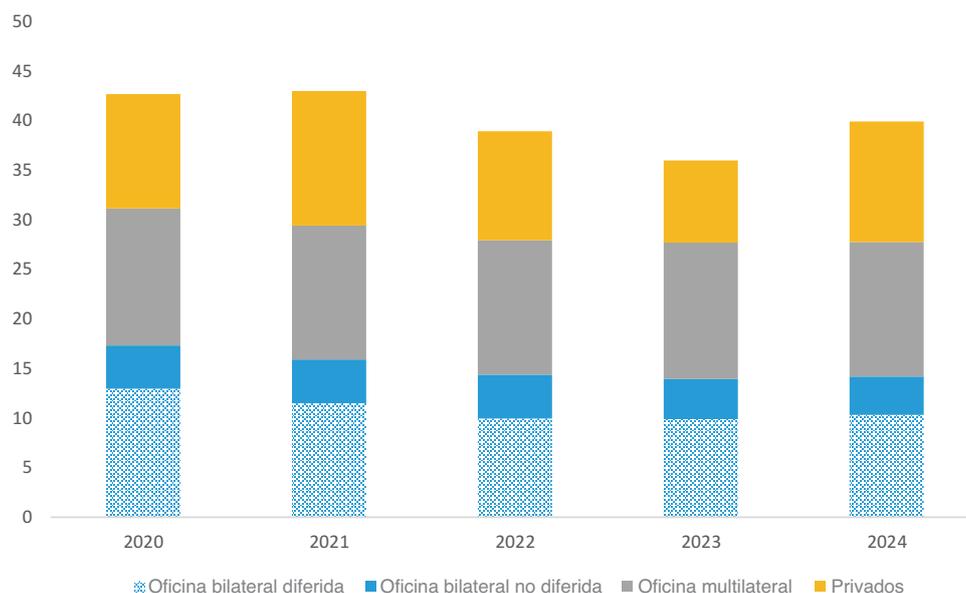
Fuente: Elaboración propia con base en datos de Fresnillo (2020).

Diversos motivos exponen las limitaciones del DSSI para enfrentar de manera decidida el impacto del endeudamiento en los países en desarrollo:

1) Como fue señalado, acota el universo solo a países de ingreso bajo; si bien las naciones más vulnerables son los países de ingreso medio con bajo o nulo acceso a los mercados de capital, que no cuentan a día de hoy con una asistencia multilateral para enfrentar de manera enérgica el alto endeudamiento. Solo poseen acceso a las líneas de emergencia del FMI, limitadas en magnitud, o las tradicionales, más abundantes pero con el consabido estigma sobre sus condicionalidades; o pueden negociar de manera bilateral una reestructuración de deuda, como lo hicieron Argentina y Ecuador.

2) Aun sobre el universo de 77 países de ingreso bajo, el impacto es limitado, ya que solo contempla el diferimiento de deuda oficial bilateral, equivalente a solo un tercio de la deuda pendiente para el próximo lustro (ver gráfico 3). Si bien el G20 hizo llamados a que las IFI y los privados se sumaran, las primeras dependen de que los países centrales financien los fondos fiduciarios que compensan las pérdidas que ocasiona el diferimiento o moratoria. En este sentido, a pesar de que Estados Unidos manifestó que prefería promover alivios directos de deuda a través del CCRT en lugar de una asignación de DEG, aún no ha aprobado la asignación necesaria para potenciar la iniciativa en el FMI (*Financial Times*, 2020b). Por su parte, el Instituto de Finanzas Internacionales —que nuclea a las principales instituciones financieras del mundo— señaló que cualquier renegociación de deuda con los acreedores privados debe ser voluntaria, basarse en abordajes caso por caso y en el respeto de los contratos, y recordar que la base para la sostenibilidad de la deuda reside en políticas macroeconómicas sólidas que aseguren el repago de las deudas (IIF, 2020).

**GRÁFICO 3. Países elegibles para el DSSI. Vencimientos de deuda por tipo acreedor y detalle de deuda diferida bajo el DSSI (en miles de millones de dólares, 2020-2024)**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Fresnillo (2020).

3) Las características del programa desincentivan a los países elegibles. Por un lado, al tratarse de un diferimiento, el alivio de hoy se convierte en una mayor carga de deuda en el futuro. Si bien el G20 estudia avanzar en una moratoria, se trata de una decisión condicionada a la política del presidente electo en las elecciones presidenciales en Estados Unidos. Por otra parte, la misma participación en el DSSI —aunque justificada por la urgencia para financiar las políticas sanitarias, sociales y económicas imprescindibles ante la pandemia— puede generar una caída en la calificación crediticia, erosionando, aún más, la ya frágil situación financiera de los países de ingreso bajo.

La falta de consenso al interior del G20 en torno a la magnitud y las características de la ayuda multilateral contribuye a explicar la —hasta ahora— insuficiente respuesta de las IFI ante la crisis sanitaria. Estados Unidos ha resistido una política financiera más decidida de asistencia a los países con acceso limitado a los mercados de capital de parte del FMI y el Banco Mundial, a través de una serie de medidas: aún no aportó al fondo que permitiría expandir la moratoria del FMI con los países pobres, vía CCRT; desincentiva el otorgamiento de créditos por parte del Banco Mundial (para evitar recapitalizarlo); no presiona a los privados para que ingresen al DSSI, y bloqueó la emisión de DEG (con el apoyo sorpresivo de India), argumentando que solo el 3% de los DEG a emitir serían recibidos por los países de ingreso bajo. Si bien es cierto, esto podría alentar tanto una reasignación transitoria desde los países superavitarios a los deudores más comprometidos, como una redistribución de las cuotas del organismo que aumente el poder de los países en desarrollo, en especial de las economías emergentes.

Una interpretación en clave de economía política acerca de la posición de Estados Unidos enfatiza el interés de este país por impulsar su lógica de gobernanza financiera, en la que el sector privado posee el liderazgo del financiamiento, en un mundo en el que el orden financiero global está en disputa debido al ascenso de China (Acharya, 2017)<sup>41</sup>. En concreto, al vetar una política financiera más expansiva

<sup>41</sup> También expresa el menosprecio hacia los compromisos e instituciones multilaterales que no puede dominar de la política exterior de Trump.

por parte del FMI y el Banco Mundial, Estados Unidos promueve el triple objetivo de contener a China, evitar que países rivales (Irán, Venezuela) reciban alivio externo por iniciativas multilaterales y potenciar Wall Street como un actor central en la gestión económica de la pandemia. Con relación a la disputa con China, los límites a las iniciativas multilaterales impactan en especial sobre los países de ingreso bajo, que se han convertido en importantes receptores de créditos bilaterales de China. Se trata de un financiamiento que ha sido observado respecto a su opacidad e irregular registro (Horn *et al.*, 2019). Estados Unidos ha condicionado sistemáticamente cualquier alivio multilateral al aumento de la transparencia de los créditos pendientes de los países de ingreso bajo. Pero mientras el gobierno norteamericano muestra un especial celo por evitar un *bailout* chino con financiamiento multilateral, permite que las escasas divisas de esos países sigan fondeando los pagos de deuda a acreedores privados, que en buena parte son fondos de inversión estadounidenses.

## 7. Reflexiones finales

En el presente trabajo se ha analizado el reciente proceso de reestructuración de la deuda argentina. Para ello, se ha examinado la dinámica del proceso de negociación y evaluado sus resultados en función de los niveles de adhesión, la magnitud de la quita y el alivio de deuda, y las implicancias jurídicas para futuras reestructuraciones. El canje fue aceptado por más de nueve de cada diez acreedores, y gracias a las CAC, logró canjear más del 99% de la deuda. Esto fue el resultado de una negociación conflictiva, en la cual ambos negociadores desplegaron estrategias distributivas, y en la que se acordó un valor comparable al promedio en procesos afines. Considerando que se desarrolló en una pandemia global, de manera virtual, arrastrando una recesión de dos años, y ante los actores más poderosos del sistema financiero global, el resultado es ponderable.

Por otra parte, se han analizado las implicancias de la reestructuración sobre las relaciones financieras globales. Al respecto se destacan dos. Primero, debido a la sagacidad y firmeza del equipo negociador, se impulsaron cambios en el andamiaje legal de estos procesos. A instancias de un acuerdo entre Argentina y diversos actores del sector financiero, los nuevos contratos de deuda incorporan cláusulas que precisan los requisitos para implementar las reasignaciones y la estrategia *pac-man*. En segundo lugar, la limitada cooperación financiera multilateral ante la pandemia COVID-19 convierte hoy la reestructuración bilateral en una decisión sagaz. Aunque implicó otorgar más concesiones que las inicialmente contempladas a los acreedores, la resistencia de Estados Unidos a impulsar un alivio multilateral de manera más decidida volvía muy riesgoso especular con una moratoria general.

En un mundo en el que las iniciativas unilaterales o bilaterales han mostrado un impacto más significativo que las multilaterales en el campo financiero, la cooperación se vuelve más costosa. Y, con esto, aumenta la incertidumbre sobre la sostenibilidad sistémica a futuro. Será decisivo para los países en desarrollo, y la economía global, construir una nueva cooperación que propenda hacia el desarrollo sostenible e inclusivo.

## Referencias bibliográficas

- ACHARYA, A. (2017): “After liberal hegemony: The advent of a multiplex world order”, *Ethics & international affairs*, 31(3), pp. 271-285.
- ÁMBITO FINANCIERO (2020): “Deuda: ACC, Ad Hoc y Exchange rechazan la propuesta de la Argentina y presentan contraoferta” (20/07/2020). Disponible en: <https://www.ambito.com/economia/accreedores/deuda-acc-ad-hoc-y-exchange-rechazan-la-propuesta-la-argentina-y-presentan-contraoferta-n5118538>.
- BAE NEGOCIOS (2020): “Deuda: el Gobierno formalizó ante la SEC la enmienda a la oferta de canje y extendió el cierre al 28 de agosto” (28/08/2020). Disponible en: <https://www.baenegocios.com/economia/Deuda-el-Gobierno-formalizo-ante-la-SEC-la-enmienda-a-la-oferta-de-canje-y-extendio-el-cierr-e-al-28-de-agosto-20200817-0004.html>.
- BRUNO, E. A. (2004): *El default y la reestructuración de la deuda*, vol. 39, Buenos Aires, Nueva Mayoría Editorial.
- BUCHHEIT, L. y GULATI, M. (2020): “The Argentine Collective Action Clause Controversy”, *Capital Markets Law Journal*, en prensa. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3656833>.
- CLARÍN (2020): “El Gobierno posterga los pagos de la deuda emitida en ley local y seguirá pagando los bonos en dólares ley extranjera” (05/04/2020). Disponible en: [https://www.clarin.com/economia/economia/gobierno-posterga-pagos-deuda-emitida-ley-local-seguira-pagando-bonos-dolares-ley-extranjera\\_o\\_H504ti7Kz.html](https://www.clarin.com/economia/economia/gobierno-posterga-pagos-deuda-emitida-ley-local-seguira-pagando-bonos-dolares-ley-extranjera_o_H504ti7Kz.html).
- CONTI, B. M. D.; PRATES, D. M. y PLIHON, D. (2014): “A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos”, *Economia e Sociedade*, 23(2), pp. 341-372.
- CORIGLIANO, F. (2018): “Flexibilidad en un mundo incierto: Creencias, espacios y lineamientos de la política exterior del gobierno de Macri al promediar el mandato”, *Perspectivas Revista de Ciencias Sociales*, 3(5), pp. 62-97.
- CRUCES, J. J. y TREBESCH, C. (2013): “Sovereign Defaults: The Price of Haircuts”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n° 3, pp. 85-117.
- EL CRONISTA (2020): “Fidelity quiere el 50% del capital y traba el acuerdo por la deuda de Buenos Aires” (03/02/2020). Disponible en: <https://www.cronista.com/economiapolitica/Fidelity-quiere-ahora-el-50-del-capital-y-traba-el-acuerdo-por-la-deuda-bonaerense-20200203-0048.html>.
- EL ECONOMISTA (2020): “Por las negociaciones de la deuda, el Comité de Acreedores de Argentina se fragmenta” (01/07/2020). Disponible en: <https://eleconomista.com.ar/2020-07-por-las-negociaciones-de-la-deuda-el-comite-de-acreedores-se-fragmenta/>.
- FABANI, O. y FERNÁNDEZ ALONSO, J. M. (2019): “Diplomacia financiera con fuentes crediticias no tradicionales durante la gestión de Mauricio Macri. Los casos de China, Qatar y Emiratos Árabes Unidos (2015-2017)”, *Astrolabio*, n° 23, pp. 343-366.
- FANG, C.; SCHUMACHER, J. y TREBESCH, C. (2020): “Restructuring sovereign bonds: holdouts, haircuts and the effectiveness of CACs”, *Working Paper Series*, n° 2366, ECB (enero). Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2366~5317a382b3.en.pdf>.
- FINANCIAL TIMES (2020a): “World Bank piles pressure on private creditors for EM debt relief” (16/09/2020). Disponible en: <https://www.ft.com/content/e57f8164-02fb-46e7-abfb-519ed10cbo30>.
- (2020b): “Mnuchin defends US opposition to emerging markets liquidity plan” (16/04/2020). Disponible en: <https://www.ft.com/content/ebce5e93-cf8d-4965-b128-ded3e4acbfd9>.
- FORTUNA (2020): “Quiénes son los mayores acreedores de Argentina” (02/03/2020). Disponible en: <https://fortuna.perfil.com/2020-03-02-209684-quienes-son-los-mayores-acreedores-de-argentina/>.
- FRESNILLO, I. (2020): “Shadow report on the limitations of the G20 Debt Service Suspension Initiative: Draining out the Titanic with a bucket?”, *Briefing*, Eurodad. Disponible en: [https://www.eurodad.org/g20\\_dssi\\_shadow\\_report](https://www.eurodad.org/g20_dssi_shadow_report).
- GELPERN, A. (2005): “After Argentina”, *Rutgers School of Law-Newark Research Paper*, n° 011.

- (2020): “Keeping Cosy by the Dumpster Fire: Argentina Reads Its Contracts... Twice .. Quel Scandale!”, *Credit Slips* (10 de junio). Disponible en: <https://www.creditslips.org/creditslips/2020/06/keeping-cosy-by-the-dumpster-fire-argentina-reads-its-contracts-quel-scandale.html>.
- GEZMIŞ, H. (2017): “From Neoliberalism to Neo-developmentalism? The Political Economy of Post-crisis Argentina (2002-2015)”, *New Political Economy*, vol. 23, n° 1, 66-87.
- HAGAN, S.; OBSTFELD, M. y THOMSEN, P. (2017): “La perspectiva del FMI sobre la deuda soberana”, blog *Diálogo a Fondo*, FMI. Disponible en: <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=7147>.
- HORN, S.; REINHART, C. M. y TREBESCH, C. (2019): “China’s overseas lending”, *NBER Working Papers*, n° 26050, National Bureau of Economic Research.
- IEFE (2020): “Deuda pública: barajar y dar de nuevo. Luces y sombras del Canje 2020”, *Informe IEFE*, n° 189, Instituto de Estudios Fiscales y Económicos. Disponible en: <http://www.iefe.org.ar/wp-content/uploads/2020/08/Informe-IEFE-189.pdf>.
- IIF (2020): “IIF Letter To G20 Regarding The Debt Service Suspension Initiative (DSSI)”, IIF (22 de septiembre). Disponible en: <https://www.iif.com/Publications/ID/4097/IIF-Letter-To-G20-Regarding-The-Debt-Service-Suspension-Initiative-DSSI>.
- IMF (2014): “Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring”, *Minutes of Executive Board Meeting*, 14/92-2, Washington D. C., IMF (1 de octubre). Disponible en: <https://imfbox.box.com/shared/static/9avpggsxtkjiv7cmb9xw9jm88wcpxtnd.pdf>.
- (2020a): “Technical Assistance Report-Staff Technical Note on Public Debt Sustainability”, Washington D. C., IMF (20 de marzo).
- (2020b): “IMF Staff Technical Statement on Argentina”, Washington D. C., IMF (1 de junio).
- (2020c): “The international architecture for resolving Sovereign debt involving private-sector Creditors—recent developments, challenges, and Reform options”, *Policy Papers*, n° 2020/043, Washington D. C., IMF.
- (2020d): “The Long Ascent: Overcoming the Crisis and Building a More Resilient Economy”, Washington D. C., IMF (6 de octubre). Disponible en: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/10/06/sp100620-the-long-ascent-overcoming-the-crisis-and-building-a-more-resilient-economy>.
- INFOBAE (2020a): “Otro comité de acreedores extranjeros confirmó su apoyo al canje de la deuda e invitó a más inversores a sumarse” (18/08/2020). Disponible en: <https://www.infobae.com/economia/2020/08/18/otro-comite-de-acreedores-extranjeros-confirmando-su-apoyo-al-canje-de-la-deuda-e-invito-a-mas-inversores-a-sumarse/>.
- (2020b): “Un grupo de bonistas comprometió ingresar al canje títulos por USD 4.800 millones” (21/08/2020). Disponible en: <https://www.infobae.com/economia/2020/08/21/un-grupo-de-bonistas-comprometio-ingresar-al-canje-con-titulos-por-usd-4800-millones/>.
- KOSE, M. A.; NAGLE, P.; OHNSORGE, F. y SUGAWARA, N. (2020): *Global Waves of Debt. Causes and consequences*, Washington D. C., International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank.
- LA NACIÓN (2020): “Deuda: Martín Guzmán: ‘No estamos pidiendo a nuestros acreedores que pierdan, sino que ganen menos’” (03/05/2020). Disponible en: <https://www.lanacion.com.ar/politica/coronavirus-argentina-deuda-mensaje-martin-guzman-bonistas-nid2361000>.
- LAMPA, R. y ZEOLLA, N. (2019): “Argentina 2015-18: un ciclo corto de crecimiento impulsado por las finanzas”, *Voces en el Fénix*, n° 78, pp. 22-31.
- MARCHESI, S. y MASI, T. (2020): “The Price of Haircuts: Private and Official Default”, *Development Studies Working Papers*, n° 460, Centro Studi Luca D’Agliano, Milán, Italia. Disponible en: <https://dagliano.unimi.it/wp-content/uploads/2020/02/WP460.pdf>.
- MECON (2019): “Principios para la gestión de la sostenibilidad de la Deuda Pública de la República Argentina”, Buenos Aires (19 de diciembre). Disponible en: <https://www.argentina.gob.ar/noticias/principios-para-la-gestion-de-la-sostenibilidad-de-la-deuda-publica-de-la-republica>.
- MÍGUEZ, M. C. (2017): “La política exterior del primer año de gobierno de Mauricio Macri. ¿Situación instrumental del Estado?”, *Revista Estado y Políticas Públicas* (8), pp. 103-120.

- MILLÁN, C. y DO ROSARIO, J. (2020): “She Is BlackRock’s New Star After Sealing Argentina’s Debt Deal”, *Bloomberg* (8 de septiembre). Disponible en: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-09-08/she-is-blackrock-s-new-star-after-sealing-argentina-s-debt-deal>.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA (2003): *Lineamientos de la Reestructuración de la Deuda Soberana*, Buenos Aires, MECON.
- (2020): *La República Argentina anuncia los resultados del canje de deuda pública denominada en moneda extranjera emitida bajo ley local*, Buenos Aires. Disponible en: <https://www.argentina.gob.ar/noticias/la-republica-argentina-anuncia-los-resultados-del-canje-de-deuda-publica-denominada-en>.
- MÜLLER, A. (2013): “Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?”, *Documentos de Trabajo*, n° 32, CESPA-FCE-UBA.
- MUNEVAR, D. (2020): “Arrested Development: International Monetary Fund lending and austerity post Covid-19”, *Eurodad Report* (octubre). Disponible en: [https://www.eurodad.org/arrested\\_development](https://www.eurodad.org/arrested_development).
- NEMIÑA, P. y LARRALDE, J. (2018): “Etapas históricas de la relación entre el Fondo Monetario Internacional y América Latina (1944-2015)”, *América Latina en la Historia Económica*, 25(1), pp. 275-313.
- OFICINA DE PRESUPUESTO DEL CONGRESO-OPC (2020a): “Análisis de la propuesta de reestructuración de bonos bajo legislación extranjera”.
- (2020b): “Proceso de reestructuración de los bonos bajo ley extranjera. Análisis de nuevas ofertas”.
- (2020c): “Proceso de reestructuración de los bonos bajo ley extranjera. Nueva propuesta argentina”.
- (2020d): “Proceso de reestructuración de los bonos bajo ley extranjera. Acuerdo con principales grupos de acreedores”.
- (2020e): “Operaciones de deuda pública. Agosto 2020”.
- RIGGIROZZI, P. y TUSSIE, D. (2012): “The Rise of Post-Hegemonic Regionalism in Latin America”, en RIGGIROZZI, P. y TUSSIE, D. (eds.): *The Rise of Post-Hegemonic Regionalism. The Case of Latin America*, Dordrecht, Springer, pp. 1-16.
- SANAHUJA, J. A. (2010): “La construcción de una región: Suramérica y el regionalismo posliberal”, en CIENFUEGOS, M. y SANAHUJA, J. A. (eds.): *Una región en construcción. UNASUR y la integración en América del Sur*, Madrid, Fundación CIDOB, pp. 87-134.
- VADELL, J. A. (2019): “China in Latin America: South-South Cooperation with Chinese Characteristics”, *Latin American Perspectives*, 46(2), pp. 107-125.
- VAL, M. E. (2019): “La organización de los acreedores durante el primer canje de deuda (2003-2005)”, *Realidad Económica*, n° 326, pp. 59-88.
- VETTERLEIN, A. (2015): “Understanding Policy Change as Position-Taking”, en MCBRIDE, S.; MAHON, R. y BOYCHUK, G. (eds.): *After’08: Social Policy and the Global Financial Crisis*, Vancouver, UBC Press.



Fundación Carolina, noviembre 2020

Fundación Carolina  
C/ Serrano Galvache, 26. Torre Sur, 3ª planta  
28071 Madrid - España  
[www.fundacioncarolina.es](http://www.fundacioncarolina.es)  
[@Red\\_Carolina](https://twitter.com/Red_Carolina)

ISSN-e: 1885-9119

DOI: <https://doi.org/10.33960/issn-e.1885-9119.DT38>

Cómo citar:

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* nº 38 (2ª época), Madrid, Fundación Carolina.

La Fundación Carolina no comparte necesariamente las opiniones manifestadas en los textos firmados por los autores y autoras que publica.

Esta obra está bajo una licencia de Creative Commons Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 4.0 Internacional (CC BY-NC-ND 4.0)

