

LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA ARGENTINA ANTE LA PANDEMIA GLOBAL

Pablo Nemiña y María Emilia Val

15 de abril de 2020

Introducción

El gobierno de la amplia coalición electoral que llegó en diciembre de 2019 a la presidencia de la República Argentina, con el peronista Alberto Fernández a la cabeza, se encontró a pocos meses de su asunción frente a una tarea que cuenta con numerosos precedentes, pero que se desarrolla en un contexto inédito. El proyecto de reestructuración de parte de la deuda soberana con agentes privados —resultante en gran medida de un proceso de endeudamiento acelerado en el periodo 2016-2018, agravado por la combinación de una recesión y una crisis cambiaria que disparó el endeudamiento público al 90% del PBI¹—, se despliega en medio de la crisis causada por la pandemia de la enfermedad del coronavirus (COVID-19), que tiene en vilo a todo el mundo.

La velocidad de la propagación del virus, las repercusiones que tendrá en

los mercados financieros y la economía real a nivel mundial, así como los temores y repercusiones sociales asociados, plantean un contexto de gran incertidumbre. Esto configura un escenario de gran complejidad sobre un proceso ya de por sí problemático para el país sudamericano, que cursa el segundo año consecutivo de caída del PIB y ha visto aumentar la pobreza hasta más del 35% de la población².

En este trabajo se propone un análisis de la nueva reestructuración de deuda argentina en clave de economía política. Para eso, se analiza el antecedente de la negociación de 2003-2005 y se discuten las semejanzas y diferencias con aquella experiencia; se repasa el proceso de endeudamiento acelerado durante el gobierno de Mauricio Macri; y luego se analiza el proceso actual de negociación y el impacto que podría tener la pandemia de la COVID-19.

¹ Según el último dato disponible de la Secretaría de Finanzas al tercer trimestre de 2019, disponible en <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/presentaciongraficadeudapublica>.

² Según el último dato disponible del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) al primer semestre de 2019. Todas las fuentes coinciden en que, debido al deterioro de los indicadores económicos, desde entonces las cifras han empeorado.

El espejo de la salida del *default* en 2001

La República Argentina se enfrenta nuevamente a un proceso de reestructuración de la deuda soberana. Ante la inexistencia de un marco jurídico internacional que establezca los procedimientos a seguir y ordene las acciones de los actores involucrados, las reestructuraciones de pasivos públicos en manos de tenedores privados se basan en un mecanismo *ad hoc*: el canje con participación voluntaria de los acreedores. Este mecanismo, consistente en negociaciones entre los acreedores y el Estado deudor para establecer nuevas condiciones de repago, ata las tratativas a las acciones desplegadas por las partes negociadoras y a las relaciones de fuerza entre estas, lo que condiciona su duración, resultados y alcances.

Una vez conocida la intención del nuevo gobierno argentino de renegociar la deuda con los acreedores privados para aliviar la situación fiscal y externa, las especulaciones en torno a un nuevo episodio de incumplimiento y a las posibilidades disponibles frente a una deuda insostenible no pudieron evitar remitirse al antecedente más inmediato, el *default* de 2001. La mayor cesación soberana de pagos hasta ese momento³ fue la culminación de un largo

³ Tras numerosos intentos por evitar la cesación de pagos en 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 millo-

nes de dólares que alcanzaba entonces la deuda pública, que involucraba una deuda con privados (de poco más de 81.000 millones de dólares) y otra bilateral, con el Club de París, regularizada en 2014.

ciclo de endeudamiento iniciado con el despliegue y consolidación de la financiarización como eje organizador de la economía. En este contexto, 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 *pari passu*.

El gobierno de Néstor Kirchner implementó entre 2003 y 2005 una estrategia novedosa de renegociación de la deuda, que, combinando una disposición predominantemente confrontativa junto con la no intervención del Fondo Monetario Internacional (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, y un recorte significativamente superior al promedio de 24,3% de las reestructuraciones preventivas y de 45,3% de aquellas realizadas luego de la cesación de pagos (Cruces y Trebesch, 2013)⁴.

nes de dólares que alcanzaba entonces la deuda pública, que involucraba una deuda con privados (de poco más de 81.000 millones de dólares) y otra bilateral, con el Club de París, regularizada en 2014.

⁴ 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).

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 del crecimiento, y destaca el papel del Estado para propiciar 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).

En relación con 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 a 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, en orden de relevancia) (Bruno, 2004: 182).

Los acreedores lograron articularse parcialmente en tres tipos de organizaciones representativas: minoristas autoconvocados⁵, minoristas con representación mediada⁶, e institucionales con representación directa⁷. Dada la debilidad relativa de los grupos minoristas autoconvocados, los grupos institucionales de representación directa y mediada más impor-

⁵ 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 el país germano, 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.

⁶ Formadas por una mayoría de pequeños ahorristas representados por organizaciones bancarias, fueron 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).

⁷ Eran la Argentine Bondholders Committee (ABC) en Estados Unidos, formada por grandes fondos de inversión, y la Unión de Administradoras de Jubilaciones y Pensiones (UAFJP) en Argentina, una corporación empresaria preexistente del sector de los fondos de pensión.

tantes (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 a la política de no intervención de Estados Unidos y a las acciones del gobierno argentino, que aprovechó —y profundizó— las diferencias de incentivos entre el organismo y los diversos grupos de acreedores privados.

La negociación culminó en el canje de deuda en 2005, y potenció el llamado proceso de desendeudamiento, 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, 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 privilegiase 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, si bien reforzaba el sesgo primarizador de la producción y contemplaba transferencias de tecnología que podían desplazar a las locales. Por cierto, menos que una excepcionalidad, esa política se enmarcó en el avance de China en América Latina a través de una activa diplomacia económica, que combinó ayuda y financiamiento para el desarrollo (Malacalza, 2019).

El contexto que entonces habilitó esta estrategia es diferente al que el país experimenta en la actualidad, y que convoca a agudizar la creatividad y la audacia, aunque en ambos casos con el objetivo de priorizar el crecimiento desde el eje de la actividad productiva, la mejora de los indicadores sociales, y el restablecimiento de 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.

Un nuevo ciclo endeudamiento externo y el regreso del FMI

El gobierno de Cambiemos propendió hacia un programa económico promercado y de desregulación, en función del cual impulsó un giro en la orientación de las políticas económica y exterior, muy distanciadas 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)⁸.

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* más confrontativos demandaban desde hacía más de 10 años en la justicia de Estados Unidos para resolver rápidamente ese litigio. Esto, junto con la eliminación de los controles cambiarios, impulsó el ingreso de considerables flujos financieros, atraídos por las altas tasas reales positivas en moneda nacional y la emisión de 88.000 millones de dólares de nueva deuda externa pú-

blica y privada (equivalentes al 13% del PBI) (Bortz y Zeolla, 2018). Dichas emisiones posicionaron a Argentina como uno de los principales emisores de deuda pública globales entre 2016 y 2017. Este proceso aumentó significativamente el nivel de deuda (llegando en el tercer trimestre de 2019 a 332.000 millones de dólares, y aumentando poco menos de 110.000 millones de dólares en relación a 2015). Además, empeoró su composición, pues se incrementó la proporción de títulos en moneda extranjera al tiempo que disminuyó la vida promedio de los créditos.

Así fue hasta que la música paró de golpe. 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 pasaba de ser país estrella de los mercados internacionales de deuda a ser un paria de los fondos de inversión.

⁸ 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).

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 del 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 trienal 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 semi-industrializados 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 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 la agenda personal de Lagarde, expresa 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 como resultado del 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 triunfó en las elec-

ciones presidenciales, en el marco de una crisis cambiaria y de deuda.

El desafío de una nueva reestructuración ante una pandemia

Apenas asumió, el nuevo gobierno peronista implementó medidas proclives a recomponer el ingreso de los trabajadores y encaró la renegociación de la deuda soberana, para lo cual promovió la Ley 27.544 de Sostenibilidad de la Deuda Externa, que el Congreso sancionó casi por unanimidad. La ley habilita a encarar una reestructuración que permita 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 las Naciones Unidas, a instancias del Grupo de los 77 países más China (Naciones Unidas, 2015), 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 e 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).

A cargo de esta tarea está el ministro de Economía Martín Guzmán, un

economista de perfil académico con larga trayectoria en el estudio de las reestructuraciones de deuda. Si bien el ministro ha sido extremadamente cauteloso en sus declaraciones y aún no se hizo pública la oferta, algunos indicios permiten interpretar que el gobierno procura desplegar una estrategia inspirada en la experiencia de 2003-2005, aunque adecuada a un nuevo escenario. La principal similitud reside en buscar que la reestructuración restablezca un sendero sostenible para la deuda, es decir: que presente un nivel, estructura y perfil que, acompañado por un programa compatible con un crecimiento económico estable y equitativo, permita atender regularmente los compromisos de pago. Esto implica que la deuda tenga una magnitud y estructura de vencimientos que no ahogue 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. Negociar de buena fe implica reconocer que los acreedores privados deberán asumir pérdidas o postergaciones (*Cronista*, 2020a).

Si la intención de compartir con los acreedores privados el costo del ajuste rememora la reestructuración de comienzos de siglo XXI, la estrategia debe adecuarse a las particularidades del escenario actual. Primero, el gobierno ha divulgado un cronograma de negociación que expresa la intención de realizar un canje preventivo,

es decir, antes de llegar a una cesación de pagos formal como sucedió en 2001, pues ello añadiría incertidumbre y costos adicionales a un proceso ya de por sí complejo. Asimismo, se propone negociar primero con los tenedores de deuda bajo legislación extranjera, y 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). Esto se debe a que replicar en los títulos emitidos bajo ley local los términos de la renegociación alcanzada en aquellos regidos por ley extranjera aparece —en términos estilizados— como un proceso menos complejo que el inverso. Pero hay, además, una justificación financiera: los vencimientos (intereses y capital) de títulos con ley local para 2020 concentran más del 70% del total de compromisos correspondientes a títulos públicos. Si bien la pandemia de la COVID-19 obligó a extender parcialmente los plazos, esto no pareciera afectar en lo sustantivo la secuencia trazada por el equipo económico⁹.

⁹ Para algunos analistas se trató de un *default*, en tanto se cambiaron unilateralmente los términos de los contratos de deuda bajo ley local (véase, por ejemplo: *La Nación*, 2020a). Al respecto, pareciera que el gobierno privilegia evitar un *default* en los títulos bajo ley extranjera, más costoso en cuanto a su impacto financiero y de más compleja resolución, y replicar luego los términos de la negociación en los bonos bajo ley local.

En segundo lugar, la totalidad de los 68.800 millones de dólares en títulos con legislación extranjera susceptibles de ser reestructurados —aún no se confirmó cuáles efectivamente ingresarán al canje—, posee algún tipo de cláusula de acción colectiva (CAC)¹⁰, que facilita alcanzar acuerdos y limita las estrategias “buitre”. Sin embargo, esta ventaja puede verse atenuada por el hecho de que el universo de tenedores privados es más homogéneo, está más especializado y muestra mayor concentración geográfica que en el canje de 2003-2005. Las estimaciones más recientes calculan que los fondos de inversión estadounidenses (entre los que destacan Blackrock, Fidelity, Pimco, Templeton y Greylock), poseen cerca del 35% de los bonos que podrían ingresar a la reestructuración (Fortuna, 2020). Si bien no son fondos buitres, poseen el conocimiento, el capital y los contactos que les permitirían adquirir cantidades dadas de ciertas series de bonos para limitar la aplicación de las CAC y negociar con mayor dureza, así como influir sobre el sistema político. Las reticencias 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

¹⁰ Las cláusulas de los títulos emitidos a partir de 2016 son más robustas —es decir, favorables al deudor— que las de los bonos previos (Manzo, 2019).

verano austral¹¹, auguran una ardua negociación. La caída en las cotizaciones de los bonos, que facilita su adquisición por parte de estos fondos, no haría más que vaticinar mayores presiones de estos actores.

Por último, hay que destacar que en esta ocasión el FMI es un acreedor significativo y ha apoyado, hasta ahora, la estrategia confrontativa del gobierno frente a los acreedores privados. La clave parece residir en las características del vínculo y los cambios recientes en el organismo. En primer lugar, Argentina y el FMI son socios: el país debe casi uno de cada dos dólares que tiene prestados el organismo en créditos no concesionales, y este posee el 11% de la deuda bruta de Argentina; la situación económica es resultado 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 sustantiva a los acreedores privados refleja el interés del organismo por liberar más dólares para asegurarse el cobro de sus acreencias.

¹¹ 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 (*Cronista*, 2020b).

En segundo lugar, expresa 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 aun tíbiamente, el FMI ha reconocido la importancia de negociar —más temprano que tarde— quitas a los acreedores cuando la deuda se vuelve insostenible (Hagan, Obstfeld y Thomsen, 2017). En este sentido, el organismo publicó una nota técnica en la cual reconoció que restablecer la sostenibilidad de la deuda argentina requiere recortar el *stock* de deuda 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 PIB (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 (FMI, 2020). Estas recomendaciones fueron recibidas con agrado por el gobierno, ya que reforzaron su posición dura frente a los acreedores privados.

Si los puntos precedentes sugieren tomar con moderación el margen para que el gobierno logre sostener la estrategia distributiva, la aparición inesperada de la pandemia global de la COVID-19 sumó incertidumbre a este proceso, de por sí complejo. El escenario global, que ya mostraba tensiones derivadas de la disputa

política y económica entre Estados Unidos y China, del paulatino aumento del proteccionismo y de la volatilidad en el precio del petróleo, se vio sacudido por la rápida expansión del virus. Ante el crecimiento exponencial de casos y muertes, y el riesgo de desborde de los sistemas de salud, los gobiernos declararon medidas de aislamiento físico prácticamente simultáneas¹² para evitar una catástrofe sanitaria, que frenaron la actividad económica. El *shock* de oferta desató una abrupta recesión global, que el FMI ya considera “tan mala o peor que la de 2009” (*La Nación*, 2020b).

En términos financieros, se observa un aumento significativo del riesgo de una crisis global de deudas corporativas y soberanas de los países de ingreso medio y bajo, debido a una combinación de varios factores. Al impacto de la suspensión de la mayor parte de las actividades productivas y comerciales, se suma la caída del precio de las materias primas y la salida de capitales de los países en desarrollo a un ritmo que supera el de la crisis de 2008 (*The National*, 2020). Ante este escenario, se ha observado una reacción generalizada—aunque con baja coordinación—de los gobiernos, tendiente a promover medidas fiscales y monetarias contracíclicas que permitan morige-

rar el impacto económico de la crisis, al tiempo que acceder a los insumos sanitarios necesarios para enfrentar la pandemia. Entre estas medidas, se destacan las transferencias monetarias directas, los subsidios al desempleo, la asistencia al pago de aportes patronales y la baja de la tasa de interés, entre otras.

Naturalmente, las economías centrales y con una sólida situación fiscal tienen mayor margen para implementarlas; incluso Estados Unidos, país emisor de la divisa global, reactivó más de una docena de *swaps* bilaterales entre la Fed y otros bancos centrales de países centrales y emergentes. En América Latina fueron incluidos Brasil y México, con dos líneas por 60.000 millones de dólares cada uno (*Financial Times*, 2020a). Sin embargo, los países pobres y aquellos con alto endeudamiento disponen de márgenes mucho más estrechos, lo cual podría agravar la crisis sanitaria o económica. Al respecto, el Líbano declaró la cesación de pagos de la deuda en moneda extranjera con el fin de cuidar las escasas reservas para adquirir insumos sanitarios (*Financial Times*, 2020b). Por consiguiente, la escala global de la pandemia resalta la importancia de complementar los esfuerzos nacionales con acciones multilaterales. La coordinación ayudaría, también, a evitar situaciones de suma cero como la disputa entre potencias por los

¹² Con algunas preocupantes excepciones — en términos de sus consecuencias sanitarias y humanitarias— como Brasil y Estados Unidos, entre otros casos destacados.

insuficientes insumos sanitarios, que parecen de piratería moderna¹³.

En este sentido, se han realizado diversas propuestas. El FMI y el Banco Mundial realizaron un llamado conjunto a una moratoria en la deuda a los países pobres. La convocatoria recibió el apoyo del Vaticano y está siendo evaluada por el G20, aunque aún no está claro si se tratará de una condonación o de un más modesto aplazamiento (*Financial Times*, 2020c). Asimismo, el FMI se ha mostrado preparado para otorgar financiamiento de emergencia a los más de 90 países, 14 de ellos latinoamericanos, que han solicitado asistencia (*Financial Times*, 2020d y 2000e). Mientras, ha invitado a aprobar una nueva asignación de Derechos Especiales de Giro¹⁴ y ha resaltado, junto al Banco Internacional de Pagos, que los controles de capitales pueden ser necesarios para que los países en desarrollo administren la salida masiva de capitales (*Foreign Policy*, 2020).

Con relación a la reestructuración de la deuda en Argentina, puede plantearse que la pandemia trae consecuencias contrapuestas. Por una parte, la situación fiscal se verá afectada

debido a la caída de la recaudación por la recesión local y global, más el aumento del gasto para atemperar el impacto de la crisis. El esfuerzo fiscal para fortalecer el sistema de salud, y atender las transferencias a las pequeñas empresas, los trabajadores y jubilados, y la economía informal, requerirán un aumento de la emisión monetaria que podría presionar la inflación¹⁵. Este escenario podría afectar negativamente la aceptación del canje de deuda, al incrementar la incertidumbre por parte de los acreedores sobre la capacidad de repago de Argentina. Sin embargo, este efecto podría verse compensado debido a la disminución de la tasa de interés global, que disminuye la aversión al riesgo de los acreedores en busca de rendimientos más elevados que los disponibles en los países centrales.

En este escenario, vale mencionar el interrogante que, como resultado del distanciamiento físico preventivo, genera realizar complejos procesos de negociación a través de teleconferencias virtuales. Se trata del primer antecedente de una reestructuración llevada adelante mediante negociaciones mediadas electrónicamente. La incapacidad de acceder al lenguaje corporal de la contraparte¹⁶, y no

¹³ Tal es la caracterización de un funcionario alemán (*BBC Mundo*, 2020).

¹⁴ Véase la nota de la institución de 23 de marzo de 2020, disponible en: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2020/03/23/pr2098-imf-managing-director-statement-following-a-g20-ministerial-call-on-the-coronavirus-emergency>.

¹⁵ Según datos del INDEC, 2019 cerró con una inflación del 53,8%. En enero y febrero de 2020, la variación del índice fue del 2,3% y el 2% respectivamente.

¹⁶ Al respecto, un abogado especializado en reestructuraciones señala que “menos contacto humano no ayudará a resolver discu-

tener certezas respecto de que los diálogos en soportes electrónicos se mantengan confidenciales (dada la facilidad para grabar y divulgar esos contenidos), podrían complicar las tratativas al reducir la franqueza y fluidez del diálogo.

Reflexiones finales

Una vez más, estamos frente a una reestructuración de deuda. Lo que se supone excepcional, se ha vuelto frecuente en el capitalismo financiarizado. Sin embargo, esta vez sí es diferente. Por primera vez en la historia financiera reciente se realizará una reestructuración de deuda en el marco de una pandemia global.

Si bien el gobierno argentino ha demostrado disposición a desplegar una estrategia confrontativa, el actual contexto de mayor incertidumbre financiera —que anticipa serios problemas de deudas para los países de ingresos bajos, las economías emergentes y las corporaciones; contrapartes más homogéneas y poderosas; y la urgencia doméstica que supone más de un tercio de la población en la pobreza—, convocan a ser cautelosos sobre los caminos posibles para replicar esa experiencia. Menos que el resultado de movimientos programados y completamente predecibles, las negociaciones internacionales de deuda involucran una buena cuota de contingencia que expresa la interac-

ción, siempre novedosa, entre agentes y estructura.

Si la rápida expansión de la COVID-19 resaltó la necesidad de una intervención decidida y coordinada en el ámbito multilateral, la incertidumbre que afecta a la reestructuración argentina evoca la insostenibilidad de los mecanismos de mercado para resolver las cesaciones de pago. Sin subestimar el apoyo circunstancial —aunque para nada decisivo— del FMI en la negociación, sería deseable la consolidación de instancias multilaterales que organizaran estos procesos asegurando igualdad de trato entre acreedores y deudores.

Pablo Nemiña es doctor en Ciencias Sociales por la Universidad de Buenos Aires (UBA). Investigador asistente del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET) en el Instituto de Altos Estudios Sociales de la Universidad Nacional de San Martín. Asimismo, es investigador asociado de Relaciones Internacionales de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales de Argentina (FLACSO). María Emilia Val está licenciada en Sociología por la UBA. Tiene una Maestría en Sociología Económica por la Universidad Nacional de San Martín y es becaria doctoral del CONICET.

siones estresantes (...), necesitas *sentir* a la otra parte y eso solo sucede en persona” (cursivas de los autores) (*BA Times*, 2020).

Referencias bibliográficas

- BA TIMES (2020): “Pandemic to disrupt US\$160 billion of debt talks – including Argentina’s” (23/03/20): Disponible en: <https://www.batimes.com.ar/news/economy/pandemic-to-disrupt-us160-billion-of-debt-negotiations-including-argentinass.phtml>.
- BBC MUNDO (2020): “Coronavirus: cómo afecta a América Latina la pugna entre países por conseguir respiradores, ventiladores y mascarillas” (11/04/2020). Disponible en: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-52233577>.
- BORTZ, P. y ZEOLLA, N. (2018): “Argentina: From the “confidence fairy” to the (still devilish) IMF”, *Critical Finance*. Disponible en: <https://criticalfinance.org/2018/05/17/argentina-from-the-confidence-fairy-to-the-still-devilish-imf/>.
- BRUNO, E. A. (2004): *El default y la reestructuración de la deuda* (vol. 39), Buenos Aires, Nueva Mayoría Editorial.
- CLARÍN (2020): “El Gobierno posterga los pagos de la deuda emitida en ley local y seguirá pagando los bonos en dólares ley extranjera” (5/04/2020). Disponible en: https://www.clarin.com/economia/economia/gobierno-posterga-pagos-deuda-emitida-ley-local-seguira-pagando-bonos-dolares-ley-extranjera_0_H5o4ti7Kz.html.
- 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.
- CRONISTA (2020a): “Habrá frustración entre los acreedores” (12/02/2020). Disponible en: <https://www.cronista.com/economiapolitica/Martin-Guzman-expone-en-la-Camara-de-Diputados-sobre-la-renegociacion-de-la-deuda-20200212-0022.html>.
- (2020b): “Fidelity quiere el 50% del capital y traba el acuerdo por la deuda de Buenos Aires” (3/02/2020). 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>.

- CRUCES, J. J., y TREBESCH, C. (2013): “Sovereign Defaults: The Price of Haircuts”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5 n° 3, pp. 85-117.
- GEZMIŞ, H. (2017): “From Neoliberalism to Neo-developmentalism? The Political Economy of Post-crisis Argentina (2002-2015)”, *New Political Economy*, vol. 23, n° 1, pp. 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>.
- FINANCIAL TIMES (2020a): “Heavy take-up of Fed swaps eases strains on dollar” (27/03/2020). Disponible en: <https://www.ft.com/content/c1101f6-ca10-40f3-bce8-b37617b9fd1e>.
- (2020b): “Coronavirus and debt: a toxic mix” (10/03/2020). Disponible en: <https://www.ft.com/content/0cc94fb6-8b35-427d-9f98-dc727303ebbf>.
- (2020c): “G20 nations close in on debt deal for poor countries” (12/04/2020). Disponible en: <https://www.ft.com/content/30321fc4-e77c-4688-8d87-ef344108ed6b>.
- (2020d): “14 Latin American nations seek IMF help to combat big recession” (5/04/2020). Disponible en: <https://www.ft.com/content/dfd1aed-6d56-466a-be6c-7bb73fc8da23>.
- (2020e): “IMF boosts emergency lending capacity to \$100bn” (9/04/2020). Disponible en: <https://www.ft.com/content/e46faadc-456b-4cf8-a2fd-2017702747ab>.
- FMI (2020) “Technical Assistance Report-Staff Technical Note on Public Debt Sustainability”, Washington D.C., FMI.
- FOREIGN POLICY (2020): “The Coronavirus Is the Biggest Emerging Markets Crisis Ever” (28/03/2020). Disponible en: <https://foreignpolicy.com/2020/03/28/coronavirus-biggest-emerging-markets-crisis-ever/>
- FORTUNA (2020): “Quiénes son los mayores acreedores de Argentina” (2/03/2020). Disponible en: <https://fortuna.perfil.com/2020-03-02-209684-quienes-son-los-mayores-acreedores-de-argentina/>.

- LA NACIÓN (2020a): “Deuda local. El Gobierno postergó por decreto el pago de hasta US\$10.000 millones para 2021” (6/02/2020). Disponible en: <https://www.lanacion.com.ar/economia/deuda-local-el-gobierno-posterga-decreto-pago-nid2351115>.
- (2020b): “Georgieva advirtió que la recesión por la pandemia puede ser peor que la de 2009” (27/03/2020). Disponible en: <https://www.lanacion.com.ar/economia/georgieva-advirtio-recesion-pandemia-puede-ser-peor-nid2348033>.
- MALACALZA, B. (2019): “What LED to the Boom? Unpacking China’s Development Cooperation in Latin America”, *World Affairs*, 182(4), pp. 370-403.
- MANZO, A. (2019) “¿Gobernanza financiera?: comparación de las matrices políticas de las que emergieron las CACs 2003 y 2014”, *Revista Direito GV*, 15(1), pp. 1-31.
- 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.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA (2003): *Lineamientos de la Reestructuración de la Deuda Soberana*, Buenos Aires, MECON.
- MÜLLER, A. (2013): “Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?”, *Documento de Trabajo*, n° 32, CES-PA/FCE/UBA.
- NACIONES UNIDAS (2015): “La Asamblea General establece principios básicos para procesos de reestructuración de deuda”, Noticias ONU (10/9/2015). Disponible en: <https://news.un.org/es/story/2015/09/1339021>.
- 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.
- 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 Amer-*

ica, 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.

THE NATIONAL (2020): “Emerging markets to see sharp decline in capital flows due to Covid-19 and low oil prices, IIF says” (9/04/2020). Disponible en:
<https://www.thenational.ae/business/emerging-markets-to-see-sharp-decline-in-capital-flows-due-to-covid-19-and-low-oil-prices-iif-says-1.1003809>.

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, abril 2020

Fundación Carolina
C/ Serrano Galvache, 26.
Torre Sur, 3ª planta
28071 Madrid - España
www.fundacioncarolina.es
@Red_Carolina

ISSN: 2695-4362

https://doi.org/10.33960/AC_19.2020

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)