

Tipo de documento: Tesis de maestría

Maestría en Finanzas

Principales crisis argentinas a partir del año 2001 y las consecuencias sobre el precio de la deuda soberana.

Autoría: Glasbauer, Florencia Nicole
Año académico: 2023

¿Cómo citar este trabajo?

Glasbauer, F. (2023) "Principales crisis argentinas a partir del año 2001 y las consecuencias sobre el precio de la deuda soberana.". [*Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella*]. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella <https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/12056>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 2.5 Argentina (CC BY-NC-SA 2.5 AR)
Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2023

Alumno: Florencia Nicole Glasbauer

Tutor: Leticia Margarita Dib

Principales crisis argentinas a partir del año 2001 y las consecuencias sobre el precio de la deuda soberana.

Contenido

Resumen.....	3
Introducción.....	4
Marco teórico.....	8
Estallido económico del año 2001 hasta la asunción de Néstor Kirchner en el año 2003	8
La Crisis Subprime	20
Mandato de Mauricio Macri: crisis económica en el año 2018.....	39
Comienzo de la era del COVID-19	47
Conclusión.....	51
Bibliografía.....	63

Resumen

En este trabajo analizaré las distintas crisis económicas que se produjeron en Argentina desde el año 2001 hasta el año 2020, y cuáles fueron sus consecuencias en el precio de la deuda soberana. A modo de introducción, y a los efectos de presentar en contexto la situación voy a comenzar mencionando brevemente el Plan Brady, el cual fue establecido en el año 1989. Durante ese mismo año, Carlos Saúl Menem se convirtió en Presidente de la nación llevando a cabo un mandato con diversas reformas sociales y económicas (entre ellas, la privatización de las empresas públicas y el Plan de Convertibilidad o “el uno a uno”). Luego de explicar y analizar la evolución económica y política del país con las dos presidencias de Menem durante la década del 90, voy a continuar con el análisis histórico de las crisis. Este va a ir recorriendo crisis tras crisis desde la del año 2001 luego la del año 2008, 2014, 2018 y 2020. En cada crisis voy a analizar brevemente el contexto político que estaba atravesando el país, las principales causas, los factores externos y las consecuencias sobre la evolución en los precios de la deuda soberana en cada etapa y cada ciclo económico de la Republica Argentina.

Introducción

Durante la década del 80, los países emergentes latinoamericanos como Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela se encontraban muy endeudados. La crisis de deuda comenzó en México en el año 1982. Con el objetivo de resolver dicho acontecimiento, en el gobierno de George H.W. Bush, el secretario del Tesoro estadounidense Nicholas Brady llevó a cabo en el mes de marzo del año 1989 el denominado “Plan Brady”. El objetivo del mismo fue reducir la deuda externa de 14 países emergentes, de ese modo los acreedores afectados tenían la posibilidad de canjear los préstamos en dificultades con bancos comerciales por bonos líquidos, denominados “Bonos Brady” creando un mercado para bonos soberanos emergentes (López Cavia 2023). Dichos títulos públicos contaban con el respaldo del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional. El resultado de la operación descrita en este párrafo fue la reducción de la deuda externa de los países emergentes por 60 mil millones de dólares logrando recuperar la confianza de los inversores en los países en desarrollo (Quispe Agnoli and Vilán 2008, 1). Con excepción de Argentina, los países involucrados en este plan pudieron devolver la totalidad de la deuda (Weeks-Brown and Mühleisen 2023).

En julio de 1989, la economía argentina estaba en ruinas. Con un PBI per cápita 10% menor que la década anterior (Cavallo and Cottani 1997, 1), un déficit fiscal que ascendía a 7,6% del PBI cuando una década antes representaba el 10,2% del PBI (Cominetti 1994, 50). Además, la tasa de inversión bruta era del 14% del PBI cuando una década anterior representaba aproximadamente el 20% del PBI (Coremberg, et al. 2007, 18). En el mes de abril del año 1988, el presidente Raúl Alfonsín quien gobernaba desde el año 1983, expresó la imposibilidad del pago del capital e intereses de la deuda externa pública llevando a cabo un “default” (Azpiazu and Schorr, Privatizaciones, rentas de privilegio, subordinación estatal y acumulación del capital en la Argentina contemporánea 2002, 4). Como consecuencia de dicho suceso se produjo una crisis hiperinflacionaria que comenzaría un año después desembocando en la “quiebra del Estado”. El origen de esta crisis comenzó con la reestructuración social y económica impuesta por la dictadura militar que tuvo lugar en el país desde el año 1976 hasta el año 1983 (Azpiazu and Schorr, Privatizaciones, rentas de privilegio, subordinación estatal y acumulación del capital en la Argentina contemporánea 2002, 4). Tales fueron los disturbios sociales en las calles del país y los descalabros producidos por la hiperinflación y el descrédito del gobierno, que llegó a su pico máximo cuando el entrante ministro de Economía indicó públicamente que habló con el corazón y le contestaron con el bolsillo. Como consecuencia, el mencionado presidente de la República tuvo que renunciar 5 meses antes del recambio previsto (Perochena 2021).

El 8 de Julio de 1989 asume como presidente Carlos Saúl Menem quien gobierna durante dos mandatos hasta el 10 de diciembre del año 1999 con Eduardo Alberto Duhalde como vicepresidente hasta el año 1991, cuando renunció para ser Gobernador de la Provincia. En el segundo mandato (período 1995-1999) el vicepresidente fue Carlos Ruckauf. Dicho período se encuentra caracterizado por la implementación de reformas estructurales con el objetivo de brindar mayor liquidez al estado para cubrir el déficit fiscal y armar un presupuesto estatal acorde para comenzar con el Plan de Convertibilidad y así comenzar con el proceso de la contención de la hiperinflacionario por el que atravesaba el país (Ámbito 2021). A comienzos del mandato de Carlos Menem, se promulgó la ley de Reforma del Estado en agosto del año 1989 (Azpiazu and Schorr, Privatizaciones, rentas de privilegio, subordinación estatal y acumulación del capital en la Argentina contemporánea 2002, 11), dando inició un proceso de *privatización*¹ de empresas estatales de sectores estratégicos como el de energía, telecomunicaciones, transporte y construcción que tradicionalmente estuvieron bajo el control del Estado Nacional buscando brindarles mayor eficiencia a las mismas para que puedan brindar mejores prestaciones que estando en manos del Estado. La mayor parte de este proceso fue llevado a cabo entre los años 1990 y 1994. Este programa de privatizaciones fue muy

¹ “transferencia, a un conjunto sumamente reducido de grandes agentes económicos, de las principales compañías estatales y, por esa vía, de un ostensible poder de mercado en sectores sumamente estratégicos” (Azpiazu and Schorr, Privatizaciones, rentas de privilegio, subordinación estatal y acumulación del capital en la Argentina contemporánea 2002, 16)

exitoso políticamente, ya que logró el ingreso de divisas para la realización de inversiones para modernizar dichas empresas, logrando estabilidad económica y la posibilidad de mantener estable la cotización del dólar, generando confianza en el país, y, por consiguiente, un círculo virtuoso. Por otro lado, algunos autores indican que el precio de las empresas estuvo subvaluado. (Ámbito 2021)

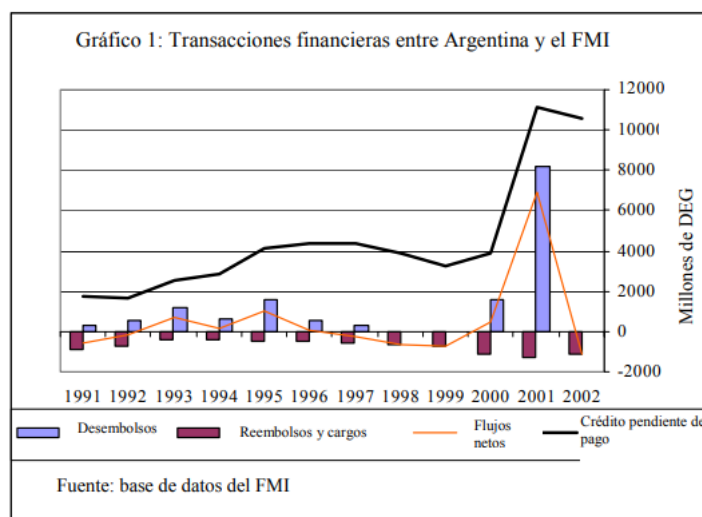
Otra de las políticas económicas llevadas a cabo en el primer mandato de Menem en el año 1991 con Domingo Cavallo como ministro de Economía, quien también era ex ministro de Relaciones Exteriores fue el “Plan de Convertibilidad” estableciendo una paridad fija de uno a uno entre el peso argentino y el dólar estadounidense (Pou 2000). Adicionalmente, el gobierno eliminó la indexación, le prohibió al Banco Central crear dinero de manera autónoma y le exigió que el 100% de la base monetaria tenía que estar respaldada por reservas internacionales (Ministerio de Justicia y Derechos Humanos 1991). Estas nuevas medidas obtuvieron un fuerte apoyo del Fondo Monetario Internacional. El principal objetivo de esta decisión fue la estabilización macroeconómica y la reforma microeconómica del país para reducir la hiperinflación sin generar recesión. A los efectos de obtener una mayor recaudación, no se incrementó la presión tributaria, pero sí el control de pago de los impuestos. Para la correcta implementación de esta medida, en el año 1992 se modificó la Carta Orgánica en donde el Banco Central de la República Argentina se independiza del poder ejecutivo, es decir, que “En el ejercicio de sus funciones y facultades, el banco no estará sujeto a órdenes, indicaciones o instrucciones del Poder Ejecutivo Nacional, ni podrá asumir obligaciones de cualquier naturaleza que impliquen condicionarlas, restringirlas o delegarlas sin autorización expresa del Honorable Congreso de la Nación.” (Banco Central de la República Argentina 1992). De esta forma, pasa a tener como principal objetivo la preservación del valor de la moneda doméstica (Banco Central de la República Argentina n.d.) (Pou 2000). Otra de las medidas del entonces ministro de Economía fue el levantamiento de la restricción a las importaciones, obligando a los empresarios a competir con los productos internacionales implementando mejoras más rápidas en tecnología y gestión. Dicha medida generó inversiones en las empresas, pero a medida que se atrasó la cotización del dólar a lo largo de los años, fue debilitando a la matriz productiva del país porque los productos nacionales dejaban de ser competitivos con los importados (Lanata 2003, 604-605). Adicionalmente, los países latinoamericanos comenzaron con el desarrollo de sus mercados de capitales domésticos, con una infraestructura y un volumen adecuado e instituciones para permitir el correcto funcionamiento y control del mercado doméstico (Quispe Agnoli and Vilán 2008, 2).

Este sistema de convertibilidad permitió el respaldo de la moneda con reservas internacionales obligando al Banco Central a vender la cantidad de reservas que el mercado necesite y permitiéndole a la gente canjear sus saldos de pesos a dólares si así lo deseaban (Calcagno 1997, 5-6), extendiendo los vencimientos de los activos financieros y eliminando la deuda de corto plazo. Para finales del año 1991, la inflación se encontraba en niveles menores al 20% y siguió bajando hasta llegar a niveles internacionales de alrededor del 10% (Banco Muncial n.d.) en el año 1994. También el PBI per cápita tenía un crecimiento del 9% por año y la tasa de crecimiento del total de la producción creció desde niveles negativos entre los años 1982 a 1990 al 6% entre 1991 y 1994 (Cavallo and Cottani 1997, 1). Adicionalmente, el gobierno adoptó medidas para ayudar a las empresas que compiten con las exportaciones con el fin de reducir significativamente los costos y aumentar la producción. La privatización ayudó a la reducción de los precios relativos de los insumos creando un shock de oferta gracias a la reducción de impuestos distorsivos (Cavallo and Cottani 1997, 2). A su vez, para evitar mayores déficits de cuenta corriente, la seguridad social y las políticas impositivas se aplicaron gravando principalmente al consumo, en lugar del ahorro sin necesidad de una contracción en la inversión nacional (Cavallo and Cottani 1997, 2). Como consecuencia de las medidas implementadas, las exportaciones aumentaron un 75% en dólares entre los años 1992 y 1995 a pesar de la apreciación del tipo de cambio real entre 1991 y 1993 (Cavallo and Cottani 1997, 2).

Si bien estas medidas fueron exitosas por el efecto económico a corto plazo que causaron y por el apoyo político con el que contaron, no podían ser muy duraderas en el tiempo por las consecuencias negativas que pudieran implicar. Como consecuencia del tipo de cambio fijo y el mal manejo de las arcas públicas, a lo

largo de los años la apreciación del peso produce una industria nacional poco competitiva encareciendo la producción de productos nacionales y abaratando la importación de productos internacionales provocando la quiebra de industrias argentinas y el aumento del desempleo. Esta situación se produjo debido a que la apertura de la economía obligó a competir con el mundo a la industria nacional que se encontraba en su mayor parte obsoleta, con leyes laborales e impositivas más desfavorables que la de los países con las que se competía, y volumen de escala mucho más chicos que los de otros países del mundo. De ese modo, una vez que pasó el ingreso de fondos por las privatizaciones, ola de modernización de dichas empresas y de parte de la industria nacional, comenzaron los problemas en la balanza de pagos. (Lanata 2003, 606)

Durante la década del 90, Argentina firmó cuatro acuerdos con el Fondo Monetario Internacional (FMI) aumentando el crédito (ver gráfico 1) (IMF 2003, 2). En julio del año 1991, el FMI aprobó una línea de crédito de 780 millones de DEG (en inglés, *SDRs*²). En marzo del año 1992, reemplazó lo recién mencionado por una línea de crédito ampliada (en inglés, *extended fund facility* EEF) por 2483 millones de DEG. Luego, el primer shock externo ocurre del 20 de diciembre de 1994 con la “Crisis del Tequila”. México tuvo una crisis devaluatoria que tuvo un gran efecto contrario en Argentina por la pérdida de confianza en los países emergentes, donde los sistemas bancarios perdieron 18% de sus depósitos en 3 meses, las tasas de interés aumentaron, se redujo el crédito en la producción en un 4,4% y el desempleo aumentó significativamente a niveles de más del 18%. En esta instancia el Plan de Convertibilidad no tuvo ningún cambio, provocando una recuperación económica rápida mostrando la solidez del mismo. Durante el año 1994 el crecimiento del PBI fue de 5.8%, luego al año siguiente con el efecto de la crisis argentina tuvo un decrecimiento en el PBI de 2.8% nivel que se recuperó el año 1996 con un crecimiento de este índice de 5.5% (IMF 2003, 18). En abril del año 1995, el gobierno tuvo que negociar una cuarta extensión del crédito con el FMI para evitar una corrida bancaria. Esta vez se aprobaron 1537 millones de DEG. Un año después, cuando este crédito vencía decidieron que era conveniente que Argentina se quede bajo la ayuda del FMI. Por lo tanto, negociaron una quinta extensión del programa de créditos de 720 millones de DEG (Cavallo and Cottani 1997, 2). Con esta recuperación rápida producida por la ayuda del FMI, se podía observar que el Plan de Convertibilidad lucía sólido en el corto plazo (IMF 2003, 3).



Sin embargo, durante el segundo semestre del año 1998 comenzó una recesión de la cual Argentina no pudo recuperarse tan prontamente. Surgieron una serie de shocks externos que comenzaron a afectar a la economía nacional. En julio de 1997 estalló la crisis financiera de Asia, principalmente generada en Corea,

² Es un activo de reserva internacional, no es una moneda. Está valuado en las 5 monedas más fuertes: dólares estadounidenses, euro, libra esterlina, yenes japoneses y renminbi chino. La tasa de intercambio era 1 SDR = 1 USD. (International Monetary Fund n.d.)

Indonesia, Malasia y Tailandia. A principio de los 90s, la región asiática atrajo mucho capital internacional ya que los mercados y sistemas financieros lucían fuertes. El primer síntoma de esta crisis fue el desplome de las monedas. Por ejemplo, se apreció el dólar estadounidense frente al yen y el yuan chino se devaluó en 1994. Entonces cuando estalló la crisis en Tailandia, se comenzaron a observar las fallas en el sistema financiero, los altos déficits fiscales y la poca cantidad de reservas internacionales de dichos países. Como consecuencia de esta situación, se produjo una fuga de capitales en la región por parte de los acreedores (en inglés, fly to quality). La solución que encontraron los países fue una suba de tasas de interés de corto plazo para estabilizar la moneda y luego de algunas semanas volver a bajarla a niveles previos a la crisis. (LC/G.2026(SES.27/23) 1998, 9-10)

En 1996, la región asiática (con Japón incluido) representaba el 22% del comercio mundial. Esta crisis afectó a América Latina por canales comerciales reduciendo la demanda en los productos importados provenientes de estos países generando una sobreoferta y una caída de los precios sobre todo de productos agrícolas (LC/G.2026(SES.27/23) 1998, 17). Por el lado del canal financiero, el primer semestre del año 1997 hubo un ingreso de capitales en Latinoamérica por la reducción de los márgenes en los Eurobonos y los Bonos Brady. Luego, cuando comenzó el deterioro de las condiciones en el comercio internacional, los flujos privados de capital migraron a países desarrollados para evitar la incertidumbre que presentaban los mercados emergentes. Esto derivó en un deterioro de las reservas internacionales causando conflictos en el repago de la deuda externa y en la caída de las bolsas latinoamericanas. Para emitir bonos soberanos, los países tenían que hacerlo a tasas muy altas por el riesgo que tenían. (Gillén 1999, 1-3)

En agosto del año 1998 estalló una crisis económica en Rusia que fue llamada “Efecto Vodka”. La economía rusa, con tipo de cambio fijo entre el rublo y el dólar, dependía en un 80% de las exportaciones de commodities como petróleo, gas natural, metales y madera. Como consecuencia de la crisis asiática y el deterioro del comercio exterior producto de la caída de los precios, las exportaciones disminuyeron considerablemente produciendo un aumento del déficit y de la deuda del país. Sumado a esto, el sistema impositivo ruso establecía un sistema muy beneficioso para las empresas por lo que el gobierno no tenía fuentes de recaudación. Para afrontar esta situación, el gobierno aumentó la rentabilidad de los bonos cortos (GKO) y recibió un préstamo de 22.600 millones de dólares de parte del FMI y Banco Mundial. El 17 de agosto de 1998, Rusia entró en default de la deuda y su moneda, el rublo, sufrió una devaluación significativa (As.com 2022). Esta crisis tuvo un efecto devastador en los mercados emergentes, reduciendo el flujo de capitales privados y generando el desplome de la bolsa de valores argentina (Gillén 1999, 1-3).

Para terminar la década del 90, en enero del año 1999 se desencadenó una crisis en Brasil (“Efecto Caipirinha”) que comenzó cuando el presidente Fernando Henrique Cardoso llevó a cabo un plan de estabilización para anclar el real al dólar llamado “Plan Real”. Esto permitió reducir la inflación y el precio de las importaciones, aunque estimuló al déficit de la balanza en cuenta corriente y el endeudamiento externo e interno. Con la caída de flujos externos como consecuencia de la crisis asiática, se evidenció la política monetaria llevada a cabo por el “Plan Real” y el sobreendeudamiento del país. Para resolver esto, en el último trimestre del año 1997, se tomaron medidas de restricción de política monetaria al subir la tasa de interés al 40% y endurecer la política fiscal generando un efecto recesivo. Los efectos colaterales de la crisis rusa en agosto del año 1998 generaron que las reservas internacionales brasileras se desplomaran, el principal papel brasilerero C-Bond disminuyó un 20% su valor y el índice Bovespa se derrumbó un 41%. Con el fin de evitar la fuga de capitales, el gobierno tomó medidas de endurecimiento de política monetaria sin poder lograr el objetivo. Por eso, el presidente brasilerero negoció con el FMI un programa de ayuda financiera de 41.000 millones de dólares. En enero del año 1999, Brasil entró en default del pago de la deuda del gobierno federal. Por eso tuvieron que adoptar sistema de tipo de cambio flexible generando una devaluación el Real del 57% en tan solo 3 meses. (Gillén 1999, 4-7)

Argentina fue uno de los países latinoamericanos más afectados por esta última crisis mencionada. La devaluación del real afectó de forma directa el comercio entre estos dos países en el año 1999. Un tercio de las exportaciones argentinas se realizaban a Brasil, quien, con motivo del Mercosur, era su principal socio

comercial, y éstas disminuyeron en 30%, mientras que las importaciones argentinas provenientes de su país hermano cayeron un 20%. Esta situación generó tensiones entre los países miembros del Mercosur (Argentina, Brasil, Uruguay y Paraguay). En esta situación, la inflación no solo se mantuvo bajo control, sino que llegó a generarse un efecto deflacionario del 1% por la disminución significativa en el comercio exterior. Argentina pudo financiar el déficit externo por el ingreso extraordinario de la privatización de YPF por la venta de dicha empresa a la española Repsol, y por el préstamo de 2.800 millones de dólares del FMI. (Gillén 1999, 6)

En la siguiente tabla se puede observar la composición de la deuda al 31 de diciembre del año 1999. Por otro lado, en el Anexo 1 se encuentra la lista completa de títulos públicos que había emitido el gobierno nacional a la misma fecha.

Composición por tipo de tasa de interés		
Deuda Bruta del Sector Público Nacional al 31/12/1999		
Tipo de tasa	Millones de dólares	Porcentaje del total
Tasa Fija	69,164	56.75%
Tasa Variable	52,713	43.25%
	Libor	28,221
	Plazo fijo - ENCUESTA BCRA	7,187
	Caja de Ahorro en Pesos	6,301
	FMI	4,472
	Otras	6,532
	BID	4,124
	Tasa Badlar	286
	Diversas	2,122
Total Deuda Bruta	121,877	

(Fuente: Elaboración propia con información obtenida de <https://www.economia.gob.ar/onp/documentos/boletin/4totrim99/4totrim99.pdf> página 61)

Marco teórico

Estallido económico del año 2001 hasta la asunción de Néstor Kirchner en el año 2003

Al finalizar el mandato de Carlos Menem, el 10 de diciembre del año 1999 asumió a la presidencia de la República Argentina Fernando De La Rúa, quien gobierna hasta el 20 de diciembre del año 2001 cuando estalla una muy fuerte crisis económica en el país. En materia económica, De La Rúa recibe un país con una economía debilitada golpeado por la crisis asiática, rusa y brasilera y el Plan de Convertibilidad activo. Además, había una elevada tasa de desempleo de alrededor del 15% (Infobae 2018), déficit del 4.4% del PBI real comparado al año anterior, déficit del 4.4% de la cuenta corriente, una deuda externa mayor a 140.000 millones de dólares y reservas internacionales bajas en niveles de 14.000 millones de dólares (IMF 2003, 18). A pesar de todos los indicadores negativos sociales y económicos que se evidenciaban, el Fondo Monetario Internacional, bancos de inversión, reconocidos economistas y otras organizaciones internacionales creían en el Plan de Convertibilidad y tomaban al país como un ejemplo de progreso. (Levey, Ozarow and Wylde 2015, 23)

El 6 de octubre del año 2000 el vicepresidente Carlos “Chacho” Álvarez junto a otros ministros, tomaron la decisión de renunciar a su cargo criticando al presidente que no había tomado las medidas necesarias con

respecto de los sobornos en el Congreso para que se aprobase la ley de Reforma Laboral (Galiani, Heymann and Tomassi 2003). Esta situación debilitó sustancialmente al gobierno causando la fragmentación de la Alianza³ que se acordó entre los partidos Unión Cívica Radical y Frepaso, que, además, no contaba con la mayoría en el Congreso. En ese marco, el presidente inició las negociaciones pertinentes con el objetivo de obtener el apoyo del Fondo Monetario Internacional para obtener los fondos con el fin de fortalecer la economía. Este debilitamiento comenzó a causar dudas y desconfianza sobre la situación económica Argentina, sumado a que en el primer trimestre del año 2001 no se lograron cumplir con las metas que solicitaba el Fondo Monetario Internacional para que se produjera el desembolso. (Levey, Ozarow and Wylde 2015, 23-25)

A finales del año 2000, Argentina obtiene un nuevo préstamo denominado “blindaje financiero” el cual consistía en el ingreso al país de 39.700 millones de fondos externos para pagar los vencimientos de capital e intereses de la deuda que se vencían en los años 2001 y 2002. Dicho apoyo financiero no resultaba en una solución global y definitiva a los problemas que presentaba Argentina, si no que era un roll over de los pagos. Algunos de los organismos internacionales que participaron en este evento fueron el BID, Banco Mundial, gobierno de España y el Fondo Monetario Internacional. En esta ocasión, este último mencionado le brindó al país 13.700 millones de dólares de los cuales 6.700 millones ya habían sido comprometidos con anterioridad. (Barrera n.d., 5)

Desde el 5 de marzo del año 2001 hasta el 20 de marzo del mismo año, asumió Ricardo López Murphy como ministro de Economía y de Producción, quien quería aplicar una política de reducción del gasto público con un recorte del presupuesto de 1.962 millones de pesos para el año 2001, 2.485 millones de pesos para el año 2002, aplicando dentro de dichas reducciones 360 millones de pesos para la educación pública (Lanata 2003, 635). Como consecuencia de estas medidas, se generó descontento, y, por consiguiente, reacción de los actores sociales. Luego de este corto período de 15 días, asumió nuevamente como ministro de Economía y Producción Domingo Cavallo (Lanata 2003, 635). En julio de ese mismo año, se llevó a cabo el “*Plan de Reestructuración de la Deuda*”⁴ o “*Mega canje*” el cual consistía en posponer la mitad de los intereses y la amortización de pagos de la deuda provincial y soberana por 3 años (D. Cavallo 2002, 2). Esta medida implicó la emisión de cinco bonos nuevos de los cuales uno solo fue emitido en pesos llamado Global 2008 con vencimiento en el año 2008 y equivalente a 931 millones de dólares. El resto de los bonos tenían vencimientos en los años 2006, 2008, 2018 y 2031. El título con vencimiento en el año 2008 pagaba un cupón del 7% anual entre los años 2001 y 2004 y luego el mismo ascendía a 15,5% anual hasta su vencimiento. Esta medida económica tampoco daba una solución estable al problema del país ya que para el año 2031 se calculaban un total de 52,171 millones de dólares entre capital e intereses a pagar (Barrera n.d., 6). Entonces, toda esta estructuración fue buscar una solución para atrasar el problema del pago de la deuda sin atacar a la fuente de origen de la generación de dicha deuda que es el financiamiento de las cuentas públicas.

³ “La Alianza para el Trabajo, la Justicia y la Educación (conocida como “la Alianza”, - un vehículo electoral de composición heterogénea que aglutinaba a la Unión Cívica Radical (UCR) y al Frente País Solidario (FrePaSo), el cual era una aglutinación de fuerzas progresistas.” (Levey, Ozarow and Wylde 2015) (Levey, Ozarow and Wylde 2015, 24)

⁴ El Plan de Reestructuración de deuda constaba de 2 etapas: “Primero: ofrecimos a todos los acreedores canjear sus viejos bonos por préstamos al Gobierno Nacional garantizados por la recaudación. Los préstamos pagarían una tasa de interés de hasta un 7% anual y nunca por encima de 300 puntos básicos sobre las Letras del Tesoro de los Estados Unidos. La amortización de estos préstamos comenzaría en el 2005. Segundo: ofreceríamos un canje alternativo de los viejos bonos por nuevos bonos sin garantía, pero aceptando la jurisdicción extranjera, en contraste con la jurisdicción local de los préstamos garantizados. Las tasas de interés serían de 200 puntos básicos más bajos que los préstamos, teniendo en cuenta la mayor liquidez de los bonos con jurisdicción extranjera comparada con los préstamos locales.” (D. Cavallo 2002, 3)

Para mantener el presupuesto equilibrado y lograr la aprobación de un nuevo préstamo de 3.000 millones de dólares por parte del Fondo Monetario Internacional se sancionó el 31 de julio del año 2001 la “Ley de Déficit Cero” que implicaba la reducción drástica del gasto público. Una de las medidas tomadas fue el recorte de 13% de los salarios, jubilaciones y pensiones para aquellas que sean superiores a 500 pesos (Lanata 2003, 635). En el mercado financiero, para septiembre del año 2001 se observaron spreads de 1500 puntos básicos (15%) de los bonos argentinos. Sin embargo, para diciembre, con el aumento de la desconfianza y las probabilidades de un default los spreads aumentaron a 4400 puntos básicos (44%), llegando a máximos de 5400 puntos básicos (54%). (Ministerio de Economía 2002, 7)

Como consecuencia de la gran cantidad de gasto público que el gobierno no estaba pudiendo reducir, decidieron sancionar otro canje que fue dividido en dos etapas. El 15 de diciembre del año 2001 terminó la primera etapa del canje dando como resultado la reducción de 4.000 millones de dólares de costo de intereses y logrando el canje de 55.000 millones de dólares, que incluían la mayoría de la deuda provincial (D. Cavallo 2002, 3-4). La segunda etapa del canje era más complicada de realizarse ya que había que respetar la jurisdicción en la cual los bonos fueron emitidos, y, por lo tanto, se estimaba completar esta etapa de sesenta a noventa días después (Ministerio de Economía 2002, 8). Como consecuencia de ello, los bancos acreedores de las provincias se estaban volviendo ilíquidos debido a que se comenzó a retirar los depósitos de los bancos por la crisis de confianza que comenzó a generarse (D. Cavallo 2002, 3-4). En adición a lo mencionado, al gobierno le resultaba muy difícil tomar nueva deuda por las altas tasas de interés que los acreedores aplicaban por el aumento del riesgo país (Cané 2021, 63). El 1 de diciembre de ese año se dio lugar al hecho conocido como “corralito” (Lanata 2003, 637) que implicó:

- “1- Imposibilidad de retirar más de 250 pesos o dólares en efectivo, por semana, de las cuentas bancarias. La restricción sería levantada en 90 días.
- 2- Las extracciones se realizarán en pesos o dólares y los bancos no podrán cobrar comisión.
- 3- No habrá restricción a los movimientos de fondos entre cuentas bancarias.
- 4- Prohibición de realizar transferencias al exterior.” (Lanata 2003, 638)

Estas medidas no se encontraban dentro del programa que el Fondo Monetario Internacional estaba exigiendo. Adicionalmente, la política de déficit fiscal cero no tuvo éxito ya que la recaudación impositiva fue disminuyendo. Por lo tanto, Argentina se quedó sin recibir un préstamo ya previsto de 1.260 millones de dólares por parte del FMI (Ministerio de Economía 2002, 21). Esta situación generó caos social, huelgas, saqueos en las tiendas y supermercados, enfrentamiento con la policía. Incluso el presidente tuvo que tomar la decisión de aplicar estado de sitio para que durante las noches no haya saqueos ni violencia en las calles del país. El día 19 de diciembre a la noche comenzó una marcha hacia la Plaza de Mayo donde la población estaba manifestando su descontento. Era tal la violencia y gravedad del caos social en las calles de todo el país, así como la debilidad del gobierno, que el presidente Fernando De La Rúa tomó la decisión de terminar su mandato después de dos años, teniendo que salir de la Casa Rosada en helicóptero, situación que representó el fracaso de su gestión y la desconfianza que se tenía en su gobierno para la implementación de medidas para corregir la situación. (Lanata 2003, 637-639)

A partir de ese momento y por los próximos días, se produjo una pasarela de presidentes. El 21 de diciembre del año 2001, el titular del Senado Ramón Puerta asume al mandato durante dos días. El 23 de diciembre del mismo año la asamblea Legislativa nombra al gobernador de San Luis, Adolfo Rodríguez Saá, como presidente del país por un tiempo máximo de noventa días (Cané 2021, 60). Era de tal gravedad la situación económica, política y social que éste último declara el incumplimiento del pago de la deuda externa de 144.452 millones de dólares (equivalente al 54% del PBI) (Cronista.com 2004) con un discurso el cual hacía hincapié en que primero tenían que poder comprar los alimentos básicos la sociedad argentina, lo que produjo la situación de generar aplausos en el Congreso. Parecía que este nuevo modelo propuesto iba a ayudar a salir al país de la crisis en la cual estaba, aunque el Plan de Convertibilidad hacía dificultoso el cambio de modelo económico. Por último, el 31 de diciembre renuncia Rodríguez Saá a su mandato y el 1

de enero del año 2002 asume como presidente electo por la Asamblea Legislativa Eduardo Duhalde quien se suponía que debía terminar el mandato hasta las próximas elecciones en diciembre del año 2003. (Cané 2021, 60)

El 7 de enero del año 2002, el nuevo gobierno toma la decisión de llevar a cabo la primera medida económica: la salida del Plan de Convertibilidad, es decir, Argentina pasó de tener un tipo de cambio flexible abandonando la paridad de uno a uno. Mantener un tipo de cambio fijo se volvía cada vez más costoso porque requería un ajuste deflacionario. Las reservas internacionales eran cada vez más escasas y en la parte fiscal, los intereses de la deuda comenzaron a ponderar cada vez más fuerte en el déficit sumado a la reducción en la recaudación impositiva, generando un deterioro en las cuentas del Sector Público Nacional y de las provincias. (Ministerio de Economía 2002, 9)

Al principio, las operaciones de comercio exterior, al igual que los depósitos en dólares, se operaban con un dólar de \$1,40, mientras que el resto de las operaciones se operaban con un dólar libre. El 3 de febrero de este mismo año, se tomó la decisión de pesificar la economía. Las deudas que fueron tomadas en dólares se convierten a pesos a un tipo de cambio de uno a uno, pero su valor se actualizaría con el índice *CER* (Coeficiente de Estabilización de Referencia)⁵, que este a la vez se iría actualizando con el índice de precios al consumidor. En ese momento, se había fijado en 4% (Ministerio de Economía 2002, 12).

Esta medida generó protestas frente a los bancos de gran cantidad de personas exigiendo la devolución de sus depósitos en la moneda original. Por otro lado, también generó una disminución significativa en el valor de las propiedades (Ministerio de Economía 2002, 157) y una parálisis de la actividad económica por lo menos durante el primer trimestre hasta que comenzó la normalización económica. Adicionalmente, se produjeron gran cantidad de pedidos de medidas cautelares para que los bancos devolvieran los depósitos en dólares billete. En materia económica, una significativa devaluación, llevando al peso argentino a casi 1.40\$ por cada dólar estadounidense (Ministerio de Economía 2002, 7-11).

Como se explica con mayor detalle más adelante, el Gobierno Nacional emitió bonos en dólares y pesos en caso de que voluntariamente los depositantes prefieran adquirir títulos públicos como forma de ahorro. En dólares se emitieron dos bonos con plazo de vencimiento a 10 años y en pesos se emitió un bono con vencimiento a 5 años. Uno de estos bonos pagaba cupón del 2% anual semestralmente y amortizaba capital en ocho cuotas a partir del segundo año. El otro, pagaba cupón con referencia a la tasa de interés *LIBOR* más 1% anual, con amortización *bullet* de capital más intereses. El bono de pesos pagaba un cupón con referencia a la tasa de interés *CER* más 3% anual, con amortización de capital más intereses trimestrales a partir del primer año. (Ministerio de Economía 2002, 13)

Mientras Argentina sufría la crisis mencionada, el contexto internacional tiene las siguientes características, en la segunda mitad del año 2001, Estados Unidos sufre una leve recesión de la cual se recupera como consecuencia del crecimiento en los sectores inmobiliarios y de consumo masivo. Además, la Reserva Federal (FED) baja la tasa de interés de corto plazo desde 6,5% hasta 1,75% para llevar a cabo una política económica expansiva, y, de ese modo, reactivar la economía. Esta misma medida también fue aplicada por Europa y Japón con el fin de inyectar liquidez en sus respectivas economías. Como resultado, se observó la recuperación de todas las bolsas del mundo tomando como referencia el índice Dow Jones. (Ministerio de Economía 2002, 176)

Una manera de observar como la sociedad va captando las fluctuaciones económicas es estudiado y analizando el movimiento en los precios de distintos activos que podrían considerarse como una alternativa de ahorro e inversión. En este caso, vamos a analizar los movimientos en el precio del Índice Merval el cual

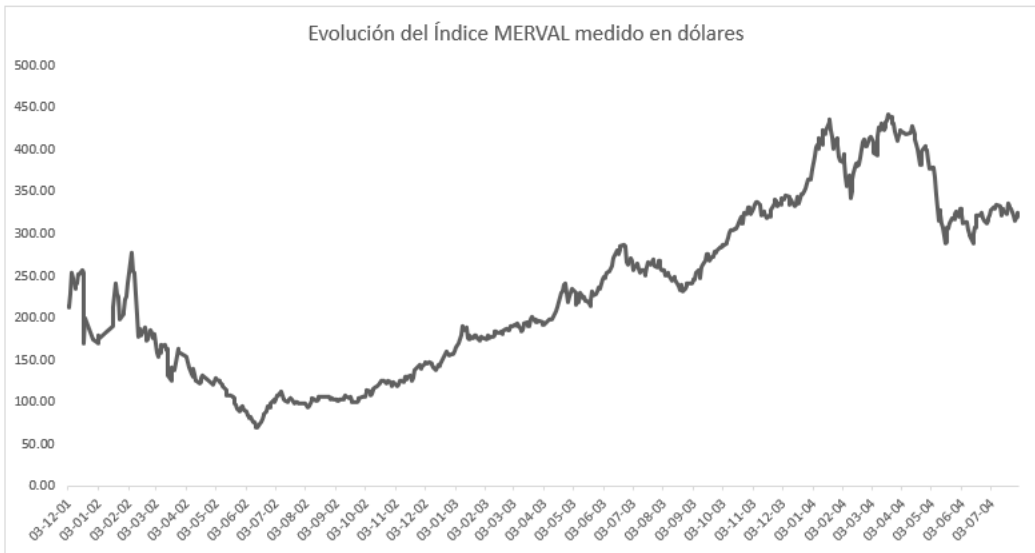
⁵ “El Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) está compuesto por la tasa de variación diaria obtenida de la evolución mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) publicado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos.” (Ministerio de Economía 2003, 166)

incluye la cotización de las principales empresas del país (elcronista.com 2021). Tal como se puede ver en el gráfico 2, entre finales del año 2000 y comienzos del año 2001 este índice rondaba los 420 puntos. Después de la obtención del crédito llamado “blindaje financiero” este índice llegó a los 480 puntos, aunque al poco tiempo volvió a tomar una tendencia a la baja ya que los conflictos económicos, sociales y políticos iban en aumento. Durante la primera mitad del segundo trimestre del año 2001 hasta la sanción de la Ley de Déficit Cero, el índice se mantuvo estable en 435. A partir de este momento, se empezaron a observar las altas chances de que el Fondo Monetario Internacional no acepte desembolsar el préstamo que había acordado con el gobierno. Como consecuencia, se comenzó a producir salida de depósitos y fuga de capitales. Por lo tanto, en este contexto el Índice Merval se desplomó hasta los 320 puntos llegando al mínimo de 200 puntos a fines de ese año. (Ministerio de Economía 2002, 182)

A comienzos del año 2002 cuando el mercado empezó a asimilar una futura devaluación del tipo de cambio abandonando el Plan de Convertibilidad, este índice comenzó a tener una tendencia alcista (Ministerio de Economía 2002, 182). La depreciación del peso argentino traía como consecuencia el aumento de la producción interna y de la cantidad de productos exportados (Cheresky 2004, 2). En marzo del 2002 llegó a 430 puntos en pesos o 175 puntos en dólares y luego durante el primer semestre absorbió la tendencia bajista y de alta incertidumbre del mercado (Ministerio de Economía 2002, 182). Como consecuencia de la recesión del primer semestre del 2002, en junio el Merval llegó a su mínimo de 80 y en paralelo el dólar llegó a su máxima desvalorización, llegando a que 4 pesos argentinos equivalgan a 1 dólar (Ver gráfico 3: Evolución del tipo de cambio). Ya para el tercer trimestre, el valor del peso se estabilizó con respecto al dólar estadounidense y, por lo tanto, este índice comenzó su incremento llegando a 108 puntos en septiembre y finalizando el año con 150 puntos. (Ministerio de Economía 2003, 174)

A partir del año 2003 la economía comienza a recuperarse, se puede notar una reactivación de la actividad, disminución de las tasas de interés y las empresas tanto exportadoras como nacionales comienzan a tener resultados positivos. Adicionalmente, la confianza, estabilidad y expectativas positivas en los mercados aumentaron notablemente por el cambio de gobierno en mayo de dicho año y además por las favorables negociaciones y diálogos con los organismos internacionales. Además, el peso argentino se estabilizó con respecto al dólar estadounidense. Como consecuencia de todo esto, el índice del Merval comenzó su tendencia alcista. Para junio de este año había alcanzado los 280 puntos medido en dólares y para diciembre llegó a los 350 puntos. Esta tendencia continuó durante el año 2004 alcanzando los 430 puntos en marzo. (Ministerio de Economía 2004, 175). Todo esto se puede observar en los gráficos, los máximos en el tipo de cambio coinciden con los mínimos del Merval.

Gráfico 2



Fuente: Elaboración propia con datos sacados de <https://es.investing.com/indices/merv-historical-data>

Gráfico 3



Fuente: Elaboración propia con datos sacados del BCRA.

Otra forma de ver como los inversores privados y públicos tanto externos como locales absorbían las diferentes medidas económicas tomadas en cada instancia de los gobiernos es viendo la evolución del precio de la deuda soberana. Cuanto más riesgo los inversores ponderan, mayor va a ser el spread entre los bonos soberanos y los bonos libre de riesgo del tesoro americano. Cuanto mayor probabilidad de default hay en una inversión, es decir, a mayor riesgo, mayor debe ser el rendimiento que deja esa inversión. Por lo tanto, a mayor rendimiento menor es el precio del bono, ya que, estas dos variables están inversamente relacionadas. En el último trimestre del año 2001, el indicador EMBI Argentina según J.P. Morgan pasó de 1500 puntos básicos a estar en 1800 puntos básicos en octubre, 2700 puntos básicos en noviembre y 4400 puntos básicos en diciembre. Este indicador refleja el riesgo país, cuanto más alto se está reflejando el aumento de la posibilidad de que ocurra un próximo default de la deuda soberana. En este contexto, el

Estado estaba negociando un canje para futuros pagos de dicha deuda junto con la medida de la inmovilización de depósitos para frenar la fuga de los bancos, y, por consiguiente, la quiebra del sistema. (Ministerio de Economía 2002, 182-185)

En el siguiente gráfico se puede observar la comparación de la evolución del precio del Global 8,375% 2003 (emitido el 20 de diciembre del año 1993), del Global 11,375% 2017 (emitido el 30 de enero del año 1997) y del Global 9,75% 2027 (emitido el 19 de septiembre del año 1997). Durante el año 2000 la tendencia fue estable, todavía el mercado no asumía la crisis que se estaba asomando. Luego durante el año 2001, los tres bonos comenzaron a tener una tendencia a la baja ponderando cada vez un mayor riesgo de default. Finalmente, ya en el año 2002 cuando se declara una futura negociación de los bonos, éstos comienzan a estabilizarse, pero bajando a un mínimo de aproximadamente 20 dólares ya que los inversores que los tenían en sus carteras contaban con un mayor riesgo.

Gráfico 4



Fuente: Elaboración propia con datos sacados de Bloomberg.

En el mercado internacional, la colocación de deuda soberana durante el año 2001 fue la máxima de la Argentina hasta ese momento, ascendiendo a 32.519 millones de dólares de los cuales 29.000 millones de dólares era de la mega operación del canje (Ministerio de Economía 2002, 185-186) (en el gráfico 5 se puede observar la evolución de la deuda soberana argentina desde el año 1994 hasta el año 2001). Demostrando directamente la necesidad de financiamiento que tenía el país para poder afrontar todos los gastos de corto plazo ya que la fuga de capitales que tuvo lugar los años previos con las diferentes crisis internacionales ya descritas se hizo notar. Debido al altísimo riesgo soberano que presentaba Argentina, durante el segundo semestre del año 2001 y el primero del año 2002 no se colocó más deuda en los mercados internacionales ya que el país tenía prohibida la toma voluntaria de deuda soberana con organismos del exterior. Además, para los inversores locales en febrero del año 2002 se convirtió la deuda en dólares a pesos con un tipo de cambio de 1,40 pesos por dólar estadounidense más el coeficiente del índice CER (Ministerio de Economía 2003, 166-176). Esto causó que el precio de los bonos soberanos continúe cayendo y en contraste el riesgo país siga subiendo, llegando a un nivel promedio mayor a 4.400 puntos básicos. En este contexto de altísimo riesgo soberano, fuga de depósitos de los bancos y de capitales del país, caos social, contracción de la actividad trajo como consecuencia que el primer trimestre del año 2002 el PBI disminuyera un 16,3%.

Gráfico 5



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del Informe Económico 2001, página 186.

En junio del año 2002 con el objetivo de que la gente pudiera recuperar sus ahorros tanto en pesos como en dólares de los bancos, se implementó un canje por los BODEN (Bonos del Estado) con vencimiento en los años 2005 y 2012 en dólares y en 2007 en pesos. Los dueños de los depósitos en pesos podrían recibir el 100% de su valor en el BODEN 2007, “con amortización en 8 cuotas semestrales, iguales y consecutivas equivalentes cada una al 12,50% del monto emitido, venciendo la primera de ellas el 3 de agosto de 2003” (Ministerio de Economía 2002, 12). También devenga intereses atados al índice CER más 2% de tasa anual pagados semestralmente. Para continuar, los dueños de los depósitos originales en dólares podrán canjear sus depósitos por el BODEN 2012 recibiendo 140 pesos argentinos por cada 100 dólares de valor nominal. Este bono tiene “amortización en 8 cuotas semestrales, iguales y consecutivas equivalentes cada una al 12,50% del monto emitido, venciendo la primera de ellas el 3 de agosto de 2005” (Ministerio de Economía 2002, 12), con interés indexado a la tasa LIBOR⁶ pagado semestralmente. Finalmente, quienes podían canjear sus depósitos por el BODEN 2005 eran aquellas “personas físicas con más de 75 años, que los hubieran recibido en concepto de pagos de indemnizaciones laborales, o cuya vida, salud o integridad física estuvieran en riesgo” (Ministerio de Economía 2002, 13) recibiendo al igual que el bono anterior 140 pesos cada 100 dólares de valor nominal. El BODEN 2005 tenía una amortización que constaba en 3 cuotas anuales (las primeras dos del 30% del valor y la última del 40% restante) con el primer vencimiento el 3 de mayo del año 2003 y con intereses indexados a la tasa LIBOR pagado semestralmente. (Ministerio de Economía 2002, 11-13)

Desde la salida del Plan de Convertibilidad hasta este mencionado canje en el mes de junio de 2002, el peso argentino había sufrido una devaluación del 70% y el índice del EMBI argentino había llegado a los 7000 puntos básicos. El aumento del riesgo soberano ocurrió dada la dificultad en la negociación con los organismos internacionales para que otorguen al país créditos voluntariamente (Ministerio de Economía 2002, 11-12). En este contexto, durante el año 2002, Argentina tuvo que abonar en concepto de intereses de la deuda aproximadamente 5.000 millones de dólares a los organismos internacionales. Luego, en el segundo semestre de ese mismo año, la situación macroeconómica comenzó a estabilizarse. El tipo de cambio comenzó su tendencia bajista, los depósitos bancarios privados dejaron de caer y en agosto comenzaron a tener una tendencia a la suba el incremento de las acciones bancarias, generando el comienzo

⁶ “La Libor (London Interbank Offered Rate) es una tasa de interés determinada por las tasas que los bancos, que participan en el mercado de Londres, se ofrecen entre ellos para depósitos a corto plazo.” (Banco de la República de Colombia n.d.)

de la recuperación del Merval (Ministerio de Economía 2002, 162). A pesar de lo descripto, en el tercer trimestre de este año el riesgo país continuó su tendencia alcista debido a que la relaciones con los organismos internacionales seguía débil y sin rumbo.

En septiembre de 2002 comenzó la segunda fase del canje de depósitos emitiendo certificados bancarios llamados CEDROS y el BODEN 2013, ambas con plazo de vencimiento a 10 años. Estos dos instrumentos podían ser negociables en el mercado secundario de bonos. El total emitido en BODEN fue de aproximadamente 14.000 millones de dólares y el BODEN 2012 comenzó a cotizar con una paridad del 43% (Ministerio de Economía 2003, 161). En diciembre del año 2002 el Ministerio de Economía comenzó la búsqueda para la contratación de un asesor para la reestructuración y negociación de la deuda pública del Estado Nacional. El banco de inversión contratado fue Lazard Freres quien comenzó su labor en febrero del año 2003. El objetivo de esta medida era generar un horizonte financiero más confiable y generar una reestructuración certera y fiable de la deuda soberana. (Ministerio de Economía 2003, 177)

El 25 de mayo del año 2003 asume la Presidencia de la Nación Néstor Kirchner y continua en el ministerio de economía a Roberto Lavagna (Simonoff 2009, 82). El cambio de gobierno trajo más confianza y estabilidad generando expectativas económicas futuras positivas. También el contexto internacional colaboró en esta recuperación, ya que los términos de intercambio comenzaron a recuperarse (aumento del precio de los commodities agrícolas) y las tasas de intereses en sus niveles mínimos favorecieron al ingreso de capitales (Ministerio de Economía 2003, 138). A principios de este año, la situación financiera también comenzó a estabilizarse porque se liberaron los saldos a la vista de los bancos, parcialmente los controles cambiarios y los depósitos que fueron canjeados por los BODEN (Ministerio de Economía 2003, 139). Durante la primera mitad del año 2003, se emitieron los BODEN 2008 que estaban destinados a los jubilados y empleados del Estado Nacional quienes sufrieron un recorte del 13% de sus haberes (Ministerio de Economía 2003, 139).

El Banco Central de la República Argentina también cumplió un rol fundamental en este proceso de recuperación. Fue quien instrumentó la emisión de las LEBAC (letras de corto) a partir de mediados del año 2002 (Ministerio de Economía 2003, 151). De esta forma podía influenciar en la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo que los bancos ofrecían a sus clientes, con los objetivos de hacer atractiva la inversión en moneda local y, a su vez, absorber los pesos sobrantes del sistema, para que la inflación no acompañase la devaluación. (Ministerio de Economía 2003, 151)

En el primer trimestre del año 2003, el indicador EMBI argentina estaba en aproximadamente los 6.300 puntos básicos, niveles similares a los del último trimestre del año anterior. Luego para el segundo trimestre de ese mismo año, el riesgo país inició su baja yendo desde 5.500 punto básicos en abril hasta 4.500 puntos básicos en junio a pesar de que los bonos seguían en default. Además, los BODEN tenían un riesgo soberano de 800 puntos básicos implícito en su precio. Esto se dio principalmente por las expectativas positivas hacia el futuro que trajo el cambio de gobierno y porque las negociaciones con los organismos internacionales que durante el año 2002 no habían sido muy positivas, en el 2003 se pudieron empezar a establecer condiciones de pago futuras firmando el acuerdo de refinanciación firmado en septiembre (Ministerio de Economía 2003, 150). Además, las reservas internacionales aumentaron 3.000 millones de dólares hasta septiembre del año 2003. (Ministerio de Economía 2004, 151)

La deuda para reestructurar denominada, deuda elegible, estaba compuesta por los bonos emitidos antes del 31 de diciembre del 2001. Estos abarcaban 152 bonos (ver lista completa en Anexo 2⁷), emitidos en 7 monedas distintas y bajo 8 legislaciones diferentes. En total, esta deuda representaba el 53% de la deuda total argentina. La mitad de esta deuda estaba en dólares con legislación en Estados Unidos, un tercio en euros con legislaciones principalmente del Reino Unido y Alemania, y el resto fue pesificada (Ministerio de Economía 2003, 156). En la propuesta de canje había 3 tipos de bonos: “a) bonos par, sin reducción de

⁷ Ver lista de bonos en el Anexo 2

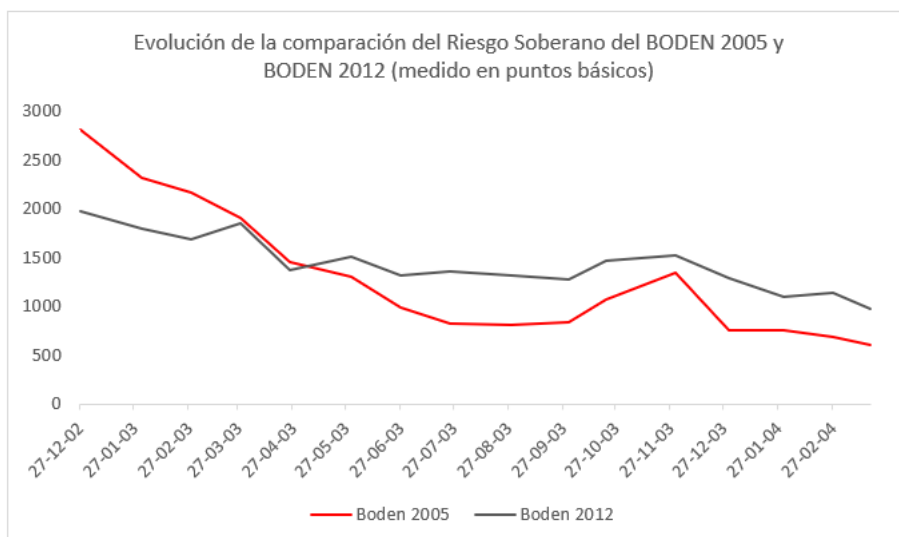
capital nominal o con una pequeña reducción pero que, comparativamente, ofrecen mayores plazos de amortización y una fuerte reducción de tasas de interés; b) bonos discount, con fuerte reducción de capital pero con mayores tasas de interés; c) un tercer tipo de bonos, con tasa de interés variable ligada al crecimiento de la economía” (Ministerio de Economía 2003, 157), teniendo como objetivo la reducción del 75% de la deuda.

A lo largo de todo el año 2003, se emitieron más LEBAC hasta llegar a la suma de 10.000 millones de dólares. Adicionalmente, se crearon las NOBAC que son las notas a largo plazo. Estos títulos tenían ajuste de capital por el índice CER y pagaban interés fijo, con un plazo de vencimiento de hasta 3 años. En esta instancia, la tasa de referencia del sistema monetario pasó a ser la NOBAC, incentivando a inversiones a mayores plazos porque la tasa de interés de las LEBAC disminuyó notablemente (Ministerio de Economía 2004, 152). Había dos tipos de NOBAC, las que ajustaban su capital al índice CER con una tasa de interés del 3% anual o las que no tenían ajuste de capital y tenían una tasa de interés del 8% anual. Ambos pagaban intereses semestrales y eran bullet, es decir, amortizaban el capital y los intereses al final del período de la Nota. Para que sea indiferente optar entre una NOBAC ajustada por CER más interés del 3% y una sin ajuste de capital más interés del 8%, implicaba que la tasa de inflación que el mercado estaba estimando sería para los próximos tres años de alrededor del 5%. (Ministerio de Economía 2004, 164)

Con respecto al riesgo país que había tocado su mínimo de 4.700 puntos básicos en junio del año 2003, durante septiembre del mismo año rebotó hasta los 5.800 puntos básicos después de conocerse la propuesta de reestructuración (Ministerio de Economía 2004, 161). Igualmente, muchos analistas sugirieron que, para tener un análisis más certero de la realidad, era conveniente estudiar el spread entre los títulos que pagan normalmente y los bonos del Tesoro de Estados Unidos que son libre de riesgo. Por este motivo, un buen indicador podría ser el riesgo país implícito en los BODEN que pagaban normalmente (Ministerio de Economía 2004, 161-162).

En el siguiente gráfico se observa la comparación de la evolución del riesgo soberano que tenían implícitamente los BODEN 2005 y 2012 en sus precios. Los BODEN 2012 presentaban una tendencia a la baja en cuanto al riesgo soberano. A principios del año 2003, tenían 1.900 puntos básicos de riesgo, mientras que a la finalización del año terminó con aproximadamente 1.300 puntos básicos, alcanzando los 1.000 puntos básicos en marzo del año 2004. Por otro lado, los BODEN 2005, 2007 y 2008 con vencimiento más corto tenían un menor riesgo de que el Estadio Nacional defaultee su pago con un spread de entre 700 y 800 puntos básicos, llegando a los 450 puntos básicos en marzo del año 2004. (Ministerio de Economía 2004, 163)

Gráfico 6



Fuente: Elaboración propia con datos sacados del Informe Económico año 2003, página 14 capítulo "Mercado de Capitales"

Durante el tercer trimestre del año 2003, se emitieron los BODEN 2013 en dólares para compensar a los ahorristas por los diversos canjes del año 2002. Este título público amortiza su capital en 8 cuotas de 12,5% a partir del 30 de abril del año 2006 (Rava Bursátil n.d.) y pagaba intereses ajustados a la tasa LIBOR con tope de 3% anual. A fin de dicho año, los BODEN 2013 cotizaban con una paridad del 59% (a diferencia de los BODEN 2012 que cotizaban con paridad del 64%). (Ministerio de Economía 2004, 180)

Finalmente, en marzo del año 2004 comenzaron las reuniones para establecer la reestructuración de la deuda que se encontraba en default. Por parte de los acreedores externos, los bancos Merrill Lynch Inc, Barclays Capital Inc y UBS Limited (Ministerio de Economía 2004, 179) fueron los encargados de negociar las condiciones de la reestructuración. Por otra parte, para los acreedores locales los bancos encargados fueron Banco Galicia y Buenos Aires, BBVA Francés y Banco de la Nación Argentina. Ambas partes tenían un contrato con una serie de condiciones para el pago de sus comisiones por los servicios prestados (Ministerio de Economía 2004, 179). Finalmente, después de un largo proceso de reuniones y negociaciones en febrero del año 2005, finalizó el período en el cual los tenedores de bonos podían canjear sus tenencias por la propuesta del gobierno. De un total de 81.836 millones de dólares de deuda elegible, el 76,15% o 62.318 millones de dólares fueron canjeados. De esta forma, Argentina deja de atrás la situación de default en la cual se encontraba (Ministerio de Economía 2005, 9).

Como consecuencia del éxito que tuvo la reestructuración de la deuda, se vieron notables mejoras en los principales ratios que hacen a la economía. Con el canje, la deuda pública paso a representar el 57% del PBI medida en valor presente. En el cuadro incluido a continuación se observa la mejora en los principales indicadores de solvencia y endeudamiento del país. Con respecto a los intereses de la deuda pública, pasaron de tomar una participación del 70% en el año 2001 del total de reservas internacionales, a solamente un 15% en abril del año 2005 y estos mismos pasaron a representar solamente un 2% del PBI. Además, pasaron de un 22% en el año 2001 a un 10% en año 2005 de representación en los servicios tributarios y con respecto a las exportaciones pasaron de un 38% a un 9%. Asimismo, el ratio de deuda pública sobre exportaciones disminuyó de un 544% a un 364%, y, en particular, la deuda pública en moneda extranjera cayó de un 527% a un 204%. Finalmente, el indicador más eficiente para medir esta exitosa reestructuración es que porcentaje de deuda total se transformó en deuda en pesos. En este caso era de un 3% en el año 2001, mientras que en el año 2005 llegó a ser del 37% del total de la deuda. (Ministerio de Economía 2005, 11)

Ratios de la deuda pública pre y post reestructuración

	Diciembre 2001	Abirl 2005
Servicios de intereses / Exportaciones	38%	9%
Servicios de Deuda Pública / Exportaciones	544%	364%
Stock de Deuda en Moneda Extranjera / Exportaciones	527%	204%
Servicios de Intereses / Reservas Internaciones Líquidas	70%	15%
Servicios de Intereses / Recursos Tributarios	22%	10%
Deuda en pesos / Deuda Total	3%	37%

Fuente: Elaboración propia con información obtenida del Informe Económico anual 2004 página 11

Los once bonos otorgados en el canje tenían como fecha de emisión el 31 de diciembre del año 2003. Los tenedores que aceptaron el canje recibirían un pago en efectivo, nuevos bonos y unidades vinculadas al PBI. La primera la recibieron los que optaron por bonos par y cuasi par en función de pago de intereses devengados y vencidos desde la fecha de emisión hasta la fecha de acreditación. Las unidades vinculadas al PBI que fueron otorgadas a los inversores que habían ingresado al canje representaban el mismo valor de la deuda elegible que fue canjeada (Ministerio de Economía 2005, 94-96). Los nuevos bonos que se emitieron para ser canjeados se encuentran detallados en la tabla a continuación. En el Anexo 3⁸ se encuentra la evolución de la deuda entre el año 1999 y el año 2005 detallada por tipo de tasa de interés. Se puede observar que, gracias al exitoso canje llevado a cabo en el corriente año, la deuda pública logró reducirse a 128.630 millones de dólares cuando en el año 2003 era de 178,821 millones de dólares y en el año 2004 era de 191,296 millones de dólares.

BONO	EMISIÓN (miles de millones de dólares)	DESCUENTO	CUPÓN ANNUAL	VENCIMIENTO	AMORTIZACIÓN (año de comienzo)	MONEDA	LEGISLACIÓN				
PAR	15	0%	Creciente (Step-up)	2038	2029	Amortización pagada semestralmente en marzo y septiembre. Último pago en diciembre del año 2038.		Dólares	Ley Argentina		
						Año	Cupón	Dólares	Ley NY		
						1-5	1.30%	Euro	Ley UK		
						6-15	2.50%				
16-15	3.80%	A partir del 26	5.30%								
DESCUENTO	18.5	66%	8.30%	2033	2024	Amortización pagada semestralmente.		Pesos	Ley Argentina		
						Año	Cash	Capit.	Yenes	Ley Japón	Vinculados al PBI
						1-5	4.00%	4.30%	Dólares	Ley NY	
						6-10	5.80%	2.50%	Dólares	Ley Argentina	
						11-30	8.30%	0.00%	Euros	Ley UK	
			Pesos	Ley Argentina							
CUASIPAR	24.3	30.10%	3.30%	2045	2036	Amortización pagada semestralmente. Capital se ajusta por el índice CER. El cupón se capitaliza por los primeros 10 años.		Pesos	Ley Argentina		

Fuente: Elaboración propia con información obtenida del Informe Económico anual 2004, página 95-96.

Como consecuencia de esta estrategia económica y esfuerzo por parte del gobierno de cumplir con el pago de la deuda del país, Argentina vuelve a ganar la confianza de los inversores. El riesgo país comienza con una dinámica descendente durante el año 2005 ya que la mayor parte de la deuda se logró pesificar sin tener que depender de que el país disponga de divisas internacionales para poder realizar el pago de sus obligaciones. También en el último mes de este año, el estado decidió realizar el pago de la deuda que el país tenía con el Fondo Monetario Internacional de 9.530 millones de dólares. Dicho pago se realizó a través de la modificación de la Ley N.º 23.928 y del Decreto Presidencial 1599/2005 el cual establecía la libre disponibilidad de reservas internacionales. Como consecuencia de este hecho, el Banco Central de la República Argentina perdió el 34% de las reservas internacionales. Por este motivo es que el riesgo país

⁸ Ver Anexo 3

aumentó durante este mes llegando a los 494 puntos. Dicha decisión se produjo debido a que el Gobierno Nacional no deseaba estar bajo las auditorías del Fondo Monetario Internacional. (Ministerio de Economía 2006, 90-98)

Para el año siguiente continuó la tendencia descendente alcanzando los 349 puntos. En este contexto y con un alto nivel de actividad, se consiguió financiamiento por 1.736 millones de dólares con nuevas emisiones de BODEN 2012, teniendo como principal inversor al Gobierno de Venezuela y al Banco Hipotecario. Adicionalmente, se emitieron un total de 1.500 millones de dólares de un nuevo bono llamado BONAR V, con fecha de vencimiento en el año 2011 y bullet, es decir, que la amortización del capital se realiza al final de la vida del bono. Tiene un rendimiento del 8.4% y la tasa de interés es fija del 7% y se pagaba anualmente. (Ministerio de Economía 2006, 90-98)

Continuando con esta dinámica positiva y con un favorable escenario internacional, el total de las colocaciones de títulos públicos durante todo el año 2006 fue de 5.365 millones de dólares. Con un riesgo país tan elevado como fue el de los años anteriores, los bonos emitidos tenían que presentar un sobre rendimiento como forma de compensación a los inversores. En contraste, durante el año 2006 el riesgo país continuó a la baja llegando a 223 puntos en diciembre y, por lo tanto, las emisiones podían presentar un menor riesgo para ser atractivas para los inversores. Sumado a este aspecto, durante ese mismo año, gracias a la mayor confianza depositada en el país por el correcto manejo del canje, se pudieron emitir bonos con fecha de madurez más larga. (Ministerio de Economía 2007, 65-68)

Si bien uno de los principales interesados en las emisiones era el Gobierno de Venezuela, los bonos argentinos volvieron a tener un alto interés de aceptación en los mercados. Durante el año 2005, se emitió el BODEN 2014 en pesos con un rendimiento anual del 5.66% más el índice CER. Por otra parte, el mismo año, pero se emitieron el BODEN 2012 y el BODEN 2015 en dólares con rendimientos anuales de 7.83% y 8.75%, respectivamente. Por último, en el año 2006 se colocaron BODEN 2012 en dólares directamente al Gobierno de Venezuela, así como también, el BONAR V y BONAR VII con rendimientos anuales de 8.26% y 8.22% respectivamente. (Ministerio de Economía 2007, 65-68)

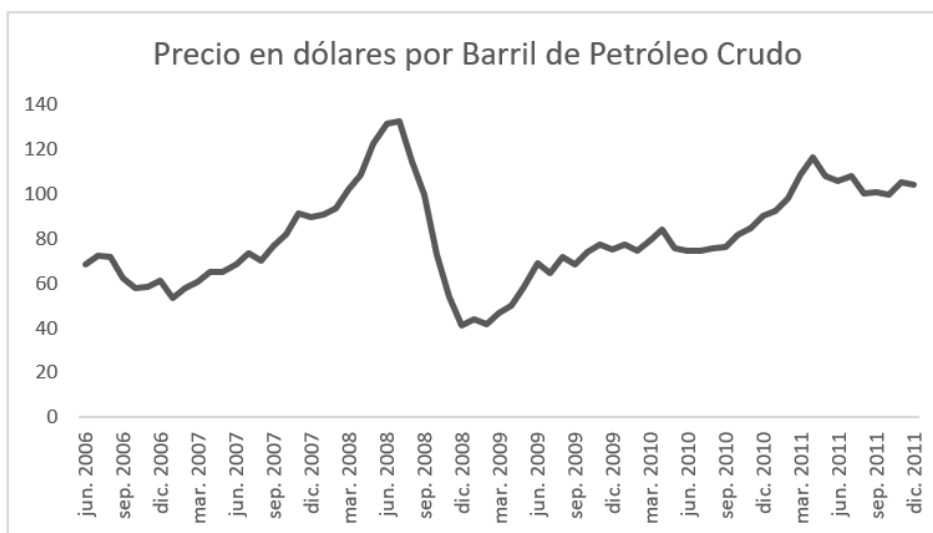
Por primera vez, llegado el año 2007 Argentina habría crecido a una tasa mayor al 4% por año durante 5 años consecutivos, en promedio la tasa de expansión del país era del 8.8% anual. Este ciclo de crecimiento muestra una tasa de crecimiento alta y con poca volatilidad. Como consecuencia, los ingresos per cápita crecieron un 44.2%. El contexto internacional colaboró con este sostenido crecimiento ya que no hubo grandes crisis hasta el momento. Adicionalmente durante todos estos años de recuperación, Argentina presentó en promedio un superávit primario del 3% del PBI y una cuenta corriente positiva del 4.8% del producto. También el tipo de cambio real era competitivo y estable, así como los términos de intercambio fueron uno de los mejores de la historia, con una cotización de la soja en más del 300% tomando desde diciembre de 2001 hasta junio de 2008 (The World Development Indicators (WDI) n.d.), brindando competitividad frente al comercio externo y certidumbre de la actividad especialmente con recuperación en las industrias del agro y la construcción. Como consecuencia del aumento de las exportaciones, las reservas internacionales aumentaron abruptamente llegando a los 50.000 millones de dólares en el año 2007. Para finalizar, el Banco Central volvió a ser prestamista de última instancia en caso de que algún banco comercial entrara en crisis y fuga de depósitos. (Subsecretaría de Programación Económica 2008, 13-14). Dicha función la había dejado de ejercer a fin del año 2001 con el comienzo del “corralito” (Cavallo and Cottani 1997, 7).

La Crisis Subprime

Durante el año 2007 la economía internacional se vio fuertemente afectada por el estallido de la Crisis Subprime en Estados Unidos. Desde el año 2004 el mundo estuvo en un proceso de expansión económica donde todo el exceso de liquidez fue para el sector inmobiliario, de renta variable y de commodities. Como

consecuencia de esta situación, hasta mediados del año 2006 estos sectores presentaron una fuerte suba en sus precios generando lo que se denomina una burbuja en sus valores (Subsecretaría de Programación Económica 2009, 20). En el siguiente gráfico se observa el movimiento del precio en dólares por barril de petróleo crudo. Durante el último trimestre del año 2007 los precios del commodity comienzan a subir hasta llegar a niveles máximos de casi 140 dólares por barril. La burbuja explota y los tenedores de este activo salen a vender sus tenencias generando un efecto del precio a la baja ya que no se encontraban posibles compradores que quieran amortiguar este golpe, y la recesión genera una menor demanda del hidrocarburo. Por lo tanto, en diciembre del año 2008 el precio del petróleo llega a niveles mínimos de 40 dólares por barril. Una vez que la macroeconomía mundial comienza a estabilizarse el precio vuelve a su tendencia alcista sin mostrar grandes picos que llamen la atención del mercado. (BCRA 2009, 69-70)

Gráfico 7



Fuente: Elaboración propia con información obtenida de

<https://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=petroleo-crudo&meses=240>

Las grandes entidades financieras de Estados Unidos habían estado emitiendo obligaciones hipotecarias llamadas Mortgage-backed Securities que tenían como subyacente a miles de hipotecas cuya calificación crediticia estaba sobrevaluada ya que eran de baja calidad, pero la valuación de dichas obligaciones estaban catalogadas como de grado de inversión debido a que se evaluaba que como dicho producto contenía una atomización significativa de hipotecas, consideraban que el riesgo de default era poco probable (Dodd 2007, 15-19). Cuando el mercado comenzó a darse cuenta de esta burbuja de precios, se desprenden inmediatamente de los activos, entrando las entidades en problemas de liquidez, ya que no pueden hacer frente a esta corrida, en adición, a la baja significativa y generalizada en los valores de los activos, dando origen a un proceso de recesión de la economía. Como consecuencia de dicha crisis, Estados Unidos entró en una fase recesiva afectando a la economía mundial, basado principalmente en la imposibilidad de las familias de pagar las hipotecas y a la baja significativa en el valor de las propiedades que hacía que el valor de la hipoteca sea superior al valor de la propiedad que garantizaba la deuda. El punto de inflexión fue el 15 de septiembre del año 2008, cuando el banco Lehman Brothers presenta su quiebra y todas las bolsas del mundo entraron en colapso. El índice Dow Jones cayó un 27% trimestralmente, el índice de commodities un 44% y el Case Shiller un 6% (Subsecretaría de Programación Económica 2009, 20-21).

La economía a nivel global se vio afectada con la producción industrial que decreció en 8% y el comercio internacional disminuyó un 10%, cuando los años anteriores ambas variables venían creciendo en un 7% anual. A pesar de que esta crisis tuvo su estallido en Estados Unidos de América, comenzó a afectar al resto

del mundo a través de dos canales. Por un lado, el canal financiero que tuvo pérdidas en el valor de los activos en todo el mundo. Como consecuencia, hubo una fuga del capital de los inversores hacia instrumentos de mayor calidad (en inglés, “fly to quality”) tal como eran los bonos del tesoro norteamericano (en inglés, US Treasuries) considerados libre de riesgo generando el aumento de los bonos de 700.000 millones de dólares en posesión de inversores alrededor del mundo. Esta situación implicó que la tendencia a la adquisición de activos libres de riesgo genera una demanda de dólares estadounidenses que genera una apreciación del dólar estadounidense frente a otras monedas de aproximadamente 4% durante el año 2008. En contraste, esta fuga al dólar estadounidense causó la depreciación de las distintas monedas, tales como el real en un 50%, el peso mexicano en un 39% y el rublo en un 15%. Por otro lado, el otro canal de propagación de la crisis fue el real. Desde este punto de vista, los distintos países se vieron afectados a través del comercio internacional, ya sea porque su economía depende en su mayoría de los flujos de las exportaciones o de los precios de los commodities. (Subsecretaría de Programación Económica 2009, 21)

A pesar de la golpeada situación internacional, Argentina pudo realizar emisiones de deuda por 5.581 millones de dólares en el año 2007 y también logró una extensión de los plazos de vencimiento pasando de cuatro años y medio a nueve años y medio el promedio de vencimiento de la deuda. Como el riesgo país resultó afectado, los rendimientos pasaron de 8.17% el año anterior a 9.1% en el presente año. Continuando con la tendencia de los últimos años, el 31% del total de la colocación fue absorbida por el Gobierno de Venezuela. Adicionalmente, se emitió el BONAR ARG V en pesos con vencimiento en el año 2012 que pagó un cupón del 10.5% anual (Subsecretaría de Programación Económica 2008, 71). En el medio de esta recuperación económica que presentaba Argentina, se termina el mandato de Néstor Kirchner y el 10 de diciembre del año 2007 asume como presidente su esposa, Cristina Fernández de Kirchner, quien en el año 2011 es reelecta y se queda en el gobierno hasta el 10 de diciembre del año 2015.

Durante el primer semestre del año 2008, el PBI se expandió un 7.5% interanual, continuó el superávit fiscal alcanzando el 3.2% del PBI y la cuenta corriente positiva aumentando un 45% y alcanzando un 2% del PBI. También el país continuó su camino de expansión económica, con una alta tasa de inversión que llegó al 23.4% interanual y el aumento de las exportaciones se incrementaron en un 50% anual. En contraste, Argentina presentó un aumento anual del 15.7% del Índice de Precios Internos Mayoristas. Además, el Índice de Costos de la Construcción incrementó un 18.5% anual y, por último, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró un aumento del 9.3% anual (Subsecretaría de Programación Económica 2008, 8). Dentro del sector industrial, los sectores Automotor, Metales Básicos y Metalmeccánica se expandieron un 6.3% interanual. Los sectores de servicios como el Comercio, el Transporte y la Intermediación Financiera aumentaron un 9% interanual. El saldo de reservas internacionales en el Banco Central en junio del año 2008 era de 47.500 millones de dólares y el tipo de cambio se apreció un 4.6%. (Subsecretaría de Programación Económica 2008, 7-8)

Con estos niveles fortalecidos localmente durante los primeros tres trimestres del año 2008, la Crisis Subprime no afectó significativamente a la economía local. El PBI se expandió un 6.7% anual, la inversión aumentó un 8.4% anual y las exportaciones un 12.1% anual en el tercer trimestre del año 2008. Tanto el sector industrial como los productores de servicios crecieron un 5.5% y un 7.5% anual respectivamente, disminuyendo aproximadamente 1% ambos con respecto al trimestre anterior. (Subsecretaría de Programación Económica 2009, 7-8)

En contraste en el último trimestre del año 2008, con la alta incertidumbre sobre los mercados bursátiles internacionales, el flujo de capitales tomó rumbo hacia los países desarrollados generando iliquidez en los mercados más débiles y una caída en el comercio internacional. Como consecuencia de ello, Argentina sufrió una caída en las exportaciones del 8.6% anual y una depreciación del tipo de cambio del 9% anual causando que el gobierno haga uso de las reservas internacionales para poder mantener este nivel de valor. (Subsecretaría de Programación Económica 2009, 11-12)

Con el fin de amortiguar los efectos de la económica internacional, en el primer trimestre del año 2009 los gastos primarios del Estado aumentaron un 28%. Esta situación se dio como consecuencia de las medidas tomadas por la presidente de brindar tanto planes sociales como apoyo económico a los sectores más vulnerables de la sociedad. Asimismo, otra medida que tomó el gobierno fue el aumento de las jubilaciones. En contraste a los aumentos de gastos descriptos, el ingreso del Estado no aumentó por el complicado escenario externo, causando que el superávit que venía creciendo en los últimos años empiece con un cambio de tendencia a la baja (Subsecretaría de Programación Económica 2009, 43). Durante este mismo período, el Tesoro emitió 2.594 millones de pesos del BONAR 2016 a un plazo de 7 años. También se realizó el canje de los préstamos garantizados por el BONAR 2014 que pagaba una TNA del 15.4% durante el primer año y después pasaba a pagar la tasa BADLAR más 2.75%. (Subsecretaría de Programación Económica 2009, 43)

En el segundo trimestre del año 2009, la economía mundial ya comenzó a recuperarse. Los principales índices bursátiles como el Dow Jones subieron, el precio de los commodities siguió esta misma tendencia, y las monedas se apreciaron. Además de estos indicios de recuperación, el comercio internacional que había estado afectado durante todo el año 2008, comenzó a crecer nuevamente (Subsecretaría de Programación Económica 2009, 9). Para financiarse, el Tesoro emitió un total de 10.040 millones de pesos de valor nominal de los cuales la emisión del BONAR 2016 fue por un total de 6.959 millones de pesos de valor nominal, 1.354 millones de pesos de valor nominal corresponden al BONAR 2014, 1.700 millones de pesos de valor nominal fueron colocados al Banco de la Nación Argentina y, por último, 27 millones se deben a una letra en pesos al Fondo Fiduciario para la Reconstrucción de Empresas (FERE). Adicionalmente, el Banco Central de la República Argentina realizó adelantos transitorios por 2.204 millones de dólares (Subsecretaría de Programación Económica 2009, 47).

Durante el mes de octubre del año 2009 Amado Boudou, mencionó en los medios de comunicación la reapertura del canje que se había iniciado en el año 2005 para aquellos tenedores de bonos que habían rechazado la primera oferta con el objetivo de que el país pueda retornar a los mercados de capitales internacionales (Smink 2009). Por este motivo, durante el último trimestre de este año se emitieron títulos públicos en moneda extranjera llamados BONAR X (Subsecretaría de Programación Económica 2010, 65). Este anuncio fue positivo para el indicador de riesgo país⁹ EMBI (en inglés, Emerging Market Bond Index) Argentina el cual fue elaborado por el banco JP Morgan. Este muestra el spread entre los activos del tesoro estadounidense que son considerados libres de riesgo y los bonos globales soberanos argentinos (Cronista.com 2022). Durante el tercer trimestre del 2009, este indicador se redujo 278 puntos básicos llegando a niveles menores a 800 causando un aumento de los precios de los bonos por el menor riesgo que asumirían los tenedores. Asimismo, el índice MERVAL aumentó un 29% siendo uno de los que mejor desempeño tuvo en el año. Esto se debe a que el anuncio del canje demostraba la buena predisposición que tenía Argentina en insertarse nuevamente en el mercado internacional y en pagar la deuda que hasta entonces se encontraba en default (BCRA 2009, 59-60). Sumado a esto, el Banco Central de la República Argentina finalizó el año 2009 con 47.967 millones de dólares de reservas internacionales. El peso argentino contra el dólar se apreció luego de estar depreciándose durante cinco trimestres consecutivos, terminando el año con un tipo de cambio de \$3.81 por cada dólar (BCRA 2010, 57-58).

⁹ “El riesgo país es un indicador que tiene como función precisar qué tasa de interés se debe pagar al emitir deuda en el exterior. Esto abarca tanto al sector público como al privado de un país. Es decir, a gobiernos nacionales, provinciales y municipales y también a las empresas privadas de cualquier rubro. Lo que expresa el índice es cuánto más de interés deben pagar los títulos de deuda pertenecientes a un país por encima de lo que rinden los bonos del Tesoro del país norteamericano.” (Cronista.com 2022)

El año 2009 finalizó con un stock de deuda pública nacional de 147.119 millones de dólares, 1.144 millones de dólares más que un año antes. Esto se explica principalmente porque gran parte de esta deuda está atada al índice CER (atado al Índice de Precios al Consumidor) que comenzó con una tendencia alcista. Por otro lado, en este mismo año los flujos con organismos internacionales como el Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo y el Fondo Monetario Internacional fueron positivos. Algo que no ocurría desde el año 2001 (BCRA 2010, 43-44). Esta situación demuestra que la situación fiscal modificó su tendencia hacia el déficit.

A nivel internacional, las economías de la Unión Europea como Grecia, Irlanda, España y Portugal estaban enfrentando serios problemas. Con la crisis Subprime el producto de estos países se vio fuertemente afectado, generando una tasa de desempleo elevada para estos países. Desde el año 2000 hasta el estallido de la mencionada crisis, los niveles de desempleo eran por debajo del 10%. Por ejemplo, Irlanda tenía una tasa de alrededor del 5%, y España del 8%. Para finales del año 2009, las tasas de desempleo en estos países llegaron a ser de 11.9% y 18%, respectivamente. Sumado a esto, durante este mismo año hubo una disminución en los ingresos fiscales al mismo tiempo que un aumento en el gasto de los países europeos presentando elevados déficits fiscales para diciembre del año 2009. La cuenta corriente también se vio afectada ya que estos países no eran competitivos con los demás países de Europa por la alta inflación que tenían. (BCRA 2010, 57-58)

Grecia y Portugal fueron los dos países con más riesgo de default de su deuda soberana. El spread entre el riesgo de su deuda comparada con los Tesoros del gobierno estadounidense aumentó 220 y 47 puntos básicos, respectivamente. Por otro lado, el incremento del spread de España fue de 9 puntos básicos y el de Irlanda no se modificó. Esta evolución se correlacionó principalmente al nivel de ahorro que tenía cada país antes de que estallara la crisis Subprime. Los primeros dos países tenían una tasa de ahorro que no llegaba ni a la mitad de la tasa promedio de ahorro de la zona europea, mientras que los otros dos países tenían tasas de ahorro similares al resto, es decir, de 21.4% del PBI. Para ayudar a Grecia, siendo el país más afectado, a que vuelva a niveles de superávit fiscal y reduzcan su nivel de inflación, se acordó un programa de ayuda financiera de 120 millones de euros por parte del Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo y la Comisión Europea. (BCRA 2010, 57-58)

El día 30 de abril del año 2010, se hizo efectivo el segundo canje que fue muy parecido al del año 2005 con la diferencia de que en diciembre del año 2009 se había suspendido la Ley del Cerrojo (Ley N.º 26.017). Dicho canje establecía que las condiciones que se ofrecían no podían ser iguales ni mejores a las del año 2005. En este segundo canje podían participar aquellos tenedores con bonos emitidos antes del canje del año 2005 y los que ya habían participado del canje que tenían los bonos PAR 2005, DISCOUNT 2005 y CUASIPAR 2005 (Lafuente, De 2005 a 2020. Así fueron los últimos canjes de deuda que hizo la Argentina 2020). El stock total de deuda no ingresado al canje del año 2005 fue de 29.808 millones de dólares, en el cual están incluidos capital a vencer por 1.808 millones de dólares, capital vencido por 18.300 millones de dólares e intereses por 9.700 millones de dólares. De este stock el 34% estaba en dólares estadounidense, el 3% en peso argentina, el 1% en yen japonés y el 61% restante en euros. (BCRA 2010, 44-45)

Además, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas tuvo que realizar un programa que fue registrado en la SEC (Securities and Exchange Commission) de Estados Unidos de América involucrando la emisión máxima de deuda pública de 15.000 millones de dólares. Adicionalmente, los bancos internacionales que participaron en la negociación del canje anterior, Barclays Capital Inc., Citibank N.A. y Deutsche Bank Securities Inc., aprobaron la Carta de Convenio para iniciar este segundo canje por la deuda no reestructurada. (BCRA 2010, 44-45)

Asimismo, las condiciones y los nuevos títulos eran similares a los emitidos en la reestructuración del año 2005. Se ofrecieron 9 títulos que estaban integrados en 3 clases de bonos diferentes. Entre ellos se encontraban los bonos PAR y DISCOUNT tal como en el año 2005 y además un nuevo bono con vencimiento en el año 2017. Al igual que el canje anterior, en este también se ofrecieron títulos vinculados

al PBI. Con respecto a la legislación de los bonos, en este canje se brindaron solamente títulos públicos con leyes de Nueva York, Inglaterra y Argentina. A diferencia del año 2005, los tenedores de títulos en moneda extranjera no podían solicitar deuda en moneda nacional, así como los tenedores en moneda nacional no podía canjearlos por deuda en moneda extranjera. (BCRA 2010, 44-45)

La fecha de emisión de estos títulos públicos fue el 31 de diciembre del año 2003. Los ingresantes al canje que tenían bonos DISCOUNT recibirán un nuevo bono en dólares equivalente al pago devengado entre la fecha de emisión y el 31 de diciembre del año 2009. Este nuevo instrumento en dólares, Bono US\$ 2017, tenía fecha de vencimiento en el año 2017 y amortizaba la totalidad del capital al final del período, es decir, es un bono bullet. A su vez, el pago de intereses se realizaba semestralmente y tenía un cupón anual de 8.75%. Por otro lado, los tenedores de bonos PAR que entraban al canje por un mínimo de 50.000 dólares recibieron los intereses devengados desde el 31 de diciembre del año 2003 hasta el 30 de septiembre del año 2009. (BCRA 2010, 44-45)

Con la evolución del proceso de negociación del canje, a finales de marzo del año 2010 el índice Merval alcanzó los 2.374 puntos medido en pesos. En el año, dicho índice acumuló ganancias por 110%. Con respecto al mercado de renta fija, la SEC aprobó que el canje se llevara a cabo con los títulos que estaban emitidos bajo la ley de Nueva York. Por otro lado, en ese momento se comenzó con la documentación para obtener la aprobación en Italia, Japón y Luxemburgo. Como consecuencia de este proceso, el spread del índice EMBI Argentina continuó su tendencia bajista llegando a los 646 puntos. Como el riesgo seguía decreciendo, el precio de los bonos continuaba aumentando. En el mercado de divisas se observó una depreciación del tipo de cambio llegando a 3.86 pesos argentinos por cada dólar. (BCRA 2010, 53-54)

Como resultado de la propuesta del nuevo Canje en el año 2010, el 66,7% de los tenedores que no habían ingresado en el año 2005, un equivalente de 12.207 millones de dólares o un Valor Nominal Original (VNO) de 6.400 millones de dólares, aceptaron este canje. Como resultado entre ambos canjes, se llegó a reestructurar en total el 92,4% de la deuda que había entrado en default en el año 2001. Del total de los títulos que fueron emitidos en el canje en valor nominal, 2.000 millones de dólares fueron títulos PAR, 950 millones de dólares fueron del nuevo Global 2017 y 3.450 millones de dólares del bono DISCOUNT. (BCRA 2010, 55-56)

Al final del segundo trimestre del año 2010, el stock de reservas internacionales en el Banco Central de la República Argentina ascendía a 49.240 millones de dólares, continuando su incremento y alcanzando los 50.500 millones de dólares en el mes de julio de este mismo año (BCRA 2010, 64). Este incremento obedeció principalmente a las altas liquidaciones de dólares provenientes de las exportaciones del sector agropecuario que fueron consecuencia del máximo histórico que presentó la cosecha de soja. En contraste, el peso argentino se continuó depreciando, alcanzando los 3.93 pesos por cada dólar en junio. (BCRA 2010, 31)

Durante el segundo trimestre, el índice Merval tuvo un leve retroceso en 2.185 puntos, es decir, un 7,9% menos que el trimestre anterior. Esta evolución está relacionada con las expectativas del mercado por los resultados inciertos del canje y además por el desfavorable contexto internacional. Con respecto a la renta fija, el indicador de riesgo EMBI Argentina sufrió un aumento de 175 puntos básicos con respecto al trimestre anterior, alcanzando los 821 puntos básicos en junio, haciendo que los bonos soberanos disminuyan levemente su precio. Este mayor riesgo que percibe el mercado se da por la incertidumbre de las negociaciones del canje de la deuda pública nacional y, además, por la conflictiva situación macroeconómica de Europa. (BCRA 2010, 65-66)

Durante el tercer trimestre del año 2010, ya habiendo finalizado el proceso de canje de la deuda soberana y con menor incertidumbre sobre el rumbo económico argentino y mayor confianza en la economía, el índice Merval alcanzó los 2.643 puntos para septiembre o incrementó 21% con respecto al trimestre anterior. Con respecto a la deuda soberana, tuvo un incremento en la calificación crediticia por parte de la

calificadora de riesgo Standard & Poor's (S&P) pasando de B- a B. Como consecuencia, el EMBI Argentina finalizó el trimestre disminuyendo 146 puntos básicos llegando a 675 puntos. (BCRA 2010, 66-67)

El 30 de diciembre del año 2010 se reabrió el Canje de deuda recibiendo un total de ofertas por 165 millones de dólares. En este segundo canje del año, se incluyeron como deuda elegible a los Bonos Brady los cuales antes no se incluían porque sus garantías estaban bajo la jurisdicción estadounidense y se requerían aprobaciones y permisos especiales. Se podían elegir tres clases de bonos para este canje: bonos DISCOUNT bajo Ley Argentina y Ley Nueva York, Bono Global US\$ 2017 y valores negociables vinculados al PBI, también bajo ambas legislaciones (BCRA 2011, 66-67). El mercado asumió esta reapertura como un movimiento positivo ya que demostraba la buena voluntad del gobierno de querer hacer frente a toda la deuda restante. Adicionalmente, otro aspecto que contribuyó en la mejora de las expectativas de la economía argentina y en la confianza de los inversores fue el comienzo de las negociaciones con el Club de París para pagar la deuda existente con ellos. Dicha situación generó que los rendimientos en la parte corta y media de la curva de los bonos en dólares y de los que están atados al CER se redujeron en aproximadamente 225 puntos básicos y de los bonos ajustados al índice BADLAR se redujeron en más de 250 puntos básicos. Con respecto a las Unidades Vinculadas al PBI, al proyectarse un aumento en el nivel de actividad comenzaron a ser más demandadas causando un alza en sus precios tanto en pesos como en dólares. (BCRA 2011, 73)

Gráfico 8

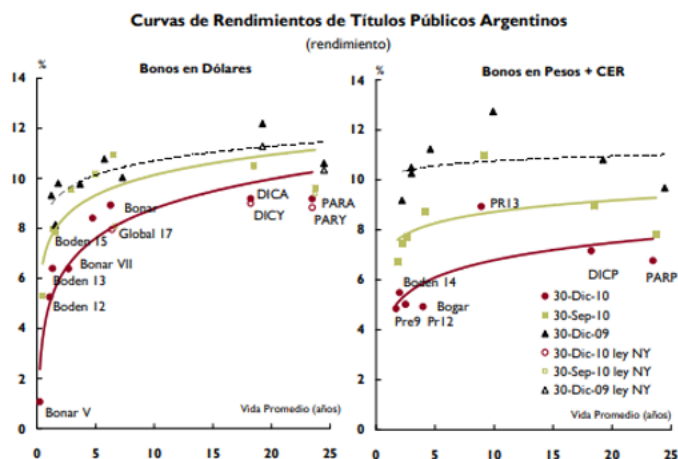


Gráfico 9



Fuente de ambos gráficos: Informe de Inflación del BCRA Primer Trimestre 2011 página 73

Como el rendimiento de los bonos decreció, es decir el precio de los mismos aumentó, el spread del EMBI Argentina con respecto a los bonos del tesoro americano se redujo 180 puntos básicos alcanzando los 500 puntos para diciembre del año 2010. Esto demuestra que el mercado ya no veía al país con un elevado riesgo de no saldar sus deudas. Asimismo, el índice Merval también obtuvo sus máximos históricos obteniendo un retorno del 45% en dólares (BCRA 2011, 73-74). Con todo este contexto macroeconómico positivo para la Argentina, las reservas internacionales continuaron su tendencia positiva llegando a 52.145 millones de dólares al final del año 2010 (BCRA 2011, 54). Esto es importante porque en un contexto internacional tan volátil con debilidades en los sistemas financieros internacionales y los precios de los bienes exportables muy dinámicos, tener un buen nivel de reservas internacionales ayuda a que cualquier movimiento desfavorable internacional no afecte tan fuertemente al país como sucedió en la crisis Subprime. (BCRA 2011, 10)

Durante el primer semestre del año 2011 el comercio internacional sufrió una desaceleración en la tasa de crecimiento ya que la Crisis Europea que se había originado en Grecia tomó protagonismo (Subsecretaría de Programación Macroeconómica 2012, 9). Los volúmenes transaccionados el año anterior crecieron un 16% interanualmente mientras que en el corriente año crecieron solamente un 3%. El mundo en general estaba sufriendo alta volatilidad e incertidumbre ya que diversos conflictos políticos, sociales y económicos se presentaron en algunos países. Medio Oriente y África presenciaron conflictos políticos y sociales. Para solucionar esto, cada gobierno incurrió en el aumento del gasto fiscal y de la demanda de alimentos causando un aumento de los precios de las commodities agrícolas, de energía y de materias primas generando un efecto inflacionario mundial. Por su parte, la Euro zona para hacer frente a los problemas de liquidez y de deuda externa, tomó la medida contractiva de subir la tasa de interés para intentar controlar la inflación. (BCRA 2011, 14-18)

Japón, una de las economías más grandes del mundo, sufrió una crisis nuclear con destrucción de plantas industriales causada por sismos y tsunamis en la zona y como consecuencia, disminuyó su capacidad de generar electricidad porque el 35% proviene de origen nuclear. El negativo efecto mundial de que esta economía se vea afectada es la propagación al resto de las economías a través del comercio exterior. Para calmar esta situación, el gobierno de Japón decidió intervenir inyectando significativas cantidades de liquidez a la economía y aumentando el gasto público debilitando la cuenta fiscal del país y transformándose en la economía con el nivel de endeudamiento más elevado del 220% del PBI. (BCRA 2011, 17-18)

Por el contrario, Argentina continuó con su tendencia creciente al igual que el resto de los países emergentes. Las negociaciones comenzadas en el año 2010 con el Club de París, el exitoso resultado de aceptación de ambos canjes de este mismo año, el uso de un porcentaje de reservas internacionales para realizar el pago de los intereses vencidos, el aumento del precio de las commodities exportables y el alto riesgo que presentaban las economías desarrolladas fueron factores que colaboraron para que el rendimiento de los bonos se mantenga relativamente estable durante el primer trimestre del año 2011 a pesar de toda la incertidumbre y volatilidad internacional. Tal como se observa en el gráfico 10 expuesto a continuación, los bonos en dólares sufrieron subas en sus precios y, por lo tanto, bajas en sus rendimientos. La depreciación del peso argentino contra el dólar y la reinversión del monto que los inversores cobraron por parte del pago del vencimiento del Bonar V que tuvo lugar este mismo año fueron factores que colaboraron a mantener relativamente estable los rendimientos de esta curva. (BCRA 2011, 62-63)

Según se puede observar en el segundo gráfico, los bonos en moneda local vinculados al índice BADLAR tuvieron un aumento en los retornos de 60 puntos básicos con respecto al mes de diciembre del año anterior. A su vez, los bonos CER tuvieron un aumento de 170 puntos básicos. Por el contrario, las unidades vinculadas al PBI continuaron estando demandados por las buenas perspectivas de crecimiento que tenía el mercado y aumentaron un 10% su precio tanto en pesos como en dólares. (BCRA 2011, 62-63)

Gráfico 10

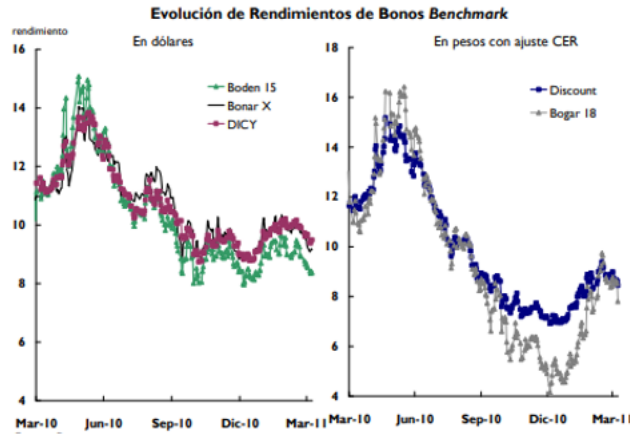
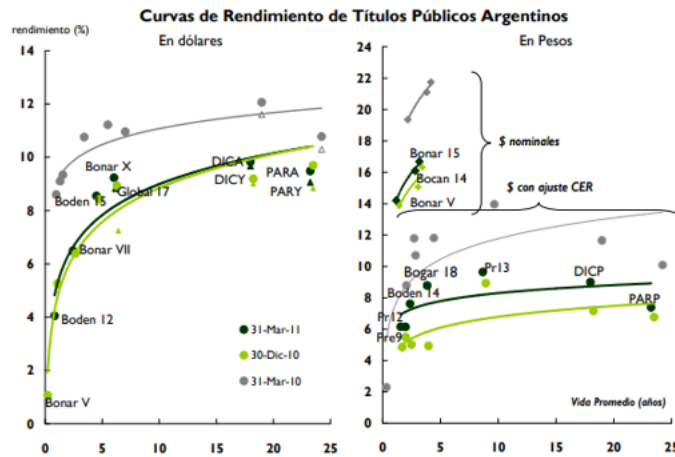


Gráfico 11



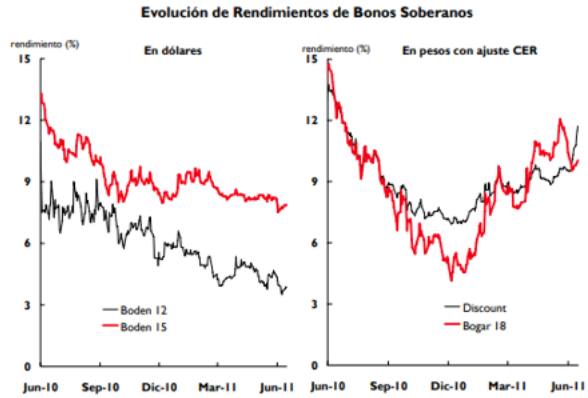
Fuente de ambos gráficos: Informe de Inflación del BCRA Segundo Trimestre 2011 página 62-63

Durante el segundo trimestre del año 2011, los activos financieros del país siguieron estando condicionados por la volátil situación internacional. Con esta incertidumbre, los precios de los bonos fueron a la baja por el aumento del riesgo y la disminución en la demanda. Como se observa en la tabla a continuación, los bonos en dólares no tuvieron una gran variación en sus rendimientos con respecto al trimestre anterior. Por el contrario, los bonos en pesos ajustados por el índice CER tuvieron rendimientos superiores que los del trimestre anterior causados por una disminución en los precios de los mismos. (BCRA 2011, 71)

Bonos Soberanos por Segmento

Instrumento	Vida promedio (años)	Rendimiento				Promedio negociado diario MAE (mill. \$) II-11
		Jun-10	Dic-10	Mar-11	Jun-11	
Dólares						
Boden 12	0,6	9,5%	5,3%	4,0%	4,2%	91,1
Bonar VII	2,2	11,3%	6,4%	6,5%	6,6%	16,7
Boden 15	4,2	13,2%	8,4%	8,5%	7,8%	68,5
Bonar X	5,8	12,7%	8,9%	9,2%	9,1%	85,0
Global 17	5,9	12,7%	8,0%	8,3%	7,8%	1,1
Discount LNY	17,7	12,8%	9,0%	9,7%	9,6%	13,8
Par LNY	23,0	10,7%	8,8%	9,1%	9,2%	0,8
Pesos con CER						
Pre9	1,4	12,1%	4,8%	6,1%	7,5%	5,1
Boden 14	1,7	14,0%	5,5%	6,1%	8,9%	15,4
Pro12	2,2	14,0%	5,0%	7,6%	8,4%	27,4
Bogar 18	3,7	14,7%	4,9%	8,8%	10,4%	85,8
Pr13	8,4	15,6%	8,9%	9,6%	12,2%	14,1
Discount	17,7	13,5%	7,2%	9,0%	9,5%	53,4
Par	23,0	11,2%	6,8%	7,4%	8,5%	11,8
Pesos						
Bonar V Pesos	0,9	20,3%	13,9%	14,2%	14,6%	4,6
Bocan 14\$	2,6	21,7%	15,1%	16,1%	15,9%	38,0
Bonar 15	2,9	23,4%	16,3%	16,7%	16,5%	27,7

Gráfico 12



Fuente de ambos gráficos: Informe de Inflación del BCRA Tercer Trimestre 2011 página 71

Durante el tercer trimestre del año 2011, el mercado financiero local continuó viéndose afectado por los desórdenes de los mercados financieros internacionales. En general todos los títulos públicos tuvieron tendencias decrecientes en sus precios causando rendimientos más elevados en comparación con los precios de fin del mes de junio. Este movimiento puede observarse en el gráfico 13 presentado a continuación a través de la diferencia entre la curva azul y la bordo, representando los valores del día 30 de junio y 14 de octubre respectivamente. Los bonos soberanos de la curva dólar tuvieron un aumento de 250 puntos básicos en su rendimiento acentuándose más en la parte corta y media de la curva dando como resultado que los bonos largos más líquidos como el Boden 12 y Boden 15 tengan un rendimiento mayor al 10%. En el gráfico 13 se observa un marcado empinamiento en la parte más corta de la curva porque a principios del mes de agosto ocurrió el pago del Boden 12, siendo el mayor pago en lo que respecta a la deuda pública de ese año. Por su parte, en el mes de octubre los bonos ajustados al índice CER tuvieron un rendimiento de 400 puntos básicos superior que en el mes de junio. En particular, el bono DISCOUNT tuvo un aumento en su rendimiento de 270 puntos básicos y el Bogar 18 de 370 puntos básicos. (BCRA 2011, 72-73)

Gráfico 13

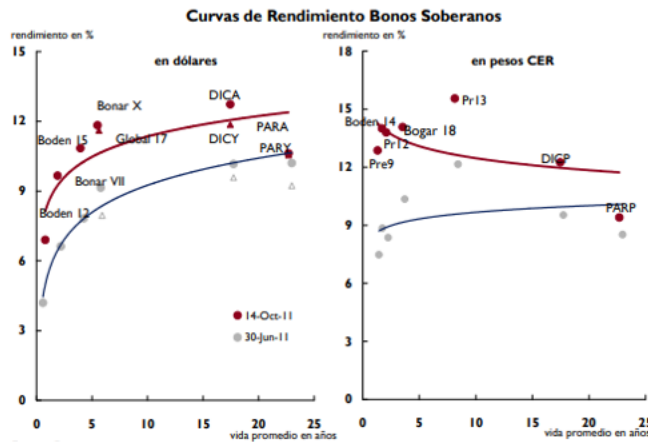
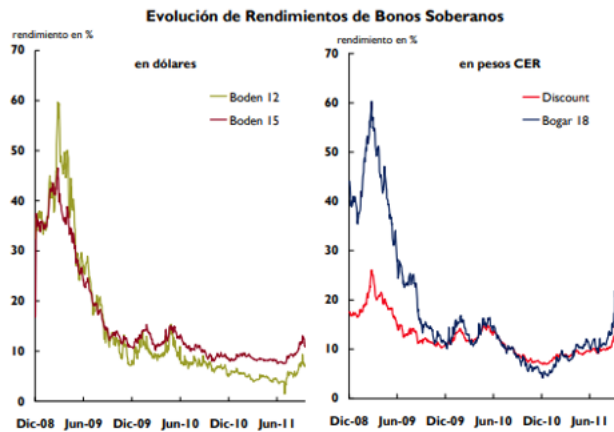


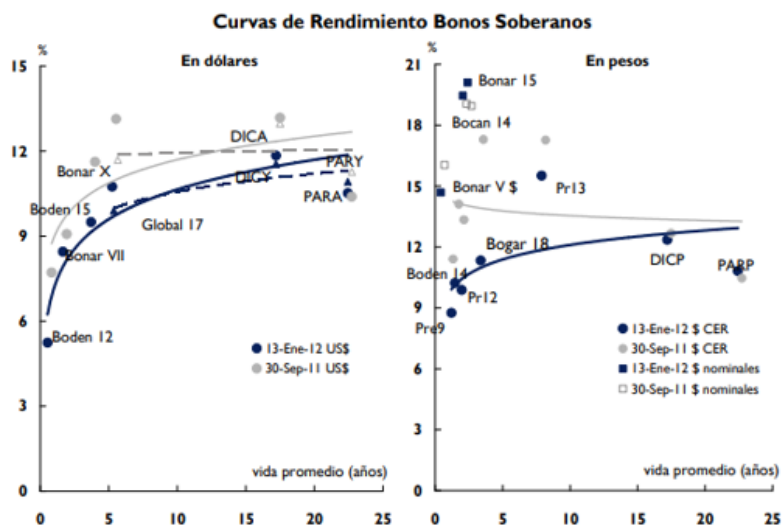
Gráfico 14



Fuente de ambos gráficos: Informe de Inflación del BCRA Cuarto Trimestre 2011 página 72-73

En el último trimestre del año 2011, a pesar de que la volatilidad internacional continuaba, los precios de los bonos soberanos en dólares tomaron una tendencia alcista provocando una disminución de sus rendimientos en más de 100 puntos básicos. Este aspecto se observa de manera más pronunciada en los segmentos cortos y medios de la curva. En el gráfico este movimiento se visualiza a través de la diferencia entre la curva gris y azul representando el día 30 de septiembre del año 2011 y 13 de enero del año 2012 respectivamente. En contraste, en la curva de bonos soberanos en pesos ajustados por el índice CER el rendimiento en la parte corta de la curva al finalizar el año fue de 300 puntos básicos menor. Asimismo, los inversores no pricean de igual forma los bonos de largo plazo en esta misma curva. Ellos requieren un retorno mayor para poder invertir a largo plazo en pesos ya que estarían entrando en un instrumento con mayor riesgo de default. Por otra parte, los bonos en pesos nominales vinculados al índice BADLAR tuvieron un aumento en su rendimiento de 200 puntos básicos. Esto surge como consecuencia de que la tasa BADLAR en el mes de noviembre llegó a niveles máximos de 22.9% y luego comenzó su baja hasta llegar al 16% a mediados de enero. (BCRA 2012, 80)

Gráfico 15



Fuente de ambos gráficos: Informe de Inflación del BCRA Primer Trimestre 2012 página 80

El Banco Central de la República Argentina finalizó el año 2011 con un saldo de reservas internacionales de 46.376 millones de dólares. Esta institución intermediaba en el mercado para que el peso argentino no se depreciara en niveles tan grandes contra el dólar. La moneda local cierra el año con un valor de 4.20 pesos por cada dólar. (BCRA 2012, 78)

Con respecto al resto de la región, América Latina presentó un menor ritmo de expansión aunque con niveles de desempleo mínimos de los últimos años. En particular, Brasil tuvo un crecimiento del 2.7% en el año 2011, mientras que finalizó el año anterior con un crecimiento del 7,5%. Como consecuencia, el gobierno brasileño decidió adoptar medidas económicas contractivas recortando la tasa de interés de política monetaria, la SELIC, pasó del 12.5% en julio del 2011 al 11% para fin de ese mismo año. Adicionalmente, el real brasileño se depreció alcanzando un valor de 1.84 reales por cada dólar estadounidense. Por otro lado, las economías chilenas y mexicanas se expandieron 5.9% y 4% mientras que el año anterior habían mostrado crecimientos del 5.2% y 4.4% respectivamente. A diferencia de Brasil, en ambas economías lograron la estabilización de la tasa de inflación, de interés de política monetaria y de depreciación cambiaria. (Subsecretaría de Programación Macroeconómica 2012, 19) En contraste, Argentina durante ese año mantuvo un nivel de crecimiento del 9% similar al nivel del 2010. Por el lado de la política monetaria tuvo una tendencia alcista y hubo una depreciación del tipo de cambio (BCRA 2012, 75-79).

A principio del año 2012, el canje de la deuda soberana griega tomó lugar transformándose en la reestructuración más grande hasta el momento. El objetivo del mismo era llevar una deuda que representaba un 160% del PBI, a niveles del 120% en el año 2020. La deuda elegible era de más de 270.000 millones de dólares en 130 especies distintas. Este canje consistió en que por cada 100 euros de valor nominal de deuda elegible que los tenedores entregaran, obtendrían 31.5 euros de valor nominal de bonos nuevos que tenían un plazo de vencimiento de hasta 30 años con 10 años de gracia. La amortización del capital comienza en el año 2023 y los primeros 5 años se realizan pagos anuales de 1.5 euros de valor nominal y los últimos 15 años se realizan pagos anuales de 1.6 euros de valor nominal. Tenían cupón escalonado, pagaba 3,65% anualmente en el año 2012, 2% entre los años 2013 y 2015, 3% entre los años 2016 y 2020, y 4.3% entre los años 2022 y 2042. Esta operación tuvo una quita de capital del 53.3%. Como resultado, la repercusión que tuvo este canje en el mercado fue positiva ya que obtuvo un 96% de aceptación por parte de los tenedores. A diferencia del canje argentino, el griego fue mucho más grande ya que en el argentino se reestructuraron 82.000 millones de dólares, pero el argentino fue mucho más complejo en los instrumentos nuevos que se emitieron. (BCRA 2012, 58)

Como efecto del debilitamiento en el cual todavía se encontraban las economías desarrolladas, se desaceleraron los incrementos en los volúmenes transaccionados en el comercio exterior alcanzando una suba del 6% cuando el año anterior fue del 16%. Desde que estalló la crisis Subprime, los países asiáticos presentan una reducción del superávit externo por la disminución en la demanda por parte de economías desarrolladas y la apreciación de sus monedas. Esto ocasionó en Estados Unidos una baja en el déficit del saldo externo. La mayor preocupación de la economía global estaba puesta en la Euro zona por el riesgo de que los sistemas financieros se desestabilicen y el alto endeudamiento en el cual estos países estaban. No obstante, hubo algunas medidas que tomaron las autoridades para ayudar a las economías más golpeadas de Europa (BCRA 2012, 11-12). Entre ellas son importantes mencionar el papel del Banco Central Europeo proveyendo liquidez a través de la compra de bonos soberanos de España e Italia y la colaboración en la reestructuración de la deuda soberana griega. Adicionalmente, en esta zona se implementó el Mecanismo de Estabilidad Europea (MEE) para aumentar la ayuda financiera a los países más vulnerables. (BCRA 2012, 16)

Estas nuevas condiciones internacionales contribuyeron en el debilitamiento de algunos mercados de capitales especialmente de economías emergentes. En el caso de Argentina, durante el primer trimestre del año 2012 el rendimiento de los bonos soberanos en la curva dólar empezó a tener una tendencia al alza. Mientras que, en el último trimestre del año 2011, mostraban una tendencia a la baja tanto los Bonares siendo ley local como los Boden siendo ley extranjera. Este aumento en el rendimiento causó un aumento en el spread entre el índice EMBI Argentina y los bonos libres de riesgo del tesoro americano alcanzando los 950 puntos básicos, priceando un mayor riesgo. Por el contrario, el EMBI Latam alcanzó los 400 puntos básicos, con Brasil llegando a los 200 puntos básicos. Por lo tanto, además del desfavorable contexto internacional Argentina estuvo fuertemente afectada principalmente por factores domésticos. (BCRA 2012, 67)

El rendimiento de los bonos en pesos vinculados al índice BADLAR como el Bocan 14 y Bocan 15 mostró una tendencia a la baja desde que alcanzó su pico máximo en diciembre del año anterior. Para continuar con los bonos soberanos en pesos ajustados al índice CER, en la parte corta de la curva el rendimiento de los títulos públicos se contrajo aproximadamente 270 puntos básicos. Por el contrario, para la parte larga de la curva el rendimiento era mayor que el último trimestre del año anterior. (BCRA 2012, 67)

Gráfico 16

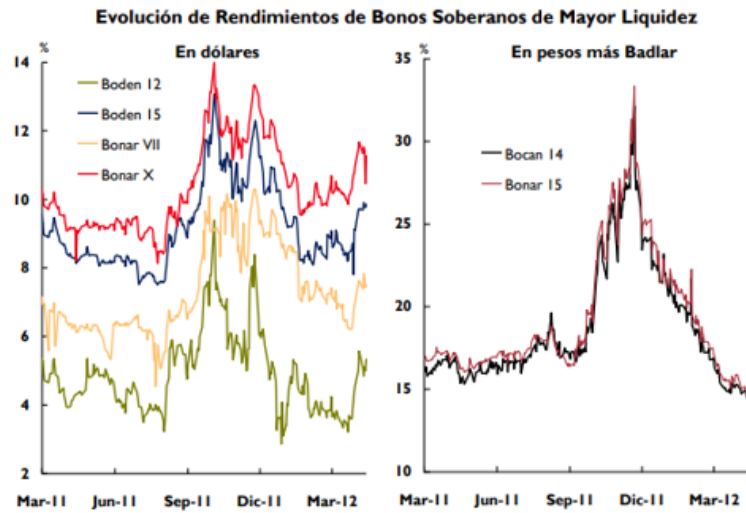
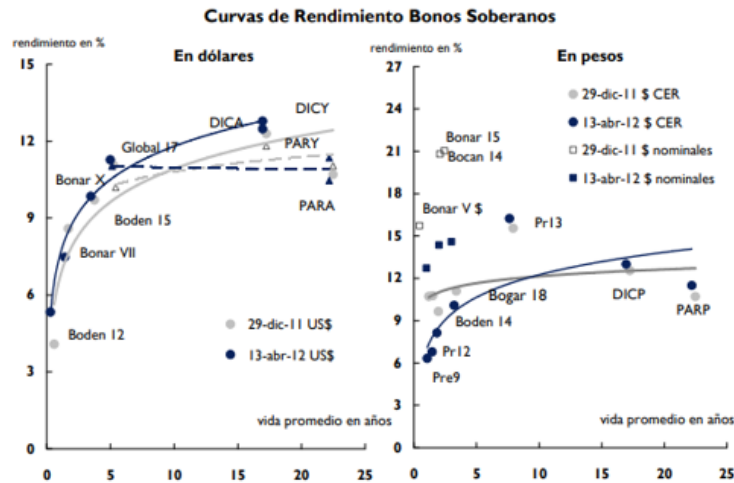


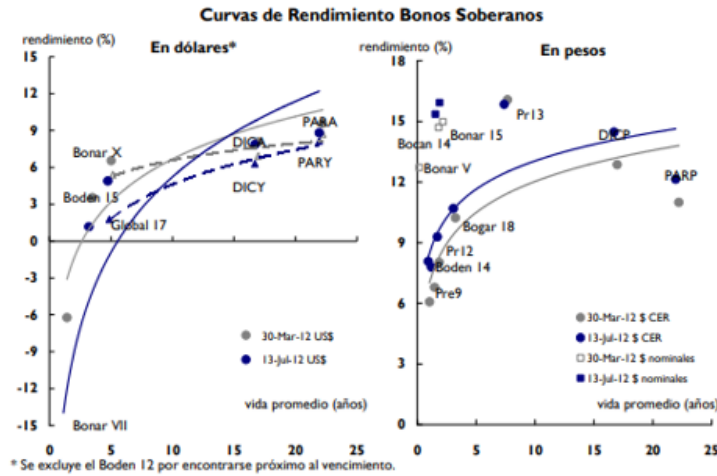
Gráfico 17



Fuente de ambos gráficos: Informe de Inflación del BCRA Segundo Trimestre 2012 página 67

Por el debilitamiento que las economías internacionales, los inversores no estaban dispuestos a asumir riesgo extra en sus inversiones en general. En la curva dólar los bonos soberanos bajo legislación local tuvieron un alza en sus precios, recortando los rendimientos. Incluso el Bonar VII llegó a tener rendimientos negativos. Para los bonos que estaban bajo legislación extranjera también hubo recortes en sus rendimientos a lo largo del segundo trimestre del año 2012 pero en menor proporción. En contraste, para continuar con la dinámica del primer trimestre del año, los bonos soberanos en pesos ajustados por CER tuvieron un incremento generalizado en sus rendimientos de unos 130 puntos básicos en promedio. Por último, los bonos soberanos en pesos ajustados por el índice BADLAR también tuvieron un aumento de sus rendimientos de 80 puntos básicos. Como consecuencia del mayor rendimiento que los inversores requieren, el spread del índice EMBI Argentina llegó a niveles de 1100 punto básicos. (BCRA 2012, 77-78)

Gráfico 18



Fuente de ambos gráficos: Informe Macroeconómico y de Política Monetaria Julio de 2012 página 78

Entre los años 2009 y 2011 los tenedores de bonos soberanos bajo la legislación de Nueva York, tanto los hedge funds¹⁰ (o, en español, fondos buitres) como NML Capital, Aurelius Capital y Dart Management como los pequeños inversores, que no entraron a ninguno de los tres canjes de deuda que hubo iniciaron un juicio en Estados Unidos contra la Argentina. Estos reclamaban que se les devuelva el total del valor de sus bonos sumado a los cupones devengados que no habían pagado desde el año 2001. Con este reclamo, estos fondos iban a resultar altamente beneficiados ya que habían comprado los bonos después de la declaración de la cesación de pagos a precios muy bajos. Por varios años, Argentina se negó a cumplir con lo solicitado por estos reclamantes hasta que en el año 2012 el juez americano, Tomás Griesa, falló en contra del país y a favor de los inversores aplicando la cláusula *pari passu*, la cual establecía que todos los acreedores tenían igualdad de condiciones para cobrar (Beker 2014). Es decir, Argentina no podía pagar a los tenedores de bonos que sí habían entrado al alguno de los canjes hasta que no completara su obligación de pago con los fondos buitres. Por lo tanto, el país entró en un *technical default* el cual generó un aumento en el riesgo de default en los bonos bajo ley Nueva York. Este proceso implicaba que el gobierno técnicamente sí pagaba porque giraba los dólares a su liquidador en Estados Unidos, el Bank of New York, pero este tenía prohibido realizar los pagos a los tenedores de bonos. (Guzman and Stiglitz 2016)

Durante el tercer trimestre del año 2012, los bonos soberanos en dólares bajo legislación extranjera subieron de precio llegando a tener un rendimiento negativo de 20% en la parte corta de la curva. En particular, el Boden 15 siendo uno de los títulos más líquidos del mercado tuvo una disminución de 290 puntos básicos en sus rendimientos. En el mes de octubre, Argentina no aceptó la petición del juez Griesa de presentar un esquema de pagos para los acreedores demandantes. Como consecuencia, el riesgo de los bonos soberanos en dólares bajo ley extranjera aumentó llevando a un incremento de 120 puntos básicos alcanzando niveles superiores a los 1.200 puntos básicos en el índice EMBI Argentina. En contraste, los bonos soberanos en pesos operaron con rendimientos de 230 puntos básicos más que el trimestre anterior. Adicionalmente, para continuar con esta tendencia, los bonos soberanos en pesos ajustados al índice BADLAR tuvieron un aumento todavía mayor en sus rendimientos de 280 puntos básicos. (BCRA 2012, 86-88)

¹⁰ “Son fondos de inversión que intentan maximizar la rentabilidad sea cual sea la tendencia del mercado, es decir, incluso con mercados bajistas (lo que, en circunstancias normales, implicaría pérdidas). No tienen las restricciones de inversión que se imponen a los fondos tradicionales, por lo que pueden elegir libremente los valores e instrumentos en los que invierten. Emplean estrategias sofisticadas como ventas en descubierto, apalancamientos, etc., algunas de las cuales incorporan un alto nivel de riesgo que el inversor debe conocer. Se trata de un grupo heterogéneo, en el que pueden encontrarse fondos con características y niveles de riesgo muy dispares.” (BBVA n.d.)

Gráfico 19

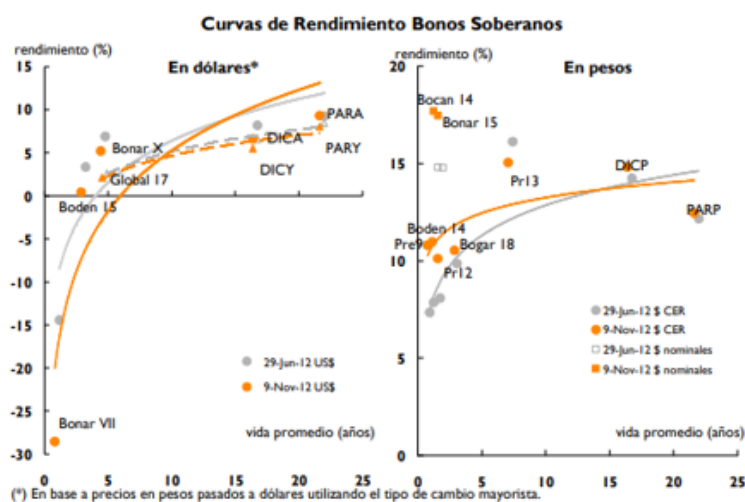
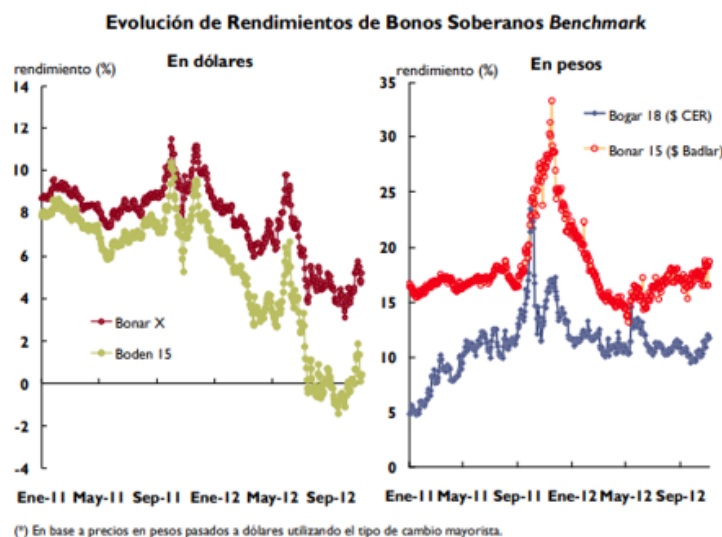


Gráfico 20



Fuente de ambos gráficos: Informe Macroeconómico y de Política Monetaria Diciembre de 2012 página 87

Además, durante este año el peso se siguió depreciando con respecto a la divisa americana llegando a valer 4,88 pesos argentinos cada dólar. El Banco Central de la República Argentina finalizó el año 2012 con un total de reservas internacionales de 43.290 millones de dólares, es decir, un 6.7% menor que en diciembre del año 2011. Es importante recordar que, durante ese año, se realizaron los pagos correspondientes al Bonde 12 por un total de 2.100 millones de dólares y a las unidades vinculadas al PBI por un total de 2.700 millones de dólares. (BCRA 2013, 94-95)

Si bien los bonos bajo legislación extranjera y Argentina tuvieron la misma tendencia de rendimientos a la baja, los locales tuvieron un desempeño mejor. Esta diferencia de 300 puntos básicos en los rendimientos de los títulos se dio por el juicio que estaba teniendo lugar en Nueva York (BCRA 2013, 96). Aunque hasta este momento, el mercado todavía no pricea tanto riesgo en los bonos porque a fin del mes de marzo del año 2013 Argentina presenta un programa de pago a los fondos buitres que es similar al canje llevado a cabo en el año 2010 (BCRA 2013, 68). Por la parte de los bonos soberanos en pesos, tanto los ajustados por el índice CER como los de tasa BADLAR, se mantuvieron estables y no tuvieron grandes cambios en sus rendimientos. (BCRA 2013, 96)

Gráfico 21

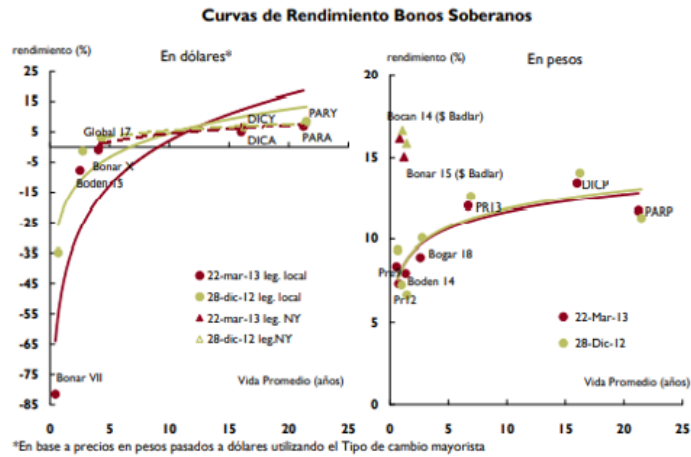
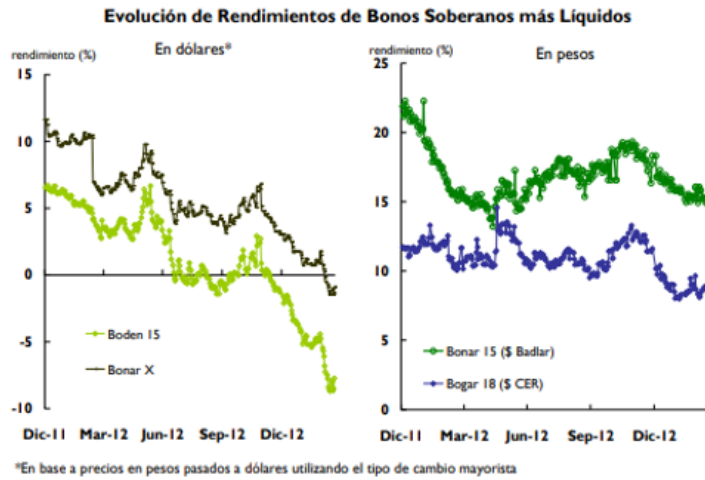


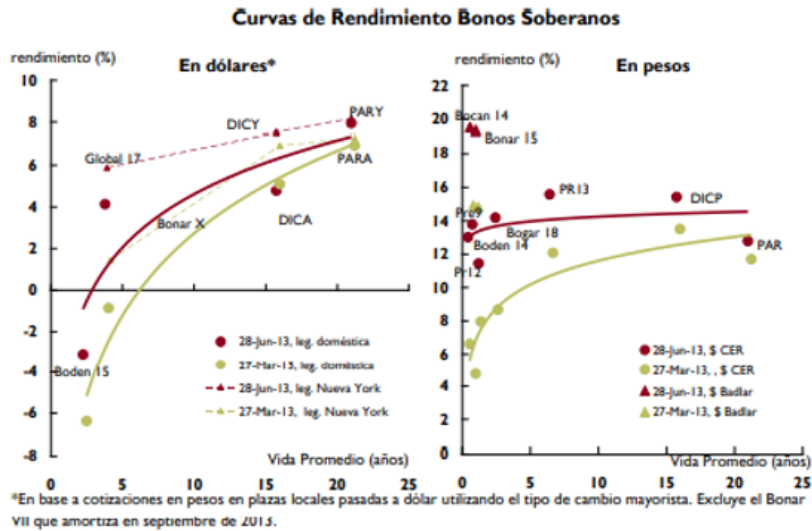
Gráfico 22



Fuente de ambos gráficos: Informe Macroeconómico y de Política Monetaria Abril de 2013 página 96

Para continuar, el 19 de abril del año 2013, los acreedores que estaban demandando el pago correspondiente a su tenencia de bonos globales en dólares bajo ley de Nueva York rechazan la propuesta que Argentina hizo en el mes anterior (El Comercio 2016). En este momento, los títulos públicos en moneda extranjera bajo legislación extranjera tuvieron un notorio aumento en sus rendimientos de más de 400 puntos básicos como se puede observar gráficamente a continuación, ya que los tenedores de los mismos corrían más riesgo de no recibir los pagos correspondientes hasta que el juicio de los bonistas en default finalizara. Los bonos en pesos bajo el índice CER y BADLAR también tuvieron un aumento en sus rendimientos de 600 puntos básicos en promedio. Adicionalmente, el volumen operado localmente durante el segundo trimestre de ese mismo año fue un 10% superior que el operado un año atrás, llegando a los 3.700 millones de dólares. El 70% del total operado correspondió a los títulos en dólares. (BCRA 2013, 92-93)

Gráfico 23

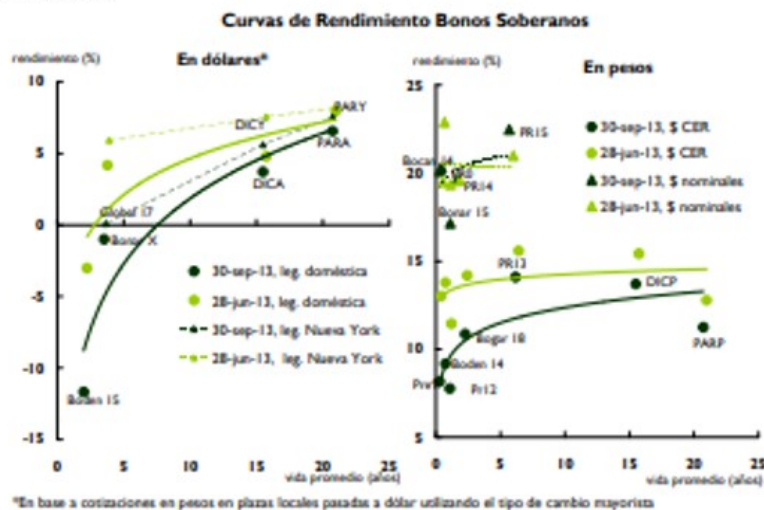


Fuente de ambos gráficos: Informe Macroeconómico y de Política Monetaria Julio de 2013 página 92

Durante el tercer trimestre del año 2013, el EMBI argentino tuvo una reducción de 160 puntos básicos ya que a finales del mes de agosto el Juez Griesa (Corte de Nueva York donde los bonistas que no ingresaron al canje estaban realizando el juicio para el cobro de los bonos que aún seguían en default) dictó sentencia en contra de la República Argentina, en la cual establecía la obligación de pagar a los demandantes 1.300 millones de dólares (El Comercio 2016). En este contexto, tanto los bonos soberanos en dólares operados localmente en pesos como los títulos en pesos bajo legislación local tuvieron una reducción en sus rendimientos. (BCRA 2013, 86-87)

Adicionalmente, con respecto a la moneda, el peso continuó su depreciación llegando a valer 5.70 pesos argentinos por cada dólar estadounidense. Por su parte, las reservas internacionales en moneda extranjera continuaron su tendencia bajista, reduciéndose un 6.1% con respecto al mismo período el año anterior llegando a un total de 34.741 millones de dólares. En este trimestre se produjo el pago del vencimiento del capital más los intereses del Bonar VII que fue cancelado con “las reservas de libre disponibilidad, el Fondo de Desendeudamiento Argentino y el Fondo de Pago a Organismos Internacionales” (BCRA 2013, 85-86).

Gráfico 24



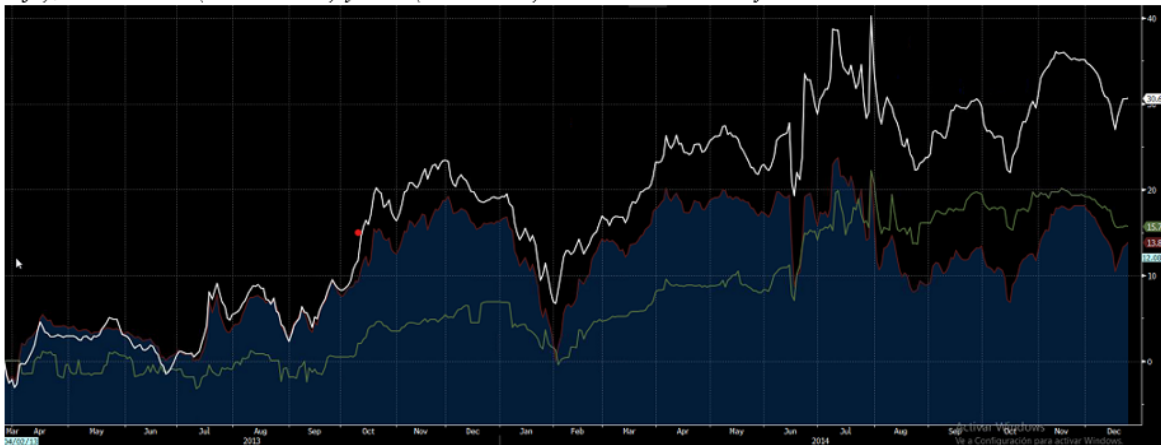
Entre el último trimestre del año 2013 y los primeros meses del siguiente, la evolución de los precios de renta fija en el país estuvo determinada por diversos acontecimientos que ocurrieron en este período. En primer lugar, un logro importante fue el acuerdo con REPSOL. En el año 1999 en el proceso de privatización de empresas, esta compañía se convierte en el mayor accionista de YPF teniendo el 98.2% del total de la empresa. En el año 2011, con el descubrimiento de Vaca Muerta, el gobierno argentino denuncia a esta junto a otras cuatro petroleras por “abuso de posición dominante en el mercado gasolero” retirándoles las licencias para la extracción de petróleo. Al año siguiente la presidente expropia el 51% de las acciones de YPF con una ley enviada y aprobada por el Congreso Nacional. Como consecuencia de esta acción, la petrolera española denuncia internacionalmente al gobierno argentino ante el CIADI (organismo dedicado al arreglo de diferencias relativas a inversiones internacionales. Para fin del año 2013, logran llegar a un acuerdo dicha expropiación (EXPANSION Madrid 2013). Esta compensación consistió en el otorgamiento de 5.318 millones de dólares en bonos que estaban emitidos bajo ley argentina (BCRA 2014, 81). En particular, se emitieron 3.250 millones de dólares en BONAR 2024, 1.250 millones en bonos DISCOUNT, 500 millones en BONAR Xy, por último, 317.4 millones en BODEN 15 (BCRA 2014, 88).

En segundo lugar, la negociación con el Club de Paris jugó un rol importante en la evolución de los precios de los bonos soberanos durante el año 2014. En esta asociación participan 19 países desarrollados con el objetivo de otorgarle liquidez de manera informal a los países que se encuentran en situaciones críticas. En el año 2001, Argentina le debía 1.879 millones de dólares, deuda que no pudo devolver y que terminó alcanzando niveles de 9.700 millones de dólares en el año 2008 (Infobae 2017). A mediados del año 2014, se estableció un acuerdo de refinanciación para el pago de la deuda con este organismo. Este esquema se basaba en una amortización de capital de entre 5 y 7 años y un cupón del 3% para el valor residual de la deuda. En los primeros 5 años, los pagos que Argentina realice dependen de la proporción invertida por parte de los miembros del Club de Paris en el país. También, este mismo año se dispuso a través de una resolución oficial el pago del 6.7074% del total de la deuda que se refinanció o 642 millones de dólares para normalizar la deuda. (BCRA 2014, 89)

En junio de este mismo año, el juez Tomás Griesa rechazó la apelación que Argentina había iniciado un año anterior. De esta manera, confirma la obligación del país de pagar a los acreedores que no habían ingresado a ninguno de los dos canjes. Como consecuencia de que el gobierno argentino no cumplía con el pago, los fondos que fueron depositados en el Bank of New York para ser transferidos a los tenedores de bonos soberanos bajo legislación de Nueva York quedaron embargados en el banco causando un default selectivo por parte de la Nación (BCRA 2014, 37-38). En el gráfico 25 se puede observar la evolución de los precios en dólares de los tres tipos de bonos soberanos bajo ley extranjera: Global 2017 (línea roja), DISCOUNT (línea blanca) y PAR (línea verde) entre los años 2013 y 2014. Estos tres bonos muestran la misma tendencia a lo largo de los meses. En particular, en junio del año 2014 los tres muestran una disminución abrupta en sus precios explicado por la evolución del juicio y el aumento de riesgo que esto conllevaba.

Gráfico 25

Evolución de los precios en dólares de los tres tipos de bonos soberanos bajo ley extranjera: Global 2017 (línea roja), DISCOUNT (línea blanca) y PAR (línea verde) entre los años 2013 y 2014



(Fuente: elaboración propia en la plataforma de Bloomberg)

Mandato de Mauricio Macri: crisis económica en el año 2018

Hacia fines del año 2015, la economía se encontraba estancada en niveles similares a los del año 2011. Asimismo, el 10 de diciembre asumió a la presidencia Mauricio Macri luego de obtener la victoria democráticamente y reemplazando en el gobierno a la presidente Cristina Fernández de Kirchner quien había gobernado durante dos mandatos previos consecutivos. En ese nuevo mandato, el Banco Central de la República Argentina tenía como objetivo cumplir con lo que la Carta Orgánica expone en el artículo 3: “promover la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social” (BCRA 2016, 32). De esta manera, la principal meta de este nuevo gobierno era el de lograr bajar la inflación a niveles del 5% anual controlando la tasa de interés ya que el tipo de cambio pasó de ser fijo (administrado por el BCRA) a uno flexible. (BCRA 2016, 32)

A comienzos del año 2016, el gobierno adoptó como principal instrumento de política monetaria para reducir la inflación a la tasa de interés a través de la licitación de LEBAC¹¹ en pesos con vencimiento a 35 días (BCRA 2016, 33-34). De esta forma lo que intentaban hacer fue que el exceso de liquidez que había en el mercado fuera absorbido por el Banco Central de la República Argentina a través de la compra de estas letras y así intentar controlar la suba de precios (Lafuente, Lebac: qué son y por qué hoy juegan un papel clave en la economía 2018). Adicionalmente, para la adopción de un tipo de cambio flexible sin intervención del Banco Central, el gobierno del presidente Macri tomó la decisión de quitar el cepo cambiario hasta ese momento impuesto por el gobierno anterior. Este consistía en la limitación de la compra de divisas internacionales al tipo de cambio oficial, medida que se utilizaba para poder mantener estable la cotización del tipo de cambio oficial. Como resultado de estas medidas, el primer movimiento que hubo fue la unificación del tipo de cambio oficial y de los paralelos llevando a que cada dólar estadounidense cueste 14 pesos argentinos, mientras que, antes de esta medida cada dólar estaba 9 pesos argentinos en el mercado oficial. (BCRA 2016, 37)

Con respecto al juicio iniciado por los fondos buitres, durante los primeros meses del año 2016 Argentina cerró acuerdos con la mayoría de los demandantes por una quita de capital del 25% de la deuda que estos tenían. El 19 de abril el país emitió deuda en los mercados internacionales por un total de 16.500 millones de dólares para destinar 9.300 millones al pago de los tenedores de bonos. Los nuevos instrumentos de renta

¹¹ “Las LEBAC, acrónimo de Letras del Banco Central, son títulos de deuda a corto plazo emitidos por el BCRA. Funcionan como otros bonos. Grandes bancos y pequeños ahorristas pueden comprar LEBAC, que se lanzan con un determinado vencimiento, y al concluir ese plazo reciben el monto que desembolsaron y el interés correspondiente.” (Lafuente, Lebac: qué son y por qué hoy juegan un papel clave en la economía 2018)

fija emitidos fueron el BONAR 7.75% 2022, BONAR 7.875% 2025 y BONAR 7.875% 2027. Todos ellos eran bonos bullet, es decir, la amortización del capital era al vencimiento de los mismos y estaban denominados en dólares (BCRA 2016, 77). El 22 de abril se hizo efectivo el pago y el juez Tomás Griesa levantó la medida que no permitía al Bank of New York realizar el pago a los inversores que sí habían entrado al canje. (El Comercio 2016)

Este contexto de normalización de la deuda con acreedores externos colaboró con la integración de la economía argentina al resto del mundo. Como consecuencia, el sobre rendimiento que debían tener los bonos soberanos argentinos para que sean atractivos comenzó su contracción. Así durante el primer semestre del año 2016 se logró colocar la mayor cantidad de deuda tanto soberana como corporativa de los últimos 10 años. Asimismo, las bajas tasas de interés que tenían los países desarrollados hacían que los emergentes se luzcan más atractivos para invertir sumado a la apertura del mercado cambiario. En particular, Argentina atrajo un 44% más de inversiones extranjeras que las que hubo en los últimos dos años. (BCRA 2016, 17-18)

A partir de septiembre del año 2016, el gobierno comenzó con la construcción de una curva de rendimientos en pesos. Esto beneficiaba al sector público ya que la moneda de repago era el peso argentino, de esta forma parecían tener menor riesgo de default. Hasta este momento los instrumentos que estaban en el mercado eran ajustados bajo el índice CER, dollar linked y nominales en pesos bajo el índice de tasa variable BADLAR. Emitieron bonos llamados BONTES a tasa fija y con amortización de capital bullet, estos títulos tenían 1.5, 2.5, 7 y 10 años de plazo. Esto se pudo lograr gracias a que las expectativas de inflación fueron controladas durante ese año y a que el mercado estaba con una visión positiva con respecto al futuro (BCRA 2016, 61-62). Adicionalmente, en este mismo período el Banco Central de la República Argentina publicó un programa de metas de inflación el cual establecía un rango objetivo para cada año consiguiente con el fin de lograr una desinflación estable. El mismo consistía en una inflación del 12% al 17% para el año 2017, 8% a 12% para el año 2018 y 5% a partir del año 2019. (BCRA 2016, 42)

Durante los primeros meses del año 2017 localmente la inflación fue del 2.1%, es decir, un aumento de 0.4 puntos porcentuales más que el último trimestre del año anterior. Es por esto, que el Banco Central de la República Argentina tomó la decisión de aumentar la tasa de interés de política monetaria, es decir, la tasa de la LEBAC en 150 puntos básicos alcanzando los 26.5%. Además, el nivel de actividad económica se venía incrementando. Este crecimiento se explica por la cosecha récord de trigo que trajo como consecuencia un aumento en las exportaciones y en el inventario agrícola. (BCRA 2017, 5-7)

En el año 2018, Argentina sufrió una crisis financiera y cambiaria que fue producida por diversos factores que se fueron desencadenando hacia fines del año anterior. El primer síntoma de esta crisis fue el nivel de inflación en diciembre del año 2017. Este llegó a ser del 25%, 8 puntos porcentuales mayor a la meta establecida (Iglesia 2018), aunque esta fue menor a la de un año anterior que había alcanzado un nivel del 36% (Blanco Gómez 2019). Por este motivo, es que las metas de inflación establecidas por el gobierno para el año 2017 se tuvieron que relajar y atrasar un año más. (Álvares 2019)

En el contexto internacional, Argentina enfrentó diversos desafíos sobre medidas que adoptaron los distintos gobiernos volviendo al sector financiero internacional menos favorable para el país. En Estados Unidos la Reserva Federal subió la tasa de interés de política monetaria a 1.75%-2% atrayendo capitales que hasta este momento se encontraban en los países emergentes. Por el lado de las exportaciones, en mayo del año 2018 el precio de las materias primas exportables disminuyó un 2% con respecto al mismo período un año antes generando un efecto riqueza negativo en los países exportadores, tal como es el caso de Argentina (BCRA 2018, 6-9). Además, a partir del mes de agosto la inestabilidad financiera de Turquía hizo que las monedas de los países emergentes se depreciaran en mayor medida contra el dólar. (BCRA 2018, 46)

En el marco local durante el año 2018, el país sufrió una sequía muy importante en las principales zonas agrícolas afectando a las exportaciones de soja y trigo. En este contexto, Argentina disminuyó su exportación en 6.500 millones de dólares aproximadamente. Adicionalmente, el financiamiento externo también estuvo afectado (BCRA 2018, 38-40). Con la suba de tasas de los países desarrollados, el costo de endeudarse en los mercados internacionales aumentó 60 puntos básicos con respecto al último trimestre del año 2017 (BCRA 2018, 11). Como consecuencia, el déficit en la cuenta corriente iba en aumento (BCRA 2018, 38-40).

El 25 de abril del año 2018 fue el día que comenzó un proceso de volatilidad cambiaria como consecuencia de una serie de sucesos externos e internos. En el marco internacional, como es mencionado anteriormente, la suba de la tasa libre de riesgo de Estados Unidos provocó una fuga de capitales desde las economías emergentes hacia las desarrolladas. En particular, Argentina estuvo fuertemente afectada por este suceso, ya que el país contaba con grandes desequilibrios macroeconómicos que habían heredado del gobierno anterior y, por lo tanto, necesitaba el apoyo de inversores externos (BCRA 2018, 37). En esa misma fecha implementaron el impuesto a la renta financiera para no residentes el cual fue sancionado en la ley N.º 27.430 para continuar con la reducción del déficit fiscal. Este establecía principalmente que los tenedores no residentes de las LEBAC (AFIP n.d.) deberán realizar un aporte del “5% para inversiones en pesos sobre el mínimo no imponible de \$66.917,91 anuales. Y sube a 15% sobre el excedente de ese monto para el ingreso generado a través de activos en dólares o en pesos ajustables” (Sticco 2018). Todo esto generó que la fuga de capitales fuera mayor que en otros países emergentes. Como consecuencia, la prima del riesgo país y las expectativas de devaluación se incrementaron. (BCRA 2018, 37-38)

Para contener esta situación, el Banco Central de la República Argentina como primer movimiento intervino en el mercado cambiario para intentar evitar una depreciación tan fuerte del peso argentino contra el dólar que generaría mayor inflación (BCRA 2018, 38). Este primer día el Banco Central vendió 1471.7 (Alvarez 2019) millones de dólares de sus reservas internacionales y todavía siguió sin poder contener el tipo de cambio. Este comenzó a desplazarse aproximadamente un 10% llegando a un valor de 22.76 (BCRA) pesos por cada dólar el 8 de mayo día en que el gobierno comenzó las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional (BCRA 2018, 39) logrando un acuerdo Stand By por un desembolso de 50.000 millones de dólares (BCRA 2018, 36). Lejos de calmar la ansiedad, este acuerdo con el FMI generó más desconfianza entre los inversores. Durante las conversaciones para llegar al acuerdo, el dólar llegó a valer \$25.36. Una semana después, el 14 de junio había alcanzado los 28.43 pesos argentinos por cada dólar estadounidense (Alvarez 2019). Ese mismo día Federico Sturzenegger, el entonces presidente del Banco Central, tomó la decisión de renunciar y asumió como nueva autoridad de esta institución Luis Caputo (Alvarez 2019). Adicionalmente, también aumentó la tasa de política monetaria que el 27 de abril estuvo en niveles del 30.25% y el 4 de mayo llegó a niveles del 40%. Para que esto impactará en los rendimientos de las LEBACS, el Banco Central empezó a participar en la compra de estas en el mercado secundario. Así estas letras tuvieron un aumento de 13 puntos porcentuales hacia mediados de mayo y, además, esta medida ayudó a reducir la cantidad de LEBACS que estaban en circulación. (BCRA 2018, 39)

En el tercer trimestre del año 2018, la inflación continuó acelerándose, pasando de un promedio mensual de 2.8% (BCRA, 2018, p. 5) el trimestre anterior a 4.5% ese periodo. Entonces, a partir del primero de octubre de ese año se realizaron algunas modificaciones. En primer lugar, hubo un cambio de autoridad. El 25 de septiembre de ese mismo año el nuevo presidente del Banco Central de la República Argentina pasó a ser Guido Sandleris. (Alvarez, 2019) Adicionalmente, Como el régimen de metas de inflación no estaba funcionando, ya que esta era cada mayor, se decidió el primero de octubre de este mismo año comenzar un nuevo régimen de emisión cero hasta el mes de junio del año siguiente (BCRA, 2018, p. 5). Como las LEBAC no estaban dando el resultado esperado de bajar la inflación, en el mes de agosto se dio comienzo a un programa de cancelación de LEBAC. Por lo tanto, el stock de LEBAC que había en circulación se fue reduciendo desde \$786.193 millones hasta \$190.548 millones en octubre (BCRA, 2018, p. 48). Para lograr esto, el BCRA comenzó a emitir las LELIQ que eran Letras de Liquidez que solo pueden ser negociadas

tanto en el mercado primario como en el secundario por las entidades bancarias y no los individuos y eran de 7 días de plazo. Las LELIQ terminaron transformándose en la tasa de interés de política monetaria de referencia (BCRA, 2018, p. 45). Con respecto a la medida de no intervención en el tipo de cambio flexible, la decisión que se tomó fue armar una zona de no intervención, Se dejará flotar al tipo de cambio cuando el precio del dólar estadounidense se mueva entre los 34 y 44 pesos (BCRA, 2018, pp. 5-6).

El día 30 de agosto el tipo de cambio se volvió a convertir en protagonista de la crítica situación económica del país aumentando un 24% en solamente un día y alcanzando niveles de 39.6 (Banco Central de la República Argentina n.d.) pesos por cada dólar. Luego, este valor se estabilizó durante el mes siguiente en un valor de 38.5 pesos, y llegó a fin del mes de septiembre a 40 pesos por dólar, acumulando una suba del 40% desde el mes de junio, es decir, solo en 3 meses (BCRA 2018, 46). Para intentar contener esta situación, el Banco Central de la República Argentina vendió, entre los meses de agosto y septiembre, 4.532 millones de dólares de las reservas internacionales. Adicionalmente, aumentó la tasa de interés de política monetaria de 40% a 45% anual el 13 de agosto y a 60% anual para el día 30 de agosto (BCRA 2018, 47). En esta época esta institución decidió cancelar las LEBAC. Como estas podían ser adquiridas por inversores extranjeros que invertían un porcentaje mínimo del total de sus carteras en el mercado local, generaba que cualquier pequeño cambio internacional o movimiento de capitales se vuelva muy contraproducente en la economía argentina. Este programa se implementó a partir del mes de agosto y consistió en el ofrecimiento a los inversores no bancarios de LEBAC por un monto menor del total del vencimiento. Asimismo, a los bancos les iba a ofrecer NOBAC con plazo a 1 año y LELIQ, prohibiéndoles participar en las emisiones primarias de las LEBAC. Esta medida finalizó en diciembre eliminando las LEBAC por completo. Asimismo, los pasivos remunerados del Banco Central de la República Argentina, es decir, las LELIQ y los pasivos pasivos pasaron de \$1.078.553 millones de pesos a \$700.998 millones de pesos en este periodo en que la medida tuvo lugar (BCRA 2018, 47).

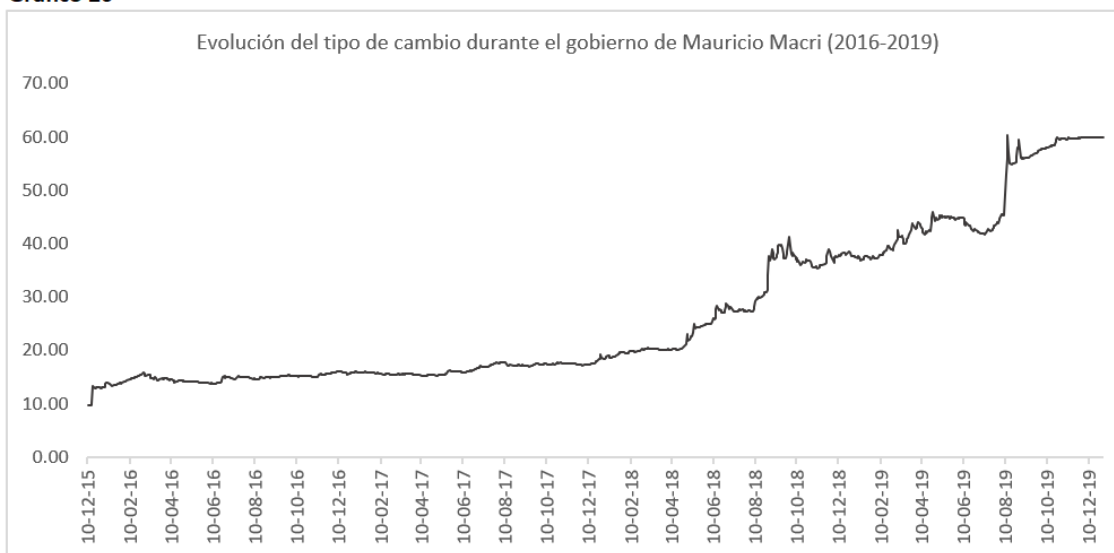
Durante el primer semestre del año 2019, la situación para la Argentina fue mixta. Por un lado, en el primer trimestre se presenció la depreciación más alta del tipo de cambio a 45 pesos por dólar. En contraste, en el segundo trimestre, que la inflación se redujo desde su nivel máximo en septiembre del año anterior de 6.5% mensual a 2.7% mensual en junio y un 38% anualizado (BCRA 2019, 49-50). Adicionalmente, el dólar estadounidense se mantuvo en la banda de no intervención del Banco Central de la República Argentina y la tasa de política monetaria de las LELIQ alcanzó su mínimo de 62.5% anual (BCRA 2019, 65-66).

Este contexto cambió en la segunda parte del año. Desde el punto de vista internacional, la Guerra Comercial entre la República Popular China y los Estados Unidos de América se intensificó. Este evento comenzó cuando en septiembre del año 2018, los Estados Unidos de América le empezó a aplicar impuestos a los bienes que importaba desde la República Popular China y viceversa. La consecuencia directa de esta situación fue un cierre de las fronteras de dichos países de ciertos productos que se comercializaban entre ellos y tuvieron que empezar a abrir y desarrollar con otros socios comerciales para derivar los productos con dificultades en la comercialización por las medidas mencionadas. En el caso de la soja, donde Argentina era altamente dependiente, lo mencionado generó una disminución de su cotización ya que Estados Unidos no había encontrado otro país para exportar dicho producto en las cantidades que lo hacía con China (BCRA 2019, 19-22). Adicionalmente, se estaba hablando del inicio de un Brexit que implicaba la salida de Gran Bretaña de la Unión Europea. Por el lado de Medio Oriente, se agravaron los conflictos geopolíticos. Toda esta combinación de situaciones en el mundo trajo una desaceleración de la actividad comercial mundial afectando particularmente a Argentina, que dejó de acceder al financiamiento internacional por el reacomodamiento de carteras y la fuga de capitales hacia economías desarrolladas. (BCRA 2019, 6)

En el mes de agosto se realizaron las elecciones PASO (Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias) en Argentina, las cuales tuvieron lugar 2 meses antes de las elecciones presidenciales y las mismas se utilizan para que los candidatos de los distintos partidos políticos diriman entre ellos sus pretensiones para que resulte en un candidato por cada fuerza electoral. El resultado de éstas fue la victoria por parte del candidato Alberto Fernández por 16 puntos porcentuales por encima del presidente Mauricio Macri. El mercado no

esperaba este resultado. A la jornada previa a las elecciones, el viernes 9 de agosto del año 2019, se lo nombró “viernes mágico”. El mercado estaba expectante ya que en las encuestas había salido que el resultado iba a ser un empate técnico entre ambos candidatos. El índice S&P Merval tuvo un alza del 8%, el mercado de renta fija operó volúmenes récord, el riesgo país cerró la jornada en los 969 puntos (Canceco 2020). Al día siguiente de las PASO, se lo conoce como “lunes negro” debido a que las acciones argentinas en Wall Street disminuyeron un 60%, el riesgo país llegó a los 2000 puntos (Ministerio de Hacienda 2019, 2) y el tipo de cambio se incrementó un 19% pasando de 45 pesos por dólar el viernes 9 de agosto y llegando a niveles de 53 pesos por dólar el lunes siguiente (Gasalla 2021). El tipo de cambio finalizó el mes de agosto llegando a los 59.1 pesos por dólar. A continuación, en el gráfico 26 se observa la evolución del tipo de cambio a lo largo de todo el gobierno de Mauricio Macri (BCRA 2019, 61). Asimismo, como consecuencia de la incertidumbre financiera que había en el país, durante el mes de agosto del 2019 los depósitos bancarios en dólares estadounidenses se redujeron un 18% o 5.872 millones de dólares. Como consecuencia de ello, las reservas del Banco Central de la República Argentina se vieron afectadas por tres motivos. En primer lugar, las entidades bancarias comerciales tuvieron que solicitar los encajes que tenían depositados en la dicha institución para poder hacer frente a la fuga de capitales. En segundo lugar, la autoridad monetaria trató de contener al tipo de cambio mediante venta de reservas internacionales para que la situación no empeore. Por último, al Tesoro se le sumó el pago de vencimiento de letras en dólares que hasta este momento se cancelaban utilizando las divisas que se encontraban en las reservas internacionales bajo la modalidad de encajes. Luego de las elecciones, “las reservas internacionales cayeron US\$12.208 millones (-18%) impulsadas por US\$2.038 millones de intervenciones cambiarias, US\$4.862 millones vinculados a la salida de depósitos en dólares de los bancos y US\$5.262 millones de operaciones del sector público, principalmente por vencimientos de deuda”. Adicionalmente, la tasa de la política monetaria aumentó de 67.3% anual a mediados de agosto a 85.3% anual a principio de septiembre. (BCRA 2019, 62-63)

Gráfico 26



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del BCRA.

El escenario de incertidumbre financiera del país generó que al Tesoro se le dificultara poder afrontar los vencimientos de las letras. Hasta el viernes antes de las elecciones, podía renovar el 88% del total de los mismos. Luego, el lunes siguiente pudo renovar solamente por un porcentaje menor al 10% (BCRA 2019, 61). Para hacer frente a esta situación el ministro de Hacienda, Hernán Lacunza, decidió proponer el denominado “Re-perfilamiento” para el pago de los vencimientos del Tesoro. Con respecto a los títulos de corto plazo como las LECAP, LETES, LECER, LELINKS para personas humanas se pagaron al vencimiento. En contraste, para personas jurídicas se pagaron un 15% a la fecha de vencimiento, 25% a los

3 meses y 60% a los 6 meses. Por el lado de títulos públicos de mediano o largo plazo ya sea con legislación internacional o local, se propuso una reestructuración voluntaria. (Ministerio de Hacienda 2019, 5)

En el gráfico 27 incluido a continuación, se observa la evolución del precio del bono DICP y en el gráfico 28 la evolución de los rendimientos de este mismo título y, por último, en gráfico 29 compara los bonos AY24 (en blanco) y AO20 (en azul). DICP es uno de los bonos emitidos en el canje del año 2005. Tiene fecha de vencimiento en el año 2033, capital amortizable e intereses ajustados por el índice CER, y cupón del 8% anual (Starobinsky 2021). En el gráfico 27, se puede observar una tendencia estable durante los primeros meses del año 2018, hasta que ocurre el primer salto del tipo de cambio en abril de ese año, el bono llega a niveles mínimos para luego retornar a los niveles previos a este suceso. Luego, en abril del año siguiente vuelve a llegar a su mínimo. A partir de agosto del año 2019, con las elecciones que habían tenido lugar, el bono requiere de un rendimiento mayor para lucir atractivo ante los inversores. Al ser un bono que está atado al índice CER, cuando el mercado pricea que la devaluación del tipo de cambio le va a ganar porcentualmente a la inflación, entonces van a preferir tener en sus carteras bonos atados al dólar, en lugar de los títulos atados a la inflación. En los sucesos descritos que se produjeron durante los años 2018 y 2019, como había tipo de cambio flexible, el mercado estaba esperando que la depreciación del peso termine siendo mayor que la inflación que estaba intentando ser controlada por el Banco Central.

Gráfico 27

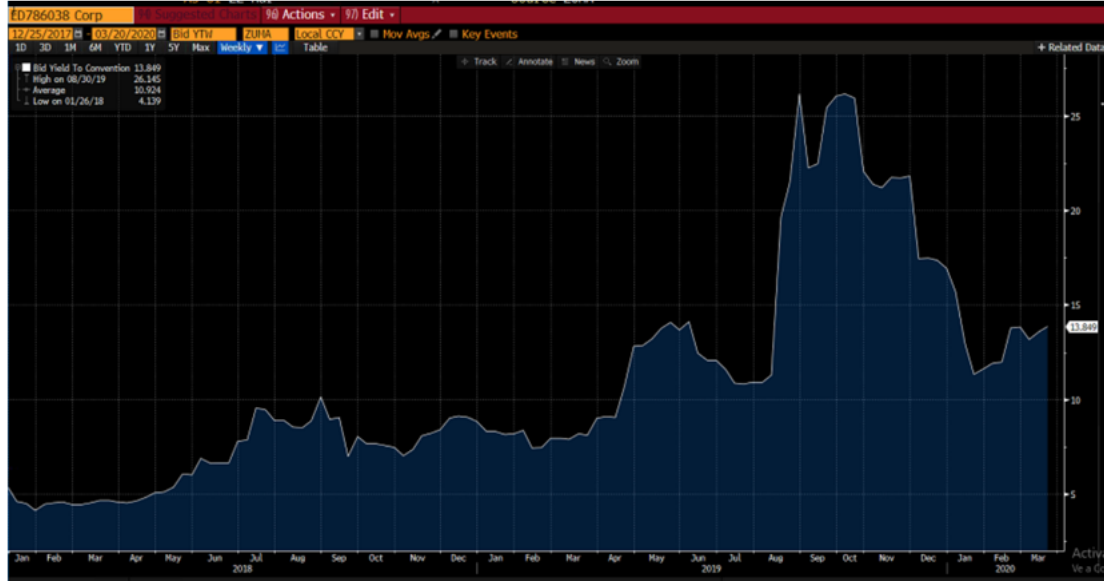
Evolución del precio del bono DICP en moneda local desde el mes de diciembre del 2017 hasta el mes de marzo del 2020.



(Fuente: Elaboración propia en la plataforma de Bloomberg)

Gráfico 28

Evolución del rendimiento del bono DICP desde el mes de diciembre del 2017 hasta el mes de marzo del 2020.



(Fuente: Elaboración propia en la plataforma de Bloomberg)

Los bonos AY24 o Bonar 2024, AO20 o Bonar 2020 fueron emitidos en los años 2014 y 2015 y vencían en los años 2024 y 2021 respectivamente. Ambos eran bonos en dólares bajo ley local con capital amortizable y además pagaban cupón anual de 8.75% el Bonar 2024 y 8% el Bonar 2020 (Cohen n.d.). En este caso, se puede analizar que ambos instrumentos de renta fija tienen la misma tendencia, aunque el Bonar 2024 siempre se encontraba por debajo del Bonar 2020. Esta situación correspondía a que al ser un bono más largo requería un menor precio para lucir más atractivo frente a los inversores. Hasta el mes de abril del año 2018, el precio de ambos bonos rondaba 115 dólares. A partir de esta fecha, con el primer salto del tipo de cambio, la tendencia comenzó a ser bajista. El gran salto del precio de estos títulos se produjo en agosto del año 2019. A partir de entonces, no volvió a recuperar su valor, ya que el riesgo país era muy elevado, por lo que el mercado percibía que estos bonos corrían un gran riesgo de default.

Gráfico 29

Evolución del precio de los bonos AY24 (en blanco), AO20 (en azul) en moneda extranjera desde el mes de diciembre del 2017 hasta el mes de marzo del 2020.



(Fuente: Elaboración propia en la plataforma de Bloomberg)

El año 2019 finalizó con una inflación del 53.8% anual y el cambio de gobierno, de un gobierno considerado de derecha (Mauricio Macri) a un gobierno percibido de izquierda (Alberto Fernández). El 10 de diciembre asume como presidente Alberto Fernández y como vicepresidenta Cristina Fernández. Durante los primeros meses de su mandato, el nuevo gobierno estableció algunas medidas para ayudar a los sectores más vulnerables en medio de la crisis económica. Entre ellas se encuentran, un bono para los jubilados y pensionados de \$5000 para cobrar en el mes de diciembre y enero, la “Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva” declara la emergencia pública en materia económica, financiera, fiscal, administrativa, previsional, tarifaria, energética, sanitaria y social, aumento de salarios para los trabajadores del sector público y privado, entre otras cuestiones. Con el fin de aumentar la recaudación, se impuso el impuesto PAIS del 30% para gastos con tarjeta de crédito en el exterior, aumentaron el derecho a la exportación y la alícuota de bienes personales. (BCRA 2020, 41-42)

Con respecto a la deuda pública nacional, el anterior gobierno dejó un total de 323.177 millones de dólares gran parte de la cual era en moneda extranjera. El objetivo del nuevo presidente era intentar negociar algún tipo de plan de repago de la deuda ya que dadas las condiciones en las cuales estaba la economía argentina no se podían comprometer con el cumplimiento de las obligaciones asumidas. (BCRA 2020, 58)

Expresada en millones de dólares	Total a dic-2019	%
Deuda en Situación de Pago Normal	320.638	99.21%
TÍTULOS PÚBLICOS	194.153	60.08%
Moneda nacional	38.723	11.98%
Moneda extranjera	155.416	48.09%
Amparos y excepciones	15	0%
LETRAS DEL TESOSO	31.34	9.70%
Moneda nacional	13.097	4.05%
Moneda extranjera	18.243	5.65%
PRÉSTAMOS	80.907	25.03%
Préstamos garantizados	640	0.20%
Organismos internacionales	67.987	21.04%
Organismos oficiales	5.392	1.67%
Banca comercial	2.868	0.89%
Pagarés del tesoro	1.623	0.50%
Avales	2.397	0.74%
ADELANTOS TRANSITORIOS BCRA	14.237	4.41%
Deuda en Situación de Pago Diferido	104	0.03%
Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración	2.435	0.75%
TOTAL DEUDA BRUTA	323.177	100%

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0220.pdf> página 57

Comienzo de la era del COVID-19

En los últimos meses del año 2019, estalló el COVID-19 en China generando una pandemia mundial. Al poco tiempo, el virus se esparció por el resto del mundo llegando a la Argentina en el mes de marzo del año 2020. Todos los países del mundo afectados por este shock externo se vieron obligados a tomar medidas tanto económicas como sanitarias ya que no había ningún tipo de medicamento o vacuna que pueda frenar esta epidemia. La primera medida tomada por el Gobierno Nacional fue la de establecer una cuarentena estricta, la cual no les permitía a las personas movilizarse de sus hogares por riesgo al contagio. Esta medida generó en primer lugar un shock de oferta ya que las empresas productivas tuvieron que cerrar por el aislamiento. Luego, por el efecto riqueza negativo que generó esta menor producción de bienes transables, la reducción del turismo y actividades recreativas y el limitado acceso a la liquidez, generó un shock negativo en la demanda afectando al consumo y a la inversión privada. (BCRA 2020, 7)

En el mes de marzo, el nivel de actividad cayó muy bruscamente 14 y 16 puntos en los países desarrollados y emergentes, respectivamente. Durante el primer trimestre del año 2020, en Estados Unidos el PBI cayó un 1.2%, en Europa un 3.8% y en China un 9.8% siendo el epicentro de esta crisis. Adicionalmente, los indicadores de confianza del consumidor también se desplomaron. Con la cuarentena, el sector del empleo fue el más afectado durante la pandemia. Durante el primer trimestre, en Estados Unidos 37 millones de personas quedaron desempleadas solicitando algún tipo de ayuda económica, esta cifra equivale al 14.7% de la población económicamente activa (BCRA 2020, 10-11). Excepto para China, estos niveles negativos

continuaron durante el segundo trimestre del año. El PBI de Estados Unidos cayó 9.5%, el de Europa 12.1% y, por el contrario, el PBI de China se había recuperado lentamente a niveles de 3.2%. (BCRA 2020, 13)

Para tratar de que no se produjera una quiebra masiva de empresas y que este shock temporal se vuelva permanente, los distintos Bancos Centrales de los países tomaron una serie de medidas. La FED, el Banco Central de Inglaterra, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón tuvieron como principal objetivo la inyección de liquidez en sus economías, a través de la recompra de títulos y del apoyo económico a las compañías ampliando la hoja de activos de sus respectivos bancos centrales en 14 puntos de su PBI por emisión monetaria (BCRA 2020, 14). En contraste, los países emergentes tenían un menor rango de maniobra para brindar liquidez a sus sistemas financieros. Adicionalmente, por la incertidumbre financiera global se produjo la fuga de capitales hacia la calidad (en inglés, fly to quality) que en los primeros 4 meses de pandemia llegó a ser de 100.000 millones de dólares (BCRA 2020, 13-15). Por ello, el Banco Mundial y otros organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional decidieron habilitar líneas de crédito más rápidas para poder ayudar a los países con menores ingresos. Durante el mes de abril, Argentina recibió una ayuda económica por 35 millones de dólares por parte del Banco Mundial. (BCRA 2020, 19-21)

Durante estos primeros meses de incertidumbre y de una menor actividad económica mundial, el precio del petróleo se vio fuertemente afectado. La organización de los países exportadores de petróleo más Rusia (OPEP+) se reunieron con el fin de acordar una disminución en la producción de petróleo, ya que, la demanda había bajado fuertemente y no había más espacio de almacenamiento. Como Rusia y Arabia Saudita no se ponían de acuerdo, comenzó una guerra de precios del petróleo. Además, muchos inversores empezaron a vender sus posiciones porque no tenían lugar de almacenamiento para el petróleo, debido a que en Estados Unidos los contratos futuros no se pueden liquidar en efectivo, sino que hay que realizar la entrega del producto. El 17 de abril este commodity llegó a tener un precio negativo de 37.6 dólares por barril en la variante WTI, mientras que a principio de año el precio del mismo era de alrededor 60 dólares por barril. (BCRA 2020, 22-23)

El COVID llegó a la Argentina mientras el país atravesaba una recesión desde el último trimestre del año 2017. Cuando comenzaron los contagios, el Gobierno Nacional rápidamente implementó el aislamiento obligatorio para trabajadores de actividades no esenciales. El país estuvo afectado vía el canal comercial, con una reducción de los precios de las materias primas exportables de 12.8%, también con el cierre del turismo internacional y la fuga de capitales de las economías emergentes. En el mes de marzo, la actividad económica se redujo un 9.6% con respecto al mes anterior. En el primer trimestre del año 2020, el nivel de exportaciones cayó un 13% (BCRA 2020, 24-35). Para amortiguar el shock de oferta y demanda que trajo la pandemia junto con el efecto riqueza negativo, el gobierno implementó varias medidas de ayuda económica que generaron el aumento del gasto público con el objetivo de colaborar con los sectores más vulnerables de la sociedad y con los trabajadores que no podían ejercer su actividad desde sus propios hogares (BCRA 2020, 38-39). Durante el primer trimestre del año 2020, la inflación se redujo a niveles de 2.5% mensuales, comparados con el trimestre anterior que se ubicaba en niveles del 3.8% mensuales. Anualizando estos niveles al mes de marzo, la inflación fue de 48.4% o 5.5% por debajo de los niveles de diciembre del año anterior pudiéndose contener por la disminución del gasto y de las actividades económicas que habían sido suspendidas. Cabe aclarar que el año 2020 finalizó con una tasa de inflación de alrededor del 36%. (BCRA 2020, 54)

En el tercer trimestre del año, las economías comenzaron a recuperarse por la reactivación en sus actividades a pesar de los rebrotes que surgían en los distintos países. En el mes de noviembre, la producción industrial se recuperó un 15% desde el nivel mínimo al que llegó en abril y el comercio internacional se recuperó un 18% desde el mínimo que llegó en mayo. Los principales socios comerciales de Argentina continuaron mostrando un aumento en sus PBI. En el caso de Estados Unidos el PBI se recuperó un 7.4% y en Europa un 12.7% (BCRA 2020, 10). En particular, en Estados Unidos, el presidente de la FED, Jerome Powell, comunicó que el objetivo del organismo era que la inflación llegara al 2%. De esta forma, tenían

margen para seguir realizando políticas expansivas y seguir ampliando los activos de su balance. (BCRA 2020, 14)

Para Argentina, el tercer trimestre del año también fue una época de recuperación por la flexibilización en las medidas de aislamiento que el gobierno había tomado. La actividad económica llevaba una recuperación del 25% desde su mínimo en abril, aunque todavía continuaba por debajo de los niveles prepandemia (BCRA 2020, 22-23). Adicionalmente, con la reactivación económica el empleo también se recuperó un 31% con respecto al mínimo alcanzado en el mes de mayo (BCRA 2021, 29). A pesar del difícil año por la crisis sanitaria internacional, la inflación del año 2020 terminó siendo del 36.1% disminuyendo 17.7 puntos porcentuales con respecto a la inflación del año anterior (BCRA 2021, 4). En términos de la cuenta corriente del país, las exportaciones de manufacturas crecieron durante el tercer trimestre un 36% principalmente por el aumento de la demanda de Brasil que también se estaba recuperando económicamente. Junto con un aumento del 8.8% del precio de las materias primas exportables y la disminución de las importaciones por la baja en el consumo, la cuenta corriente se volvió superavitaria. (BCRA 2020, 43-45)

El año 2019 finalizó con un porcentaje de deuda nacional sobre PBI mayor al de los años anteriores. Mientras que en los años 2017 y 2018 el país había alcanzado un nivel de deuda sobre PBI del 56.6% y 86% de los cuales 38.8% y 65.5% eran en moneda extranjera, respectivamente. En el 2019 alcanzó un volumen del 88.8% de los cuales el 69% era en moneda extranjera (Secretaría de Finanzas 2020, 3). Con un contexto económico mundial adverso con dificultad para la obtención del crédito internacional a un costo razonable, sumado a las políticas monetarias expansivas para hacer frente a la reducción de la actividad productiva estos porcentajes de deuda eran considerados impagables. Por ello, a mediados del mes de abril el gobierno presentó un esquema de reestructuración de la deuda que estaba bajo legislación extranjera con el fin de reducir la deuda a pagar en dólares y estabilizarla en un porcentaje del PBI viable, extender los plazos de vencimiento, y reducir los intereses de la deuda de largo plazo para que pasaran de ser del 7% al 3.1% del PBI (BCRA 2020, 53). Los bonos elegibles para reestructurar eran un total de 21, de los cuales el 70% estaban nominados en dólares estadounidenses y el otro 30% en euros, representando un total del stock de deuda a canjear de 66.238 millones de dólares. (Secretaría de Finanzas 2020, 11)

Los títulos públicos elegibles eran: “Bonos Par y Discount denominados en dólares y euros emitidos en el marco del Convenio de fideicomiso 2004 (Trust Indenture 2005) aprobado mediante Decreto 1735/2004 y en el marco del Decreto 563/2010. Los Bonos internacionales de la República Argentina denominados en dólares estadounidenses, euros y francos suizos emitidos en marco del Convenio de fideicomiso 2016 (Trust Indenture 2016) aprobado mediante Resolución 146/2016 del ex Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas” (BCRA 2020, 51). También se sumaron como bonos elegibles algunos emitidos bajo ley nacional como las letras del tesoro nacional que habían sido emitidas en dólares y bonos emitidos en moneda extranjera como BONAR 2020, 2022, 2023, 2025 y 2027. (Ministerio de Economía 2020)

Los nuevos bonos fueron emitidos en dólares o euros y bajo la legislación de Nueva York o Argentina. El vencimiento de los títulos era a mediano y largo plazo, con amortización de capital a partir de un año específico dependiendo de cada bono y hasta su vencimiento y el pago de cupones era step-up, es decir, empezaban teniendo cupón cero, pero después iban aumentando en forma escalonada. Este canje presentaría cláusulas de acción colectiva. Cuando se llegaba al mínimo de ofertas voluntarias acordadas, entonces todos los tenedores de los bonos elegibles entrarían obligatoriamente al canje. Las condiciones iniciales son las siguientes: “Los bonos Discount (en EUR y US\$) serán canjeados por el nuevo Bono (en EUR y US\$) Step Up 2039. Los bonos Par (en EUR y US\$) serán canjeados por el nuevo Bono (en EUR y US\$) Step Up 2043. Los bonos en US\$ emitidos bajo el Convenio de Fideicomiso 2016 (Trust Indenture 2016) serán canjeados por el nuevo Bono en US\$ Step Up 2047. Los bonos en EUR y CHF emitidos bajo el Convenio de Fideicomiso 2016 (Trust Indenture 2016) serán canjeados por el nuevo Bono en EUR Step Up 2047”. También podían elegir en canjear sus títulos elegibles por bonos atados al índice CER, BONCER 2026 y 2028. (BCRA 2020, 50-53)

Los tenedores que aceptaban ir voluntariamente al canje podían optar por elegir el título canjeado de salida y la prioridad iba a depender del título elegible y de la cantidad de nuevos bonos emitida. El nuevo bono en dólares con vencimiento en el año 2030 tenía un límite de emisión de 11.400 millones de dólares. El bono en euro con vencimiento en el año 2030 tenía un límite de 3.200 millones de euros. El bono en dólares con vencimiento en el año 2030 tenía un límite de 20.700 millones de dólares y, por último, el bono en euro con fecha de vencimiento en el año 2036 tenía un límite de 2.700 millones de euros (BCRA 2020, 50-53). A inicios del mes de agosto, se realizó un acuerdo entre los tenedores de bonos ley extranjera y el Ministerio de Hacienda. Luego, el 4 de septiembre el canje tuvo un porcentaje de aceptación de 98.8% (Ministerio de Economía 2020). También era importante que se realizara un acuerdo con el Club de París y con el Fondo Monetario Internacional para renegociar los términos del pago de la deuda (BCRA 2020, 53).

Las consecuencias de la pandemia y las medidas del gobierno de aislamiento, que fue uno de los más largos del mundo, generaron una larga recesión que se combinó con un nivel de endeudamiento externo que era elevado frente al PBI. Esta situación generó que, a pesar de la exitosa recuperación económica, los agentes económicos aumenten de manera significativa la demanda de divisas para cancelar deudas o atesorar. Esta situación implicó desequilibrios en el mercado de cambios que fueron reforzados por las expectativas al tener un diferencial entre el tipo de cambio implícito en las operaciones de bonos, el tipo de cambio oficial y la posibilidad de tomar deuda en pesos a tasas de interés reales negativas. (BCRA 2020, 48)

A los efectos de evitar desequilibrios temporales que afectaban la posición de reservas internacionales, los volúmenes operados en el mercado de cambios en el año 2020 registraron una tendencia decreciente tanto por las regulaciones cambiarias impuestas como por la pandemia y la reducción de los flujos comerciales. Entre las medidas tomadas por el Banco Central de la República Argentina se observaba la limitación de adquisición de divisas para atesoramiento, sistema de control y monitoreo para pagos al exterior, aumento del tipo de cambio para comprar en el exterior a través de tarjeta de crédito incluyendo el impuesto PAIS y pagos a cuenta de ganancias. Por otro lado, se instauró un sistema de autorización de importaciones a los efectos de controlar los flujos comerciales hacia el país. Con posterioridad, se incentivó la liquidación de divisas del campo a través del incremento del tipo de cambio a liquidar. Estas medidas producidas por el atraso cambiario generaban, en adición a la disminución de las reservas del Banco Central, incertidumbre sobre la posibilidad de mantener esta política monetaria y la cotización del dólar estadounidense como ancla antinflacionaria. (BCRA 2020, 52-60)

En el gráfico 30 se encuentra la evolución del precio del bono Discount con vencimiento en el año 2033 y bajo la legislación local. Este título era elegible para ser canjeado en el año 2020. Cuando estalló la pandemia y empezó a haber fuga de capitales hacia las economías con menor riesgo, el precio de este activo se desplomó fuertemente en el mes de abril. A medida que las economías emergentes comenzaron su recuperación a partir del segundo trimestre del año, el precio de este activo también. Asimismo, el máximo precio alcanzado fue de 47.88 dólares en el mes de agosto fue por la comunicación oficial de que se iba a realizar un canje de deuda.

Gráfico 30

Evolución del precio del bono DISCOUNT con vencimiento en el año 2033 y bajo la legislación local.



(Fuente: Elaboración propia en la plataforma de Bloomberg)

Conclusión

A través de este trabajo de investigación pude conocer y entender con mayor profundidad a la economía argentina, sus deficiencias y como estas afectan al precio de la deuda soberana siendo esta muy sensible a la confianza en los diferentes gobiernos. Como se puede observar a lo largo de esta tesis, una crisis económica en un país se puede desarrollar tanto por factores internos o por factores externos. Lo más importante es poder transmitir tranquilidad y confianza a los mercados para que estos no sobreactúen. En las 4 crisis económicas analizadas, al instante que ocurre un shock tanto interno como externo el mercado se asusta saliendo a vender rápidamente sus bonos soberanos nacionales tanto los de legislación extranjera como local. Como consecuencia, el precio de los activos comienza a disminuir y, por lo tanto, para volverse más atractivos nuevamente deben tener rendimientos mayores.

La primera crisis económica analizada, la del año 2001 o popularmente llamada “Corralito” fue causada por un exceso de deuda tanto en moneda nacional como en moneda extranjera que era impagable, la implementación del Plan de Convertibilidad en el primer gobierno de Menem, las diversas crisis económicas globales como la mexicana, la asiática, la rusa y la brasilera que afectaron el comercio internacional de la Argentina. Estas diversas situaciones fueron causando debilitamiento en la economía del país, la dependencia de los préstamos externos, la inestabilidad política y la falta de soluciones efectivas a largo plazo. Entonces, cuando se declara la cesación de pagos tanto del capital más los intereses de la deuda, el mercado entra en pánico y los inversores salen a vender sus tenencias desplomando el precio de las mismas. Esta situación se tradujo en una devaluación del peso argentino, una gran recesión y una caída en los índices bursátiles como el Merval y en los bonos soberanos globales. La solución que había traído el siguiente gobierno de Nestor Kirchner fue la realización de una reestructuración con el fin de volver a tener niveles de deuda realistas para poder cumplir con las obligaciones estipuladas en los prospectos de los bonos, ganarse nuevamente la confianza del mercado y no entrar en cesación de pagos.

Por lo tanto, con el exitoso resultado del canje, con la estabilización del tipo de cambio y las medidas tomadas por el gobierno para recuperar la economía, se logró salir de la crisis y comenzar un proceso de recuperación. Esto se reflejó en la reactivación de la actividad económica, la disminución de las tasas de interés, los resultados positivos de las empresas y el aumento de la confianza y expectativas en los mercados. Los máximos del tipo de cambio coincidieron con los mínimos del Merval, y a medida que

se recuperó la economía, el índice bursátil comenzó una tendencia alcista. Adicionalmente, se vieron notables mejoras en los principales ratios que hacen a la economía.

El gobierno se centró en cumplir con los pagos de la deuda y ganar la confianza de los inversores, lo que llevó a una disminución del riesgo país y la posibilidad de emitir bonos con una menor tasa de interés y fecha de vencimiento más larga. Esto, junto con un escenario internacional favorable, llevó a un ciclo de crecimiento económico sostenido durante cinco años consecutivos, con una tasa de crecimiento del 8.8% anual en promedio. Además, el país logró mantener un superávit primario del 3% del PBI y una cuenta corriente positiva del 4.8% del producto. Aunque esta recuperación económica tuvo sus altibajos, fue un logro significativo para el país después de una década de inestabilidad.

Luego, en el año 2008 estalló la crisis Subprime originada en Estados Unidos por la emisión de obligaciones hipotecarias de baja calidad, lo que generó una burbuja de precios que explotó y provocó la quiebra de varias entidades financieras como el banco Lehman Brothers, la recesión de la economía estadounidense y la propagación de la crisis a nivel global a través de los canales financiero y real. Particularmente, Argentina estuvo levemente afectada a través del comercio internacional principalmente y de la fuga de capitales ya que los inversores no estuvieron dispuestos a asumir el riesgo de un país emergente y por lo tanto se produjo “fly to quality”. Argentina logró emitir deuda en el año 2007 y extender los plazos de vencimiento de los bonos, aunque los rendimientos aumentaron debido a la afectación del riesgo país pasando de rendir 8.17% a 9.1% aproximadamente. Durante el primer semestre del año 2008, la economía argentina continuó creciendo, mantuvo el superávit fiscal y aumentó su cuenta corriente positiva.

En el primer trimestre del año 2009, el Estado aumentó los gastos primarios en un 28% para brindar planes sociales y apoyo económico a los sectores más vulnerables de la sociedad, así como también se aumentaron las jubilaciones. Aunque el ingreso del Estado no aumentó debido a la difícil situación externa, el Tesoro emitió el BONAR 2016 por un total de 2.594 millones de pesos y se realizó el canje de préstamos garantizados por el BONAR 2014. En el segundo trimestre de 2009, con la recuperación de la economía mundial comenzó a recuperarse y se emitieron títulos públicos en moneda extranjera llamados BONAR X para retornar a los mercados de capitales internacionales. El anuncio del canje demostró la buena predisposición de Argentina para pagar su deuda reduciendo el indicador de riesgo país EMBI Argentina en 278 puntos básicos. Como consecuencia, el índice Merval aumentó un 29% y el peso argentino se apreció después de cinco trimestres consecutivos de depreciación. El Banco Central de la República Argentina finalizó el año 2009 con 47.967 millones de dólares de reservas internacionales.

En el año 2011, a pesar de la volátil situación internacional, Argentina, al igual que el resto de los países emergentes, tuvo un comportamiento estable en los precios de la deuda, basados principalmente en distintas medidas llevadas a cabo por el gobierno. Entre las medidas que ayudaron a la recuperación de Argentina se incluyen el canje de deuda con el Club de París y el éxito de los canjes del año 2010 de deuda en el mercado interno, el uso de reservas internacionales para pagar los intereses vencidos, el aumento del precio de las commodities exportables y el alto riesgo que presentaban las economías desarrolladas. Como resultado de estas medidas, el rendimiento de los bonos se mantuvo relativamente estable durante el primer trimestre de 2011, a pesar de la incertidumbre y la volatilidad internacional. Además, el índice Merval obtuvo sus máximos históricos y las reservas internacionales continuaron en aumento. Aunque el comercio internacional sufrió una desaceleración en la tasa de crecimiento debido a la crisis europea y otros conflictos políticos y sociales en todo el mundo, Argentina logró mantener una economía estable gracias a las medidas adoptadas por el gobierno y a las perspectivas de crecimiento del mercado.

Durante el año 2012, debido a las incertidumbres internacionales por el canje de deuda griega y el debilitamiento de las economías desarrolladas, comenzó la tendencia al incremento de los bonos debido a la falta de apetito de los inversores de asumir riesgos (fly to quality). Por otro lado, desde el punto de vista local, comenzaron a implementarse medidas restrictivas a la libre circulación de divisas, por lo que se va observando un decaimiento de la solvencia del Estado. Otro factor de baja de valor fue el fallo del juez

Griesa en contra de Argentina por el juicio de los bonistas que no ingresaron al canje aplicando la cláusula *pari passu*. Este proceso llevó a que el país entrara en un *technical default* que generó un aumento en el riesgo de *default* en los bonos bajo ley Nueva York. Además, el peso se siguió depreciando con respecto al dólar, lo que afectó las reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina.

La evolución de los precios de renta fija en Argentina entre finales del año 2013 y los primeros meses del siguiente estuvo influenciada por varios acontecimientos importantes, entre los que se destacan la compensación otorgada a REPSOL en forma de bonos emitidos bajo ley argentina y el acuerdo de refinanciación con el Club de París ayudando a estabilizar la situación financiera del país. Sin embargo, la decisión del juez Tomás Griesa de obligar al país a pagar a los acreedores que no habían ingresado a ninguno de los dos canjes resultó en un *default selectivo* y una disminución abrupta en los precios de los bonos soberanos bajo ley extranjera. Estos eventos demuestran la importancia de la estabilidad política y financiera en la determinación de los precios de renta fija en Argentina.

Para continuar con la tercera crisis económica, en el año 2015 cuando Mauricio Macri fue elegido presidente la economía argentina se encontraba estancada en niveles similares a los del año 2011. Entonces el principal objetivo de este mandato era reducir la inflación a niveles del 5% anual controlando la tasa de interés y adoptando un tipo de cambio flexible sin intervención del Banco Central. Para lograrlo, el gobierno adoptó como principal instrumento de política monetaria la licitación de LEBAC en pesos con vencimiento a 35 días. El levantamiento del cepo cambiario y la normalización de la deuda con acreedores externos colaboraron con la integración de la economía argentina al resto del mundo. En particular, Argentina atrajo un 44% más de inversiones extranjeras de las que hubo en los últimos dos años. Además, a partir de septiembre de 2016, el gobierno comenzó con la construcción de una curva de rendimientos en pesos que beneficiaba al sector público.

La crisis económica que experimentó Argentina en el año 2018 tuvo causas tanto internas como externas. A nivel internacional, la subida de la tasa de interés en Estados Unidos llevó a una fuga de capitales desde las economías emergentes hacia las desarrolladas, lo que afectó negativamente a Argentina. Además, la disminución del precio de las materias primas exportables y la inestabilidad financiera en Turquía también afectaron a la economía argentina. A nivel local, la sequía en las principales zonas agrícolas del país afectó a las exportaciones de soja y trigo, y el aumento del costo de endeudamiento en los mercados internacionales llevó a un aumento del déficit en la cuenta corriente. Para intentar estabilizar esta situación, el 25 de abril de 2018 el gobierno sancionó un impuesto a la renta financiera para tenedores de instrumentos que no eran residentes en el país. Además, con la falta de cumplimiento en el año 2017 de las metas de inflación comenzó un proceso de volatilidad cambiaria, y para contener la situación, el Banco Central de la República Argentina intervino en el mercado cambiario vendiendo reservas internacionales. Sin embargo, esto no fue suficiente y el tipo de cambio siguió desplazándose, lo que llevó al gobierno a negociar un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional. Aunque este acuerdo generó desconfianza entre los inversores, permitió al país recibir un desembolso de 50.000 millones de dólares para estabilizar la economía.

En el año 2019, el oficialismo pierde por una diferencia importante las PASO. La victoria de Alberto Fernández en las elecciones primarias de agosto de 2019 provocó una caída abrupta del mercado financiero argentino, la devaluación del peso, la disminución de los depósitos bancarios en dólares y la reducción de las reservas internacionales del país. En este contexto, se dispone de un “Re-perfilamiento” de los vencimientos del Tesoro. A partir de esta fecha hubo baja en el precio de los bonos y una transferencia de las tenencias de bonos atados a dólares a bonos atados al índice CER, ante la expectativa de que la tasa de inflación superará a la de devaluación. En respuesta, el Banco Central de la República Argentina aumentó la tasa de interés y vendió reservas internacionales para tratar de contener la fuga de capitales y estabilizar el tipo de cambio.

La pandemia de COVID-19, que comenzó en China a finales de 2019, se convirtió en una crisis económica global que afectó a la mayoría de los países del mundo. En Argentina, las medidas tomadas para frenar la

propagación del virus generaron un shock de oferta que llevó al cierre de empresas y una reducción en la producción de bienes transables. Como resultado, se produjo un efecto riqueza negativo que afectó al consumo y a la inversión privada, generando un shock negativo en la demanda. El sector del empleo fue uno de los más afectados, y muchos países experimentaron un aumento en el número de desempleados durante la pandemia. Los bancos centrales de varios países tomaron medidas para inyectar liquidez en sus economías y evitar una quiebra masiva de empresas. Los países emergentes tenían un menor rango de maniobra para brindar liquidez a sus sistemas financieros, y la fuga de capitales hacia la calidad aumentó la incertidumbre financiera global. Además, la guerra de precios del petróleo y la caída en la demanda del mismo afectaron el precio del petróleo a nivel mundial.

Durante el tercer trimestre del año, hubo una recuperación significativa en la actividad económica debido a la relajación de las medidas de aislamiento por parte del gobierno provocando un aumento en el nivel de empleo. A pesar de esto, ambos indicadores se mantuvieron por debajo de los niveles prepandémicos. La inflación en 2020 disminuyó en 17,7 puntos porcentuales en comparación con el año anterior. El superávit de la cuenta se volvió positivo debido a un aumento en las exportaciones y una disminución en las importaciones. Sin embargo, el nivel de deuda del país continuó aumentando y en 2019 alcanzó un nivel impagable debido a las condiciones económicas adversas en todo el mundo. Para estabilizar el nivel de deuda, el gobierno presentó un esquema de reestructuración de deuda en abril, que implicó reducir la cantidad de deuda a pagar en dólares, extender el plazo de vencimiento de la deuda y reducir la tasa de interés. Los bonos elegibles para la reestructuración eran principalmente en dólares estadounidenses y euros. Los nuevos bonos se emitieron en dólares estadounidenses o euros y tenían vencimientos a mediano o largo plazo. La conclusión es que, si bien la reestructuración redujo la carga de la deuda en moneda extranjera, el país todavía enfrenta el desafío de estabilizar su deuda y crear un crecimiento económico sostenible.

Anexo I

TITULOS EMITIDOS EN MONEDA EXTRANJERA AL 31/12/1999				
Fecha de emision	Denominacion	Tipo de interés	Fecha de vencimiento	
TITULOS LOCALES				
15-09-92	BONEX 1992	LIBOR	2002	
01-04-91	BOCON Deudas Prev. en USD 1ra S.	LIBOR	2001	
01-09-92	BOCON Deudas Prev. en USD 2da S.	LIBOR	2002	
01-04-91	BOCON en USD 1ra. S.	LIBOR	2007	
28-12-94	BOCON en USD 2da. S.	LIBOR	2010	
15-01-99	BOCON en USD 3ra. S.	LIBOR	2007	
02-12-92	BOCON de Regalías de Hidrocarburos	LIBOR	2008	
09-05-97	BONTE/USD	8.75%	2002	
21-07-98	BONTE/USD	ENCUESTA + 3.20%	2003	
19-09-98	BONTE/USD	9.9375%	2027	
24-05-99	BONTE/USD	9.50%	2001	
24-05-99	BONTE/USD	11.25%	2004	
14-07-99	Bono/USD	BADLAR+5.00%	2001	
14-07-99	Bono/USD	ENCUESTA + 6.00%	2001	
02-11-99	Bono/USD	BADLAR + 4.10%	2001	
02-11-99	Bono/USD	ENCUESTA + 5.21%	2001	
	PAGARE/USD	IC/BADLAR + SPRE/	2001/2004	
01-10-91	FERROBONOS/USD	LIBOR	Perpetuidad	
30-12-98	CERTIF. CAPITALIZABLE/ BNA/USD	10.50%	2018	
03-02-99	BONOS DEL TESORO/ USD	ENCUESTA + 2.75%	2006	
TITULOS INTERNACIONALES				
31-03-93	PAR BONDS/USD	TASA FIJA	2023	
31-03-93	PAR BONDS/DEM	5.87%	2023	
31-03-93	DISCOUNT BONDS/USD	LIBOR + 0.8125	2023	
31-03-93	DISCOUNT BONDS/DEM	LIBOR + 0.8125	2023	
31-03-93	FLOATING RATE BONDS/USD	LIBOR + 0.8125	2025	
	GLOBAL BOND/USD	9.25%	2001	
20-12-93	GLOBAL BOND/USD	8.38%	2003	
09-10-96	GLOBAL BOND/USD	11%	2006	
30-01-97	GLOBAL BOND/USD	11.38%	2017	
19-09-97	GLOBAL BOND/USD	9.75%	2027	
04-12-98	GLOBAL BOND/USD	11%	2005	
25-02-99	GLOBAL BOND/USD	12.13%	2019	
07-04-99	GLOBAL BOND/USD	11.75%	2009	
	GLOBAL BOND/Serie A/USD	Cupon Cero	2000	
15-10-99	GLOBAL BOND/Serie B/USD	Cupon Cero	2001	
15-10-99	GLOBAL BOND/Serie C/USD	Cupon Cero	2001	
15-10-99	GLOBAL BOND/Serie D/USD	Cupon Cero	2002	
15-10-99	GLOBAL BOND/Serie E/USD	Cupon Cero	2003	
15-10-99	GLOBAL BOND/Serie F/USD	Cupon Cero	2004	

EUROLETRAS			
	EUROLETRA/USD	8.25%	2000
16-12-97	EUROLETRA/USD	SPAN	2002
12-04-98	EUROLETRA/USD	FRAN	2005
01-03-99	EUROLETRA/USD	8.88%	2029
	EUROLETRA/USD (Yen)	10.12%	2000
06-04-99	EUROLETRA/USD	LIBOR + 5.75%	2004
	EUROLETRA/YEN	5.50%	2001
04-04-96	EUROLETRA/YEN	7.40%	2006
25-04-96	EUROLETRA/YEN	7.40%	2006
15-05-96	EUROLETRA/YEN	7.40%	2006
12-11-96	EUROLETRA/YEN	6%	2005
09-12-96	EUROLETRA/YEN	5%	2002
27-05-97	EUROLETRA/YEN	4.40%	2004
11-08-99	EUROLETRA/YEN	3.50%	2009
17-12-99	EUROLETRA/YEN	5.40%	2003
	EUROLETRA/ATS	9%	2001
19-03-97	EUROLETRA/ATS	7%	2004
	EUROLETRA/CHF	7%	2003
	EUROLETRA/DEM	9.25%	2000
15-11-95	EUROLETRA/DEM	10.50%	2002
06-02-96	EUROLETRA/DEM	10.25%	2003
10-04-96	EUROLETRA/DEM	11.25%	2006
20-05-96	EUROLETRA/DEM	11.75%	2011
19-09-96	EUROLETRA/DEM	9%	2003
19-09-96	EUROLETRA/DEM	12%	2016
13-11-96	EUROLETRA/DEM	11.75%	2026
13-12-96	EUROLETRA/DEM	8.50%	2005
18-03-97	EUROLETRA/DEM	7%	2004
30-10-97	EUROLETRA/DEM	8%	2009
29-07-98	EUROLETRA/DEM	7.88%	2005
19-11-98	EUROLETRA/DEM	14.00% - 9.00%	2008
	EUROLETRA/ESP	7.50%	2002
	EUROLETRA/EURO	8.75%	2003
26-02-98	EUROLETRA/EURO	11.00% - 8-00%	2008
03-04-98	EUROLETRA/EURO (NLG)	10.00% - 8-00%	2008
03-04-98	EUROLETRA/EURO (FRF)	10.00% - 8-00%	2008
21-04-98	EUROLETRA/EURO	8.13%	2008
28-05-98	EUROLETRA/EURO	upón de Monto Fij	2028
06-07-98	EUROLETRA/EURO	00% - 8.25% - 9.00%	2010
30-07-98	EUROLETRA/EURO	8.50%	2010
25-02-99	EUROLETRA/EURO	8%	2002
26-02-99	EUROLETRA/EURO	15.00% - 8.00%	2008
04-03-99	EUROLETRA/EURO	9.50%	2004
06-04-99	EUROLETRA/EURO	14.00% - 8.00%	2008
26-04-99	EUROLETRA/EURO	9%	2006
10-05-99	EUROLETRA/EURO	10.50% - 7.00%	2004
26-05-99	EUROLETRA/EURO	9%	2009
10-06-99	EUROLETRA/EURO	7.13%	2002
01-07-99	EUROLETRA/EURO	8.50%	2004
22-07-99	EUROLETRA/EURO	EURIBOR + 4.00%	2003
03-09-99	EUROLETRA/EURO	8.50%	2001
14-10-99	EUROLETRA/EURO	7.30%	2001
21-10-99	EUROLETRA/EURO	9.25%	2002
26-11-99	EUROLETRA/EURO	9.75%	2003
10-12-99	EUROLETRA/EURO	10%	2004
22-12-99	EUROLETRA/EURO	EURIBOR + 5.10%	2004

14-08-96	EUROLETRA/GBP	11.50%	2001
25-06-97	EUROLETRA/GBP	10%	2007
	EUROLETRA/ITL	8%	2000
	EUROLETRA/ITL	13%	2001
05-11-96	EUROLETRA/ITL	11%	2003
03-01-97	EUROLETRA/ITL	10%	2007
27-05-97	EUROLETRA/ITL	LIBOR + 1.60%	2004
11-08-97	EUROLETRA/ITL	10.00% - 7.625%	2007
21-10-97	EUROLETRA/ITL	9.25% - 7.00%	2004
24-10-97	EUROLETRA/ITL	9.00% - 7.00%	2004
12-03-98	EUROLETRA/ITL	10.375% - 8.00%	2009
08-07-98	EUROLETRA/ITL	LIBOR + 2.50%	2005
15-03-88	ACTIVE PARTICIPE INTEREST/USD	4%	2013
31-03-93	BONOS ESPAÑÓLES/USD	LIBOR + SPREAD	2008

TITULOS EMITIDOS EN MONEDA NACIONAL AL 31/12/1999			
Fecha de emisión	Denominación	Tipo de interés	Fecha de vencimiento
TITULOS LOCALES			
	Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en \$1ra.	CAJA DE AHORRO	2001
01-09-92	Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en \$2da.	CAJA DE AHORRO	2002
01-04-91	Bonos de Consolidación en \$1ra. Serie	CAJA DE AHORRO	2007
28-12-94	Bonos de Consolidación en \$2da. Serie	CAJA DE AHORRO	2010
15-01-99	Bonos de Consolidación en \$3ra. Serie	CAJA DE AHORRO	2007
	Bono en pesos BOCEP	Tasa variable	2001
TITULOS INTERNACIONALES			
12-02-97	EUROLETRA/\$	11.75%	2007
10-07-97	EUROLETRA/\$	8.75%	2002

Información obtenida de: <https://www.economia.gob.ar/onp/documentos/boletin/4totrim99/4totrim99.pdf>

Anexo 2

TITULOS EMITIDOS EN MONEDA EXTRANJERA AL 31/12/2001			
Fecha de emision	Denominacion	Tipo de interés	Fecha de vencimiento
TITULOS LOCALES			
15-09-92	BONEX 1992	LIBOR	2002
01-04-91	BOCON Deudas Prev. en USD 1ra S.	LIBOR	2001
01-09-92	BOCON Deudas Prev. en USD 2da S.	LIBOR	2002
01-04-91	BOCON en USD 1ra. S.	LIBOR	2007
28-12-94	BOCON en USD 2da. S.	LIBOR	2010
15-01-99	BOCON en USD 3ra. S.	LIBOR	2007
02-12-92	BOCON de Regalías de Hidrocarburos	LIBOR	2008
09-05-97	BONTE/USD	8.75%	2002
21-07-98	BONTE/USD	ENCUESTA + 3.20%	2003
19-09-98	BONTE/USD	9.9375%	2027
24-05-99	BONTE/USD	9.50%	2001
24-05-99	BONTE/USD	11.25%	2004
21-02-00	BONTE/USD	12.125%	2005
21-02-00	BONTE/USD	11.75%	2003
21-02-01	BONTE/USD	11.75%	2006
14-07-99	Bono/USD	BADLAR+5.00%	2001
14-07-99	Bono/USD	ENCUESTA + 6.00%	2001
02-11-99	Bono/USD	BADLAR + 4.10%	2001
02-11-99	Bono/USD	ENCUESTA + 5.21%	2001
21-04-00	Bono/USD	ENCUESTA + 4.00%	2002
22-08-00	Bono/USD	ENCUESTA + 3.30%	2002
20-10-00	Bono/USD	ENCUESTA + 5.83%	2002
16-02-01	Bono/USD	ENCUESTA + 4.35%	2004
	PAGARE/USD	ENC/BADLAR + SPREAD	2001/2004
01-10-91	FERROBONOS/USD	LIBOR	Perpetuidad
30-12-98	CERTIF. CAPITALIZABLE/ BNA/USD	10.50%	2018
03-02-99	BONOS DEL TESORO/ USD	ENCUESTA + 2.75%	2006
29-06-00	BONO CAPITALIZABLE/ USD	11.49%	2020
TITULOS INTERNACIONALES			
31-03-93	PAR BONDS/USD	TASA FIJA	2023
31-03-93	PAR BONDS/DEM	5.87%	2023
31-03-93	DISCOUNT BONDS/USD	LIBOR + 0.8125	2023
31-03-93	DISCOUNT BONDS/DEM	LIBOR + 0.8125	2023
31-03-93	FLOATING RATE BONDS/USD	LIBOR + 0.8125	2025

20-12-93	GLOBAL BOND/USD	8.38%	2003
09-10-96	GLOBAL BOND/USD	11%	2006
30-01-97	GLOBAL BOND/USD	11.38%	2017
19-09-97	GLOBAL BOND/USD	9.75%	2027
04-12-98	GLOBAL BOND/USD	11%	2005
25-02-99	GLOBAL BOND/USD	12.13%	2019
07-04-99	GLOBAL BOND/USD	11.75%	2009
15-10-99	GLOBAL BOND/Serie B/USD	Cupon Cero	2001
15-10-99	GLOBAL BOND/Serie C/USD	Cupon Cero	2001
15-10-99	GLOBAL BOND/Serie D/USD	Cupon Cero	2002
15-10-99	GLOBAL BOND/Serie E/USD	Cupon Cero	2003
15-10-99	GLOBAL BOND/Serie F/USD	Cupon Cero	2004
03-02-00	GLOBAL BOND/USD	12.00% - 12.50%	2020
15-03-00	GLOBAL BOND/USD	11.38%	2010
15-06-00	GLOBAL BOND/USD	11.75%	2015
21-07-00	GLOBAL BOND/USD	10.25%	2030
31-01-01	GLOBAL BOND/USD	12%	2031
21-02-01	GLOBAL BOND/USD	12.38%	2012

EUROLETRAS

16-12-97	EUROLETRA/USD	SPAN	2002
12-04-98	EUROLETRA/USD	FRAN	2005
01-03-99	EUROLETRA/USD	8.88%	2029
06-04-99	EUROLETRA/USD	LIBOR + 5.75%	2004
04-04-96	EUROLETRA/YEN	7.40%	2006
25-04-96	EUROLETRA/YEN	7.40%	2006
15-05-96	EUROLETRA/YEN	7.40%	2006
12-11-96	EUROLETRA/YEN	6%	2005
09-12-96	EUROLETRA/YEN	5%	2002
27-05-97	EUROLETRA/YEN	4.40%	2004
11-08-99	EUROLETRA/YEN	3.50%	2009
17-12-99	EUROLETRA/YEN	5.40%	2003
14-06-00	EUROLETRA-SAMURAI/YEN	5.13%	2004
26-09-00	EUROLETRA-SAMURAI/YEN	4.85%	2005
19-04-96	EUROLETRA/ATS	9%	2001
19-03-97	EUROLETRA/ATS	7%	2004
04-12-96	EUROLETRA/CHF	7%	2003
15-11-95	EUROLETRA/DEM	10.50%	2002
06-02-96	EUROLETRA/DEM	10.25%	2003
10-04-96	EUROLETRA/DEM	11.25%	2006
20-05-96	EUROLETRA/DEM	11.75%	2011
19-09-96	EUROLETRA/DEM	9%	2003
19-09-96	EUROLETRA/DEM	12%	2016
13-11-96	EUROLETRA/DEM	11.75%	2026
13-12-96	EUROLETRA/DEM	8.50%	2005
18-03-97	EUROLETRA/DEM	7%	2004
30-10-97	EUROLETRA/DEM	8%	2009
29-07-98	EUROLETRA/DEM	7.88%	2005
19-11-98	EUROLETRA/DEM	14.00% - 9.00%	2008
29-05-97	EUROLETRA/ESP	7.50%	2002

04-02-98	EUROLETRA/EURO	8.75%	2003
26-02-98	EUROLETRA/EURO	11.00% - 8-00%	2008
03-04-98	EUROLETRA/EURO (NLG)	10.00% - 8-00%	2008
03-04-98	EUROLETRA/EURO (FRF)	10.00% - 8-00%	2008
21-04-98	EUROLETRA/EURO	8.13%	2008
28-05-98	EUROLETRA/EURO	Cupón de Monto Fijo	2028
06-07-98	EUROLETRA/EURO	8.00% - 8.25% - 9.00%	2010
30-07-98	EUROLETRA/EURO	8.50%	2010
25-02-99	EUROLETRA/EURO	8%	2002
26-02-99	EUROLETRA/EURO	15.00% - 8.00%	2008
04-03-99	EUROLETRA/EURO	9.50%	2004
06-04-99	EUROLETRA/EURO	14.00% - 8.00%	2008
26-04-99	EUROLETRA/EURO	9%	2006
10-05-99	EUROLETRA/EURO	10.50% - 7.00%	2004
26-05-99	EUROLETRA/EURO	9%	2009
10-06-99	EUROLETRA/EURO	7.13%	2002
01-07-99	EUROLETRA/EURO	8.50%	2004
22-07-99	EUROLETRA/EURO	EURIBOR + 4.00%	2003
03-09-99	EUROLETRA/EURO	8.50%	2001
14-10-99	EUROLETRA/EURO	7.30%	2001
21-10-99	EUROLETRA/EURO	9.25%	2002
26-11-99	EUROLETRA/EURO	9.75%	2003
10-12-99	EUROLETRA/EURO	10%	2004
22-12-99	EUROLETRA/EURO	EURIBOR + 5.10%	2004
07-01-00	EUROLETRA/EURO	10%	2005
26-01-00	EUROLETRA/EURO	10.25%	2007
04-04-00	EUROLETRA/EURO	8.13%	2004
24-05-00	EUROLETRA/EURO	9%	2005
20-06-00	EUROLETRA/EURO	9%	2003
20-07-00	EUROLETRA/EURO	9.25%	2004
07-09-00	EUROLETRA/EURO	10%	2007
22-02-01	EUROLETRA/EURO	10%	2007
14-08-96	EUROLETRA/GBP	11.50%	2001
25-06-97	EUROLETRA/GBP	10%	2007
05-11-96	EUROLETRA/ITL	11%	2003
03-01-97	EUROLETRA/ITL	10%	2007
27-05-97	EUROLETRA/ITL	LIBOR + 1.60%	2004
11-08-97	EUROLETRA/ITL	10.00% - 7.625%	2007
21-10-97	EUROLETRA/ITL	9.25% - 7.00%	2004
24-10-97	EUROLETRA/ITL	9.00% - 7.00%	2004
12-03-98	EUROLETRA/ITL	10.375% - 8.00%	2009
08-07-98	EUROLETRA/ITL	LIBOR + 2.50%	2005
15-03-88	ACTIVE PARTICIPE INTEREST/USD	4%	2013
31-03-93	BONOS ESPAÑÓLES/USD	LIBOR + SPREAD	2008

Información sacada de: <https://www.economia.gob.ar/onp/documentos/boletin/1ertrim01/pdf/fisc28a.pdf>

TITULOS EMITIDOS EN MONEDA NACIONAL AL 31/12/2001			
Fecha de emisión	Denominación	Tipo de interés	Fecha de vencimiento
TITULOS LOCALES			
01-09-92	Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en \$2da.	CAJA DE AHORR	2002
01-01-00	Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en \$3ra.	CAJA DE AHORR	2010
01-04-91	Bonos de Consolidación en \$1ra. Serie	CAJA DE AHORR	2007
28-12-94	Bonos de Consolidación en \$2da. Serie	CAJA DE AHORR	2010
15-01-99	Bonos de Consolidación en \$3ra. Serie	CAJA DE AHORR	2007
01-01-00	Bonos de Consolidación en \$4ta. Serie	CAJA DE AHORR	2016
15-04-01	Bonos de Consolidación en \$5ta. Serie	CAJA DE AHORR	2007
TITULOS INTERNACIONALES			
12-02-97	EUROLETRA/\$	11.75%	2007
10-07-97	EUROLETRA/\$	8.75%	2002
19-06-01	GLOBAL BOND/\$	10.00% - 12.00%	2008

Información sacada de: <https://www.economia.gob.ar/onp/documentos/boletin/4totrim01/pdf/fisc31.pdf>

Anexo 3

Tipo de tasa	Deuda Bruta del Sector Público Nacional al 31/12/1999		Deuda Bruta del Sector Público Nacional al 31/12/2000		Deuda Bruta del Sector Público Nacional al 31/12/2001	
	Millones de dólares	Porcentaje del total	Millones de dólares	Porcentaje del total	Millones de dólares	Porcentaje del total
Tasa Fija	69,164	56.75%	80,422	62.82%	87,019	60.24%
Tasa Variable	52,713	43.25%	47,596	37.18%	57,434	39.76%
Libor	28,221	23.15%	24,894	19.45%	33,237	23.00%
Plazo fijo - ENCUESTA BCRA	7,187	5.90%	7,576	5.92%	2,408	1.67%
Caja de Ahorro en Pesos	6,301	5.17%	3,818	2.97%	1,149	0.80%
FMI	4,472	3.67%	5,053	3.95%	13,952	9.66%
Otras	6,532	5.36%	6,255	4.89%	6,688	4.63%
BID	4,124		4,115		4,853	
Tasa Badlar	286		235		813	
Diversas	2,122		1,905		1,022	
Total Deuda Bruta	121,877		128,018		144,453	

Deuda Bruta del Sector Público Nacional al 31/12/2002		Deuda Bruta del Sector Público Nacional al 31/12/2003		Deuda Bruta del Sector Público Nacional al 31/12/2004		Deuda Bruta del Sector Público Nacional al 31/12/2005	
Millones de dólares	Porcentaje del total	Millones de dólares	Porcentaje del total	Millones de dólares	Porcentaje del total	Millones de dólares	Porcentaje del total
75,326	60.11%	122,516	68.51%	132,987	69.52%	82,434	64.09%
49,993	39.89%	56,305	31.49%	58,309	30.48%	46,196	35.91%
26,205	20.91%	26,514	14.83%	28,964	15.14%	24,630	19.15%
1,475	1.18%	1,810	1.01%	1,285	0.67%	125	0.10%
14,253	11.37%	15,463	8.65%	14,071	7.36%	9,453	7.35%
8,060	6.43%	12,518	7.00%	13,989	7.30%	11,988	9.31%
5,141		7,020		6,679		6,551	
530		554		543		-	
2,389		4,944		6,767		5,437	
125,319		178,821		191,296		128,630	

Fuente: Elaboración propia con información obtenida de <https://www.economia.gob.ar/onp/ejecucion/1999>

Bibliografía

- LC/G.2026(SES.27/23). *Impacto de las crisis asiáticas en América Latina*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 1998.
- AFIP. *Impuesto a la Renta Financiera*. s.f.
<https://www.afip.gob.ar/pagoTransferenciaBancaria/impuesto-renta-financiera/concepto.asp>.
- Álvarez, Juan Pablo. «Cómo comenzó la megadevaluación de 2018 que lo cambió todo en Argentina.» *PERFIL*, 25 de Abril de 2019: <https://www.perfil.com/noticias/economia/pasaron-cosas-como-se-gesto-la-megadevaluacion-que-lo-cambio-todo.phtml>.
- Alvarez, Juan Pablo. «Cómo comenzó la megadevaluación de 2018 que lo cambió todo en Argentina.» *Perfil*, 25 de Abril de 2019: <https://www.perfil.com/noticias/economia/pasaron-cosas-como-se-gesto-la-megadevaluacion-que-lo-cambio-todo.phtml>.
- Ámbito. «Las privatizaciones en la era Menem.» *Ámbito*, 14 de Febrero de 2021:
<https://www.ambito.com/economia/carlos-menem/las-privatizaciones-la-era-menem-n5156834>.
- As.com. «¿Efecto Vodka? Cuándo fue la última vez que quebró Rusia y cuáles fueron las consecuencias.» *As*, 7 de Marzo de 2022:
https://as.com/diarioas/2022/03/07/actualidad/1646633846_839359.html#:~:text=La%20C3%BA%20ultima%20vez%20que%20quebr%C3%B3%20la%20econom%C3%ADa%20rusa%20fue%20en,y%20se%20denomin%C3%B3%20'Efecto%20Vodka'&text=Corr%C3%ADa%20el%20a%C3%B1o%201998.,secundario%20.
- Azpiazu, Daniel, y Martín Schorr. *Privatizaciones, rentas de privilegio, subordinación estatal y acumulación del capital en la Argentina contemporánea*. FLACSO, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, Sede Argentina., 2002.
- Azpiazu, Daniel, y Martín Schorr. *Privatizaciones, rentas de privilegio, subordinación estatal y acumulación del capital en la Argentina contemporánea*. Buenos Aires: FLACSO, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales, 2002.
- Banco Central de la República Argentina. *Historia del Banco Central*. s.f.
<https://www.bcra.gob.ar/institucional/historia.asp>.
- . *Ley 24.144 | Carta Orgánica del BCRA*. 23 de Septiembre de 1992.
https://www.bcra.gob.ar/Institucional/Carta_Organica.asp.
- Banco Central de la República Argentina. *Tipos de Cambio*. s.f.
https://www.bcra.gob.ar/MediosPago/Tipos_de_Cambio_SML.asp.
- Banco de la República de Colombia. *Libor (London Interbank Offered Rate) – El Banco de la República dejó de publicar la tasa de interés Libor*. s.f. <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/libor>.

- Banco Mundial. *Inflación, precios al consumidor (% anual)*. s.f.
<https://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG>.
- Barrera, Mariano. «El último intento de salvar la valorización financiera.» *www.vocesenelfenix.com*, s.f.: 34-41.
- BBVA. *Hedge funds*. s.f. <https://www.bbva.es/diccionario-economico/h/hedge-funds.html>.
- BCRA. *Informe de Inflación Cuarto Trimestre 2009*. Buenos Aires: Subgerencia General de Economía y Finanzas, 2009.
- BCRA. *Informe de Inflación Cuarto Trimestre 2010*. Buenos Aires: Subgerencia General de Economía y Finanzas, 2010.
- BCRA. *Informe de Inflación Cuarto Trimestre 2011*. Buenos Aires: Subgerencia General de Economía y Finanzas, 2011.
- BCRA. *Informe de Inflación Primer Trimestre 2010*. Buenos Aires: Subgerencia General de Economía y Finanzas, 2010.
- BCRA. *Informe de Inflación Primer Trimestre 2011*. Buenos Aires: Subgerencia General de Economía y Finanzas, 2011.
- BCRA. *Informe de Inflación Primer Trimestre 2012*. Buenos Aires: Subgerencia General de Economía y Finanzas, 2012.
- BCRA. *Informe de Inflación primer trimestre de 2009*. Buenos Aires: Subgerencia General de Economía y Finanzas, 2009.
- BCRA. *Informe de Inflación Segundo Trimestre 2010*. Buenos Aires: Subgerencia General de Economía y Finanzas, 2010.
- BCRA. *Informe de Inflación Segundo Trimestre 2011*. Buenos Aires: Subgerencia General de Economía y Finanzas, 2011.
- BCRA. *Informe de Inflación Segundo Trimestre 2012*. Buenos Aires: Subgerencia General de Economía y Finanzas, 2012.
- BCRA. *Informe de Inflación Tercer Trimestre 2010*. Buenos Aires: Subgerencia General de Economía y Finanzas, 2010.
- BCRA. *Informe de Inflación Tercer Trimestre 2011*. Buenos Aires: Subgerencia General de Economía y Finanzas, 2011.
- BCRA. *Informe de Política Monetaria Abril de 2017*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2017.

BCRA. *Informe de Política Monetaria Abril de 2018*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas , 2018.

BCRA. *Informe de Política Monetaria Agosto de 2020*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2020.

BCRA. *Informe de Política Monetaria Febrero de 2020*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2020.

BCRA. *Informe de Política Monetaria Febrero de 2021*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2021.

BCRA. *Informe de Política Monetaria Julio de 2016*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2016.

BCRA. *Informe de Política Monetaria Julio de 2018*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas , 2018.

BCRA. *Informe de Política Monetaria Julio de 2019*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2019.

BCRA. *Informe de Política Monetaria Mayo de 2016*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2016.

BCRA. *Informe de Política Monetaria Mayo de 2020*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2020.

BCRA. *Informe de Política Monetaria Noviembre 2020*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2020.

BCRA. *Informe de Política Monetaria Octubre de 2016*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2016.

BCRA. *Informe de Política Monetaria Octubre de 2018*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas , 2018.

BCRA. *Informe de Política Monetaria Octubre de 2018*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas , 2018.

BCRA. *Informe de Política Monetaria Octubre de 2019*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2019.

BCRA. *Informe Macroeconómico y de Política Monetaria Abril de 2013*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2013.

BCRA. *Informe Macroeconómico y de Política Monetaria Abril de 2014*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2014.

- BCRA. *Informe Macroeconómico y de Política Monetaria Diciembre 2012*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2012.
- BCRA. *Informe Macroeconómico y de Política Monetaria Julio de 2012*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2012.
- BCRA. *Informe Macroeconómico y de Política Monetaria Julio de 2013*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2013.
- BCRA. *Informe Macroeconómico y de Política Monetaria Octubre de 2013*. Buenos Aires: Subgerencia General de Investigaciones Económicas, 2013.
- Beker, Víctor A. «ARGENTINA FRENTE A UNA SENTENCIA DE CUMPLIMIENTO IMPOSIBLE.» *Boletín del Centro de Estudios de la Nueva Economía de la Universidad de Belgrano*, 2014: 1-10.
- Blanco Gómez, Daniel. «Inflación en la era Macri: de la promesa de bajarla a "un dígito", a superar el 300%.» *Ámbito*, 17 de Octubre de 2019: <https://www.ambito.com/economia/inflacion/la-era-macri-la-promesa-bajarla-un-digito-superar-el-300-n5059233#:~:text=Cabe%20recordar%20que%20en%20medio,inflaci%C3%B3n%20por%20encia%20del%2050%25>.
- Calcagno, Alfredo. «El régimen de convertibilidad y el sistema bancario en Argentina.» *Revista de Cepal N° 61*, 1997: 63-91.
- Canceco, Sergio. «Aniversario de las PASO: del viernes mágico al lunes negro en los mercados.» *Ámbito*, 12 de Agosto de 2020: <https://www.ambito.com/opiniones/mercado/aniversario-las-paso-del-viernes-magico-al-lunes-negro-los-s-n5124467>.
- Cané, Mariana. «Cinco presidentes: ¿una sola crisis? Articulaciones tópicas y ethos en los discursos presidenciales de fines de 2001 en Argentina.» *Temas y debates 41*, 2021: 59-85.
- Casa Rosada. *Casa Rosada*. 3 de Septiembre de 2020. <https://www.casarosada.gob.ar/nuestro-pais/presidentes/93-nuestro-pais/presidentes/47092-carlos-saul-menem-i-1989-1995>.
- Cavallo, Domingo F. *La tragedia argentina*. Boston: National Bureau of Economic Research- Harvard, 2002.
- Cavallo, Domingo, y Joaquín Cottani. «Argentina's Convertibility Plan and the IMF.» *The American Economic Review*, 1997: 17-22.
- Cheresky, Isidoro. «Cambio de rumbo y recomposición política en Argentina - Néstor Kirchner cumple un año de gobierno.» *La Chronique des Amériques*, 2004: 1-8.
- Cohen. 'BONOS DE LA NACIÓN ARGENTINA EN DÓLARES ESTADOUNIDENSES 8% 2020' (BONAR 2020 USD). s.f. <https://www.cohen.com.ar/Bursatil/Especie/AO20> (último acceso: 20 de Marzo de 2023).

- Cominetti, Rossella. «Ajuste fiscal y gasto social.» *Revista de CEPAL N° 54*, 1994: 47-61.
- Coremberg, Ariel, Patricia Glodzier, Daniel Heymann, y Ramos Adrián. «Patrones de la inversión y el ahorro en la Argentina.» *CEPAL - Serie Macroeconomía del desarrollo No*, 2007: 5-91.
- Cronista.com. «Cronología de hechos: del blindaje y el megacanje, a la crisis, el default y la reestructuración.» *El Cronista*, 1 de Junio de 2004: <https://www.cronista.com/impresageneral/Cronologia-de-hechos-del-blindaje-y-el-megacanje-a-la-crisis-el-default-y-la-reestructuracion-20040601-0116.html>.
- . «Riesgo país: qué es, cómo se mide y en qué impacta a la Argentina.» *El Cronista*, 10 de Junio de 2022: <https://www.cronista.com/finanzas-mercados/riesgo-pais-que-es-como-se-mide-y-en-que-impacta-a-la-argentina/>.
- Das, Udaibir S., Michael G. Papaioannou, y Christoph Tebesch. *Restructuring Sovereign Debt: Lessons from Recent History*. Washintong D.C.: IMF, 2012.
- Dodd, Randall. «Subprime: Tentacles of a crisis.» *Finance and development*, 2007: 15-19.
- El Comercio. «Cronología del litigio de Argentina con los "fondos buitres" .» *El Comercio*, 22 de Abril de 2016: <https://elcomercio.pe/economia/mundo/cronologia-litigio-argentina-fondos-buitres-395190-noticia/>.
- elcronista.com. «Merval: qué es, qué significa y qué empresas cotizan.» *El Cronista*, 21 de Octubre de 2021: <https://www.cronista.com/finanzas-mercados/merval-que-es-que-significa-que-empresas-cotizan/>.
- EXPANSION Madrid. «Cronología del conflicto entre Repsol e YPF.» *El Cronista*, 26 de Noviembre de 2013: <https://www.cronista.com/ripe/Cronologia-del-conflicto-entre-Repsol-e-YPF-20131126-0078.html>.
- Galiani, Sebastián, Daniel Heymann, y Mariano Tomassi. «Expectativas frustradas: el ciclo de Convertibilidad.» *Estudios y perspectivas serie N°16*, 2003: 35.
- Gasalla, Juan. «A 2 años de un desplome histórico: cuánto tienen que subir las acciones para recuperar el nivel previo a las PASO presidenciales.» *Infobae*, 12 de Agosto de 2021: <https://www.infobae.com/economia/2021/08/12/a-2-anos-de-un-desplome-historico-cuanto-tienen-que-subir-las-acciones-para-recuperar-el-nivel-previo-a-las-paso-presidenciales/>.
- Gillén, Arturo. «Crisis asiática y reestructuración de la economía mundial.» *Comercio Exterior*, vol. 49, núm. 1, 1999: 16-23.
- Guzman, Martin, y Joseph E. Stiglitz. «Cómo los fondos buitres se aprovecharon de Argentina.» *The New York Times*, 01 de Abril de 2016: <https://www.nytimes.com/es/2016/04/01/espanol/opinion/como-los-fondos-buitres-se-aprovecharon-de-argentina.html>.

- Iglesia, María. «La inflación de 2017 cerró en 25%, ocho puntos por encima de la meta oficial.» *El Cronista*, 03 de Enero de 2018: <https://www.cronista.com/economia-politica/La-inflacion-de-2017-cerro-en-25-ochos-puntos-por-encima-de-la-meta-oficial-20180103-0022.html>.
- IMF. *EL PAPEL DEL FMI EN LA ARGENTINA, 1991-2002*. <https://www.imf.org/external/np/ieo/2003/arg/esl/063003s.pdf>, 2003.
- Infobae. «Cómo evolucionó la tasa de desempleo en los últimos 35 años en la Argentina.» *Infobae*, 19 de Julio de 2018: <https://www.infobae.com/economia/2018/07/19/como-evoluciono-la-tasa-de-desempleo-en-los-ultimos-35-anos-en-la-argentina/>.
- . «Cómo se originó la deuda argentina con el Club de París.» *Infobae*, 24 de Noviembre de 2017: <https://www.infobae.com/2014/05/29/1568491-como-se-origino-la-deuda-argentina-el-club-paris/>.
- International Monetary Fund. *What is the SDR?* s.f. <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2023/special-drawing-rights-sdr#:~:text=The%20SDR%20is%20an%20international,and%20the%20British%20pound%20sterling.>
- Lafuente, Esteban. «De 2005 a 2020. Así fueron los últimos canjes de deuda que hizo la Argentina.» *LA NACIÓN*, 8 de Mayo de 2020: <https://www.lanacion.com.ar/economia/de-2005-2020-como-fueron-ultimos-canjes-nid2354968/>.
- . «Lebac: qué son y por qué hoy juegan un papel clave en la economía.» *LA NACIÓN*, 15 de Mayo de 2018: https://www.lanacion.com.ar/economia/dolar/lebac-que-son-y-por-que-hoy-juegan-un-papel-calve-en-la-economia-nid2134740/?gclid=Cj0KCQjwIPWgBhDHARIsAH2xdNeQXle9pRwKomm-x4WY8XDBwKGWNyzDk2RANSLGwNqDoVpkGOJPnvgaAkBBEALw_wcB.
- Lanata, Jorge. *Argentinos. Tomo 2. Siglo XX: desde YRIGOYEN hasta la caída de DE LA RUA*. Buenos Aires: Ediciones B y Ediciones B Argentina SA, 2003.
- Levey, Cara, Daniel Ozarow, y Christopher Wylde. *De la crisis del 2001 al kirchnerismo: cambios y continuidades*. Buenos Aires: Prometeo Libros, 2015.
- Lopez Cavia, David. *Economipedia*. 15 de Mayo de 2022. <https://economipedia.com/definiciones/plan-brady.html>.
- López Cavia, David. *Plan Brady*. 20 de Febrero de 2023. <https://economipedia.com/definiciones/plan-brady.html>.
- Ministerio de Economía. *Informe Económico AÑO 2001*. Buenos Aires: AÑO 11 NUMERO 40, 2002.
- Ministerio de Economía. *Informe Económico AÑO 2002*. Buenos Aires: AÑO 11 NUMERO 44, 2003.

- Ministerio de Economía. *Informe Económico AÑO 2003*. Buenos Aires: AÑO 12 NUMERO 43, 2004.
- Ministerio de Economía. «Informe Económico año 2006.» Buenos Aires, 2007.
- Ministerio de Economía. *Informe Económico Primer Trimestre de 2002*. Buenos Aires: AÑO 11 NUMERO 41, 2002.
- Ministerio de Economía. *Informe Económico Primer Trimestre de 2003*. Buenos Aires: AÑO 12 NUMERO 45, 2003.
- Ministerio de Economía. *Informe Económico Segundo Trimestre de 2002*. Buenos Aires: AÑO 11 NUMERO 42, 2002.
- Ministerio de Economía. *Informe Económico Segundo Trimestre de 2003*. Buenos Aires: AÑO 12 NUMERO 46, 2003.
- Ministerio de Economía. *Informe Económico Tercer Trimestre de 2002*. Buenos Aires: AÑO 11 NUMERO 43, 2003.
- Ministerio de Economía. *Informe Económico Tercer Trimestre de 2003*. Buenos Aires: AÑO 12 NUMERO 47, 2004.
- Ministerio de Economía. «La economía Argentina durante 2004 y evolución reciente.» Buenos Aires, 2005.
- Ministerio de Economía. «La economía argentina durante el 2005 y la evolución reciente.» Buenos Aires, 2006.
- . *La República Argentina anuncia los resultados del canje de deuda pública denominada en moneda extranjera emitida bajo ley local*. 04 de Septiembre de 2020. <https://www.argentina.gob.ar/noticias/la-republica-argentina-anuncia-los-resultados-del-canje-de-deuda-publica-denominada-en>.
- . *La República Argentina anuncia los resultados del canje de deuda pública externa bajo ley extranjera*. 31 de Agosto de 2020. <https://www.argentina.gob.ar/noticias/la-republica-argentina-anuncia-los-resultados-del-canje-de-deuda-publica-externa-bajo-ley>.
- Ministerio de Hacienda. *Programa financiero*. Buenos Aires: Presidencia de la Nación, 2019.
- Ministerio de Justicia y Derechos Humanos. *Ley N° 23.928*. 27 de Marzo de 1991. <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/328/norma.htm>.
- Perochena, Camila. «Presidentes en la tormenta. Alfonsín, asediado por la hiperinflación y los militares.» *La Nación*, 6 de Junio de 2021: <https://www.lanacion.com.ar/opinion/presidentes-en-la-tormenta-alfonsin-asediado-por-la-hiperinflacion-y-los-militares-nid06062021/>.

- Pou, Pedro. «Argentina's Structural Reforms of the 1990s.» *Finance and Development. A quarterly magazine of the IMF.*, 2000: Volumen 37.
- Quispe Agnoli, Myriam, y Diego Vilán. *Financing Trends in Latin America*. BIS Paper No 36, 2008.
- Rava Bursátil. *RA13 BODEN 2013*. s.f. <https://www.rava.com/perfil/RA13>.
- Rhoda Weeks-Brown, Martin Muhleisen. *IMF Blog*. 12 de Abril de 2019.
<https://www.imf.org/es/Blogs/Articles/2019/04/11/blog-the-imf-30-years-after-brady>.
- Secretaría de Finanzas. *Propuesta de Reestructuración de la Deuda Externa Pública: Bonos Globales Trust Indenture 2005 y 2016*. Buenos Aires: Ministerio de Economía Argentina, 2020.
- Simonoff, Alejandro. «Regularidades de la Política Exterior de Néstor Kirchner.» *Confiness*, 2009: 71-86.
- Smink, Veronica. «Argentina reabre el canje de deuda.» *BBC News Mundo*, 23 de Octubre de 2009:
https://www.bbc.com/mundo/economia/2009/10/091022_0021_argentina_deuda_rb.
- Starobinsky, Ezequiel. «Animarse a invertir en pesos: bonos que nadie mira.» *Perfil*, 12 de Junio de 2021:
<https://www.perfil.com/noticias/economia/animarse-a-invertir-en-pesos-bonos-que-nadie-mira.phtml>.
- Sticco, Daniel. «El Gobierno reglamentó el impuesto a la renta financiera.» *Infobae*, 28 de Diciembre de 2018: <https://www.infobae.com/economia/2018/12/27/el-gobierno-reglamento-el-impuesto-a-la-renta-financiera/>.
- Subsecretaría de Programación Económica. «Informe Económico año 2007.» Buenos Aires, 2008.
- Subsecretaría de Programación Económica. «Informe Económico cuarto trimestre de 2008.» Buenos Aires, 2009.
- Subsecretaría de Programación Económica. «Informe Económico cuarto trimestre de 2009.» Buenos Aires, 2010.
- Subsecretaría de Programación Económica. «Informe Económico primer trimestre de 2008.» Buenos Aires, 2008.
- Subsecretaría de Programación Económica. «Informe Económico primer trimestre de 2009.» Buenos Aires, 2009.
- Subsecretaría de Programación Económica. «Informe Económico segundo trimestre de 2008.» Buenos Aires, 2008.
- Subsecretaría de Programación Económica. «Informe Económico segundo trimestre de 2009.» Buenos Aires, 2009.

Subsecretaría de Programación Económica. «Informe Económico tercer trimestre de 2008.» Buenos Aires, 2009.

Subsecretaría de Programación Macroeconómica. *Informe Económico N° 77 Segundo Semestre de 2011.* Buenos Aires: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica por las Direcciones de Información y Coyuntura, 2012.

Subsecretaría de Programación Macroeconómica. *Informe Económico Segundo Semestre 2011.* Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, 2012.

The World Development Indicators (WDI). *World Development Indicators.* s.f.
[https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0037712/World-Development-Indicators.](https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0037712/World-Development-Indicators)

Weeks-Brown, Rhoda , y Martin Mühleisen. *El FMI, 30 años después del plan Brady.* 20 de Febrero de 2023. [https://www.imf.org/es/Blogs/Articles/2019/04/11/blog-the-imf-30-years-after-brady.](https://www.imf.org/es/Blogs/Articles/2019/04/11/blog-the-imf-30-years-after-brady)