

Tipo de documento: Tesis de maestría

Maestría en Finanzas

¿Fue exitosa la reestructuración de deuda soberana del 2020, en medio de la pandemia del Covid-19?

Autoría: Sencio, Federico

Año académico: 2022

¿Cómo citar este trabajo?

Sencio, F. (2022) "¿Fue exitosa la reestructuración de deuda soberana del 2020, en medio de la pandemia del Covid-19?". [*Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella*]. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella
<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/12066>

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 2022

Alumno: Federico Sencio

Tutor: Leticia Dib

¿Fue exitosa la reestructuración de deuda soberana del 2020, en medio de la pandemia del Covid-19?

Indice

1	Resumen	3
2	El origen de la deuda	4
2.1	La estrategia del gobierno de Macri	4
2.2	Evolución de la curva de rendimientos de bonos soberanos en Argentina 2016-2019.	18
2.3	La fuente de la acumulación de reservas y su importancia:	22
3	Reestructuración de deuda soberana 2005	23
3.1	Canje	23
3.2	Sostenibilidad de la deuda post canje	27
3.3	Inclusión de deuda pública en moneda doméstica ajustada por CER	34
3.4	¿Qué son las cláusulas de acción colectiva (CAC)?	37
3.5	¿Cuál fue su importancia en la reestructuración del 2005?	37
4	Renegociación de la deuda soberana 2020.	38
4.1	Introducción a la negociación de deuda del 2020.	38
4.2	Contexto del Covid-19.....	41
4.3	Primera Oferta	42
4.4	Segunda Oferta	44
4.5	Tercera Oferta.....	45
4.6	Las Cláusulas de Acción Colectivas (CACs) en la reestructuración.	48
4.7	Efectos del canje.	50
4.8	Sostenibilidad de deuda post canje.	55
5	Conclusión	59
6	Referencias	60

1 Resumen

En este trabajo se analizará la reestructuración de la deuda soberana Argentina del año 2020 que tuvo lugar durante la pandemia del Covid-19. En este sentido, el presente escrito se dividirá en tres (3) capítulos en los que se describirá el origen de la deuda, la reestructuración de la deuda soberana del 2005 como antecedente cercano más inmediato de similar magnitud y, por último, el análisis de la reestructuración que tuvo lugar en el año 2020.

Inicialmente, se buscará describir el origen y las causas que llevaron a la deuda soberana argentina a los niveles que alcanzó en 2020 y que derivó en la necesidad de reestructuración para evitar un potencial default. Desde esta perspectiva, profundizaremos en los factores que motivaron las decisiones que se tomaron en dicho momento.

Por otro lado, se analizará la reestructuración de deuda soberana anterior (2005), buscando a partir de la misma factores en común, diferencias, características propias de cada una, entre otros parámetros, que nos permitan dimensionar el impacto de los diferentes sucesos de reestructuraciones.

Por su parte, se buscarán indicios de éxito en las negociaciones de 2020 y consecuente acuerdo final entre el Estado y los acreedores, considerando factores determinantes, tales como el contexto en el que se llevó a cabo, la quita en términos de capital y tasa de interés obtenida y el nivel de adhesión al canje.

A su vez, se buscará describir en detalle las mejoras que este acuerdo trajo implícitas, tales como la redistribución de los perfiles de deuda, disminución de intereses a pagar, baja de riesgo país y quita de capital, entre otros. Consecuentemente, se compararán estos resultados con la negociación y acuerdo de 2005, la cual se considera históricamente como una de las reestructuraciones más exitosas.

Con todo este análisis, buscaremos concluir en la existencia o no de éxito en la deuda reestructurada desde las perspectivas anteriormente mencionadas.

2 El origen de la deuda

2.1 La estrategia del gobierno de Macri

A fines de 2015 se produjo en Argentina la llegada de un nuevo gobierno luego del ballottage entre Daniel Scioli (representando al por entonces oficialismo) y Mauricio Macri (por la oposición). El resultado de este arrojó una elección muy ajustada en favor de Macri (El País, 24 de noviembre del 2015), lo cual representaba cambiar por primera vez de partido político gobernante en 14 años (Infobae, 22 de noviembre de 2015).

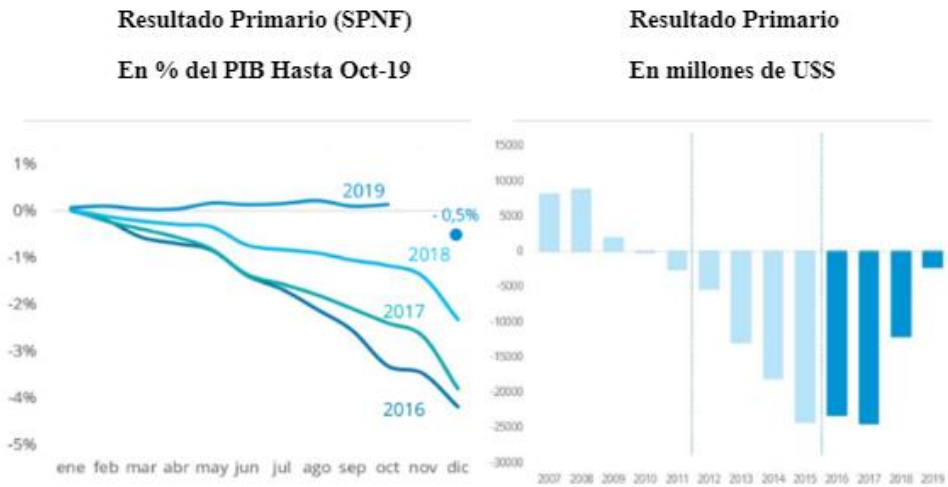
El gobierno entrante era totalmente consciente de los desbalances que existían en términos de gasto público, déficit fiscal, atraso de tarifas de servicios públicos, cepo cambiario, apreciación en el tipo de cambio real, cantidad de reservas en el Banco Central y un problema inflacionario creciente tal cual describe Sturzenegger, F. (2019). Particularmente, el déficit fiscal fue un factor relevante dado que se debieron instrumentar acciones como reducción del impuesto a las ganancias, aumento de las jubilaciones y restitución de fondos a las provincias, que fueron transformando el gradualismo fiscal en una sólida expansión fiscal, llevando el déficit fiscal del año 2016 a una cifra cercana al 5,6 % del PBI. Di Tella (2019).

Di Tella.(2019) describe el plan económico del gobierno entrante de la siguiente manera: “El plan cubría tres períodos separados: una fase inicial ‘informal’ en la que se levantarían las restricciones sobre el flujo de capitales, se ajustarían los precios relativos y, de hecho, la inflación aumentaría; una segunda fase en la que la inflación caería hasta alcanzar niveles ‘normales’; y una tercera y última etapa en la que los ciclos económicos orbitarían alrededor de un índice inflacionario más bajo que el heredado de los Kirchner”.

En esta línea, el balance de gestión 2015-2019 publicado por el Ministerio de Economía de la Nación detalla:

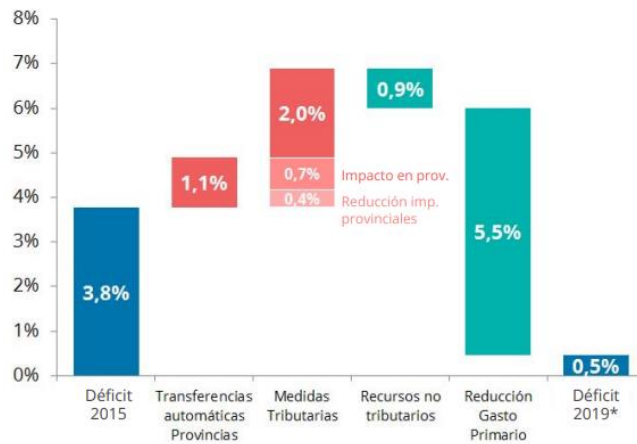
- “El déficit primario bajó de 3,8% del PBI en 2015 a un proyectado de 0,5% en 2019 mientras que el déficit financiero pasó de 5,1% al 3,8% en el mismo período.
- El esfuerzo fiscal realizado es aún mayor, ya que a partir de 2016 el Estado Nacional perdió recursos por el fallo de la Corte Suprema que restituyó a las Provincias el 15% de la masa coparticipable que se transfería a la ANSES (equivalente a 0,9% del PBI hasta 2019).

Por su parte, a los fines de poder observar de manera extendida la evolución del déficit fiscal del sector público no financiero, se puede observar en el siguiente gráfico, que el mismo ha evolucionado desde 3,8% del PBI en el año 2016 hasta llegar a 0,5% del PBI% en 2019



Fuente: Balance de Gestión 2015-2019 MECON.

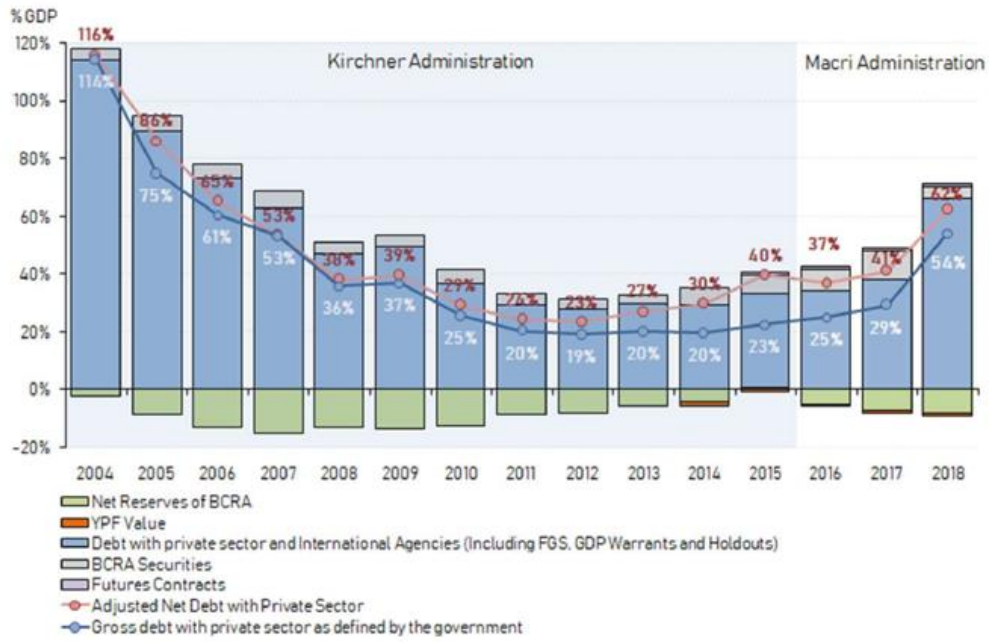
Déficit Primario SNPF 2015-2019 (En % del PBI)



Fuente: Balance de Gestión 2015-2019 MECON.

Es por esto que en términos de política económica el gobierno de Macri se inclinó por llevar a cabo una reducción gradual del déficit fiscal, la cual sería financiada con emisión de deuda. De esta manera, inició un proceso de emisión de deuda soberana que comenzó en 2016 y finalizó con la crisis de 2018, cuando buscó colocar a través de diferentes especies, deuda soberana tanto en el mercado local como en el internacional según detalla Sturzenegger, F. (2019) en su trabajo.

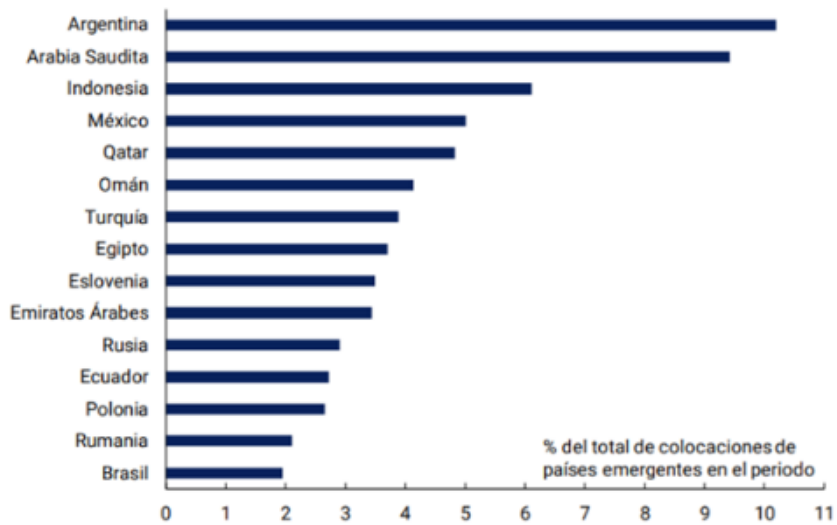
Deuda Neta con el Sector Privado Ajustada.



Fuente: Sturzenegger, F. (2019).

Principales colocadores de Bonos Soberanos en los Mercados Internacionales.

Periodo de enero 2016 - Abril 2018.



Fuente: BCRA- Informe de Mercado de Cambios, Deuda y Formación de Activos Externos 2015-2019

Por otro lado, a los fines de generar credibilidad en los mercados internacionales y buscando darle al país un perfil de “cumplidor de compromisos”, se abordó el conflicto con los holdouts con la intención de generar una resolución rápida y efectiva del conflicto. Según Amico (2020) el hecho de haber realizado el pago de 9.300 millones de dólares a dichos holdouts en el año 2016 para salir de una situación de default y generar confianza por parte del gobierno, era una estrategia que traía implícito el objetivo de activar el endeudamiento externo. En este sentido, este endeudamiento cumpliría un rol fundamental para poder financiar el déficit, mientras gradualmente se iban corrigiendo desajustes. Este paradigma también era una señal para inversores de la economía real que quisieran desembarcar sus negocios en Argentina, generando mayor claridad, credibilidad y enviando el mensaje de que el país se hacía cargo de sus obligaciones. Inclusive, acorde a la publicación de Infobae del día 18 de diciembre de 2016, en su artículo “Política económica: el heterogéneo primer año de Cambiemos”, sostiene que este pago de la deuda a los holdouts tenía un efecto financiero implícito que radica en la colocación de deuda a una menor tasa dada la certidumbre y seguridad que el país representaría según Carrera, J.(2016), quien también afirma que este arreglo entre otras medidas, implicó una disminución del costo de endeudamiento en un 5% aproximadamente, más allá de que en aquel momento este nivel permanecía elevado en comparación con países de la región.

Todo esto según Sturzenegger, F. (2019) implicó el camino hacia una sustancial normalización de la economía.

Esta estrategia de colocación de deuda estaba siendo eficaz, dado que le permitía al gobierno poder financiarse tomando deuda y realizando ajustes graduales hasta que, a comienzos de enero del 2018, tras una colocación de 9.000 millones de dólares por parte del gobierno, se dieron sucesos tanto en el cuadro económico local como mundial, que hicieron que el mercado perciba con mayor riesgo la capacidad de repago por parte del gobierno. Amico (2020).

Asimismo, parte del plan que llevaba a cabo el gobierno partía del concepto de gradualismo para lo cual se buscaba reducir el déficit fiscal sin generar grandes shocks. De esta manera, se emitía deuda externa para financiar el déficit corriente según explica Carrera, J. (2016). Como contrapartida, se puede observar el crecimiento por parte de las reservas siendo que, al carecer de las mismas por parte del BCRA, en caso de una corrida contra el peso el mismo no contaría con las suficientes divisas para hacer frente a la crisis.

Es por eso que se apuntó a comprar los dólares provenientes de las colocaciones del Tesoro, con pesos que emitía, y luego buscaba esterilizar a través de la emisión de LEBACs¹, para evitar su impacto inflacionario tal como describe Carrera, J. (2016) en las siguientes líneas: “El masivo endeudamiento de Nación, provincias y empresas si es mayoritariamente dedicado a gastos en el país (y no a importaciones) genera la necesidad de ser cambiado por pesos. Para evitar que todo el endeudamiento tomado desde enero de 2016 hundiese el precio del dólar, el BCRA compró en forma directa una parte de esos fondos al gobierno nacional y para ello emitió pesos, que luego rápidamente esterilizó parcialmente. Eso explica el crecimiento exponencial de los instrumentos de esterilización en esta etapa. Dada esta operatoria, el costo directo de financiar el déficit es la suma de la tasa en dólares más la tasa en pesos que paga el BCRA por esterilizar los fondos externos”.

¹ Letras del Banco Central.



Fuente BCRA- Reporte de Política Monetaria de Abril del 2018

Según el Reporte de Política Monetaria de abril del 2018 del Banco Central, se detalla:” En este marco de política monetaria, en el que el Banco Central fija la tasa de interés de corto plazo, los aumentos en la base monetaria derivados de la compra de activos externos son esterilizados automáticamente. Un exceso de oferta de dinero que coloque a la tasa de interés debajo de su nivel deseado se absorbe automáticamente mediante una venta de letras o con operaciones de pasivos pasivos. Como resultado, al mismo tiempo que se incrementan los activos externos, aumentan los pasivos no monetarios del Banco Central (LEBAC, LELIQ² y pasivos netos³). En este sentido, si bien el stock de letras y pasivos netos en términos del PBI pasó de 7,5% a 12,8% entre principios de marzo de 2016 y fines de marzo de este año, cuando se descuentan las divisas adquiridas en dicho período, el stock de pasivos no monetarios mostró una caída de 1,4 puntos porcentuales del PBI “.

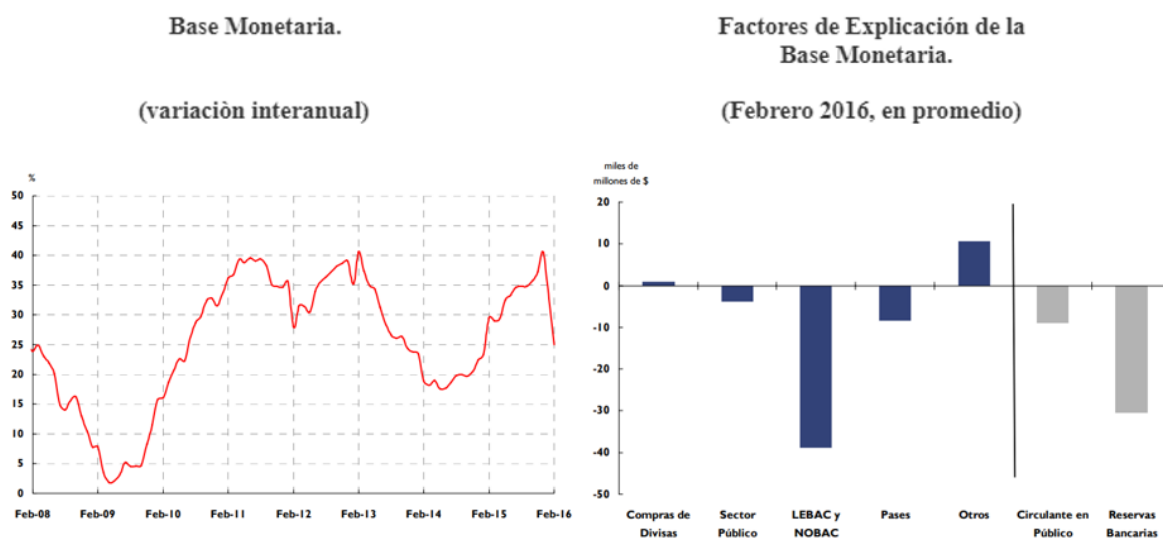
Por otra parte, esta era una consecuencia previsible de la decisión que había tomado el gobierno entrante de disminuir el financiamiento del déficit fiscal a través de emisión monetaria según comenta Carrera.J.(2016). Es por eso que, como observaremos más adelante en los gráficos, luego del cambio de gobierno, el tamaño de la base monetaria disminuye notablemente a sabiendas de que el método de financiamiento elegido por la administración de Macri había sido la colocación de deuda externa que luego sería esterilizada por el BCRA. En este sentido, al desaparecer el cepo cambiario, se extingue también una fuente forzada de demanda de base monetaria. Sturzenegger, F. (2019).

Según el Informe Monetario de Febrero del 2016 del BCRA, se destaca que durante el mes de febrero el Banco Central buscó compatibilizar la evolución de los agregados monetarios para hacer converger la evolución de los mismos con el descenso de la tasa de inflación. Esta política de esterilización moderó la

² Letras de Liquidez.

³ Las operaciones de pasivos son préstamos a muy corto plazo que se realizan entre los bancos comerciales y el Banco Central y que tienen como garantía un título según el Diccionario Financiero del BCRA.

variación interanual de la base monetaria, la cual se ubicó en 25%. Por otro lado, el Banco Central continuó absorbiendo parte de los excedentes monetarios a través de la emisión de LEBACs, generando una disminución en el promedio mensual de la base monetaria de \$38.700 millones mediante la colocación de sus títulos. De esta manera se logró contrarrestar el efecto expansivo que generaron principalmente la posición abierta de contratos de dólar futuro que el Banco Central debía cubrir a su vencimiento en los casos en los que tenía una posición vendedora, por lo que para cubrir su posición debía entregar pesos emitidos (para cubrirse en caso de una depreciación del tipo de cambio). Por su parte, considerando los depósitos a plazo fijo del sector privado como una variable que replica en la cantidad de dinero circulante, los mismos registraron un aumento mensual del 1,5% y una variación interanual de alrededor del 50%. Esto se explicó mayormente por el arrastre estadístico positivo derivado de Enero, dado que entre fines de dicho mes y el término de Febrero, los depósitos a plazo mantuvieron un saldo estable. En relación con los depósitos a plazo fijo del sector privado, tuvieron un crecimiento mensual del 1,5% lo que representa una variación interanual del 50%. Se observaba una estabilización en el crecimiento de los depósitos menores al millón de pesos. En tanto que, los depósitos mayores al millón de pesos, también se veía estabilizado por inversores que no formaban parte de entidades financieras explicado por la continua demanda de LEBAC por parte de estos inversores (inversores que no eran entidades financieras).

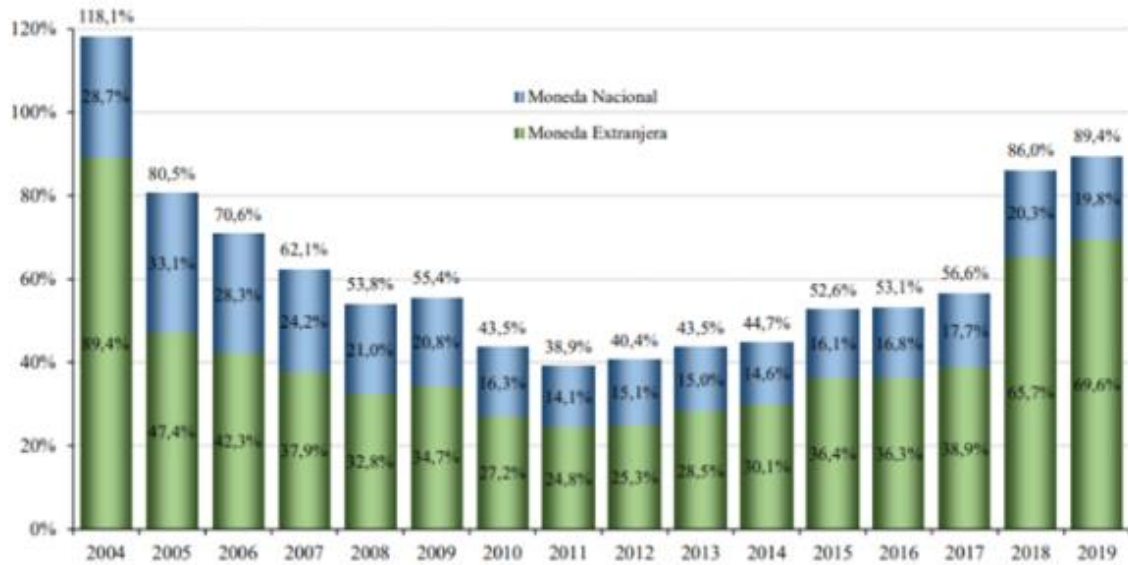


Fuente: BCRA - Informe Monetario Mensual - Febrero de 2016.

A su vez, la emisión de deuda externa lograría robustecer las reservas del Banco Central, quien le compraría los dólares que ingresaron por colocación de deuda al Tesoro. Por otro lado, el Banco Central de la República Argentina buscaría absorber los pesos emitidos para la compra de dólares al Tesoro a través de LEBACs (Letras del Banco Central) con tasa de interés real positiva y estimulaba a inversores locales y extranjeros a vender dólares e inclinarse por las LEBACs que ofrecía el BCRA. De esta manera, el BCRA acumulaba reservas en dólares, pero también tenía como contrapartida un crecimiento muy grande de los pasivos remunerados lo cual implicaba un riesgo, dado que si había un desarme masivo de LEBACs y salida de capitales podría generar una corrida contra el peso y una consecuente devaluación de la moneda.

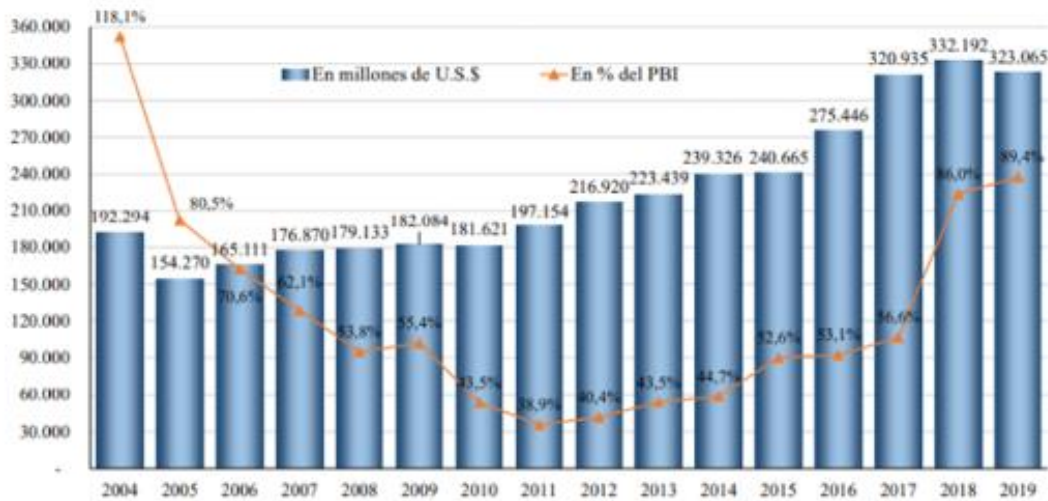
Por otro lado, según Sturzenegger, F. (2019), el gobierno optó por una estrategia de colocación de deuda en moneda extranjera que comenzó en 2016 y tal cual se puede observar en los gráficos que se detallan a continuación:

Deuda Bruta de la Administración Central por Moneda como % del PBI.



Fuente: Ministerio de Economía - Presentación Gráfica de la Deuda Pública del Estado Argentino.

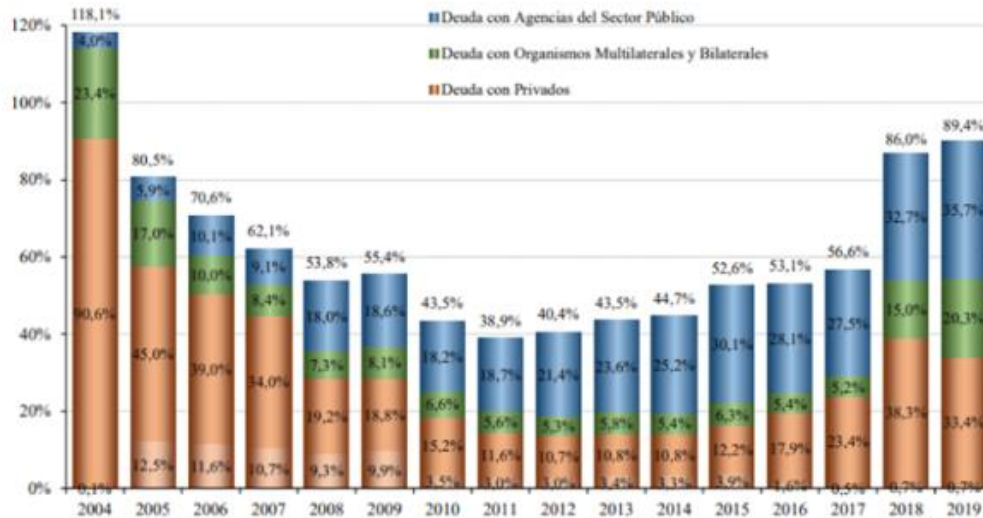
Evolución de Deuda Bruta de la Administración Central.



Fuente: Ministerio de Economía - Presentación Gráfica de la Deuda Pública del Estado Argentino.

En este sentido, podemos observar que desde 2016 la deuda con privados pasó de 17,9% a 33,4% del PBI en 2019, lo que representó un 86,6% de incremento en 4 años y siendo prueba de la estrategia económico-financiera que se optó por tomar.

Deuda Bruta de la Administración Central por Acreedor como % del PBI.



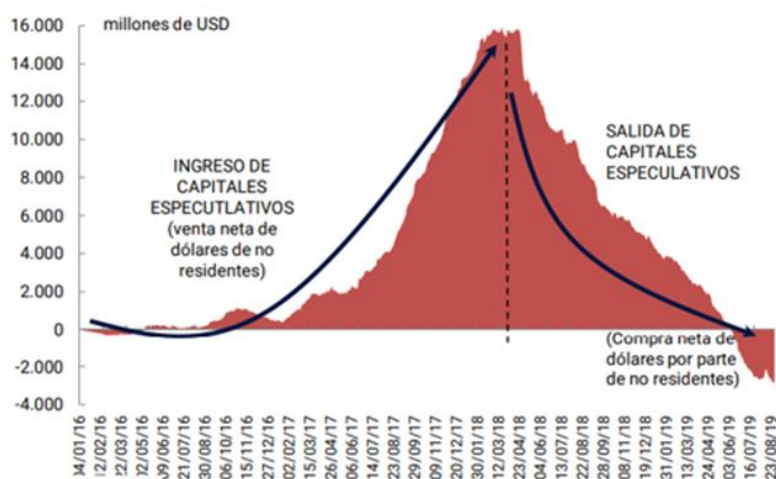
Fuente: Ministerio de Economía - Presentación Gráfica de la Deuda Pública del Estado Argentino.

En referencia a lo anteriormente expuesto, se produjo una sucesión de hechos que terminó desencadenando una crisis económica, cambiaria y política que Sturzenegger, F. (2019) detalla algunos de sus motivos a continuación:

- Junio del 2017.** Dudas sobre el éxito del programa de desinflación sobre el que Di Tella (2019) detalla : “ Quizás como el propio BCRA explica que en el segundo semestre de 2017 “la desinflación se estancó” y que las expectativas sobre la inflación para 2018 habían aumentado 2,3 p.p. en los 14 meses anteriores, lo que, junto con el hecho de que no se podría cumplir con la meta de 2017 por un margen que se amplió hacia fines de ese año, llevó a que se mantuvieran las dudas sobre el éxito del programa de desinflación. Al parecer según Di Tella (2019), el lema del Banco Central era “cambiar la meta implica no tener ninguna”. Es de suponer que hay un punto a partir del cual mantener metas que sistemáticamente se incumplen reduce la credibilidad”.
- Diciembre del 2017 (Perfil, 28 de Diciembre del 2018).** Planteo por parte del BCRA de metas de inflación muy exigentes para el año siguiente (2018) aún con la inflación holgadamente por encima de dichas metas y con el agravante de que se disminuyó la tasa de política monetaria. En este punto Di Tella (2019) hace principal hincapié como factor determinante en el posterior desarrollo de los sucesos económicos.
- Diciembre del 2017 (Perfil, 28 de Diciembre del 2018).** Intervención del Gobierno Nacional en los objetivos y metas del Banco Central de la República Argentina, lo cual fue asociado por parte de analistas e inversores como la carencia de independencia del BCRA en la toma de decisiones respecto de la política monetaria.

- **Marzo del 2018 (El Cronista, 21 de Marzo del 2018).** Suba de tasa de política monetaria por parte de la FED, ocasionando un “fly to quality⁴” por parte de inversores extranjeros y fondos.
- **Abril del 2018 (El Cronista, 10 de Julio del 2018).** Sanción del impuesto a la renta financiera para inversores extranjeros, el cual gravaba a la renta de determinados activos financieros impositivamente y generaba un costo para los mismos. Este fue un punto determinante para los extranjeros que llevó a que retiren muchas de sus inversiones, provocando que el Banco Central tenga que vender USD 1.471 millones el 25 de abril y USD 5.300 millones desde ese día hasta el 30 de Abril. (Infobae, 25 de Abril del 2019). Esto derivó que en Junio del 2018 (BBC News, 8 de Junio del 2018) el gobierno tuviera que acordar un préstamo de USD 55.000 millones con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Evolución diaria acumulada de los flujos de “no residentes” y títulos valores en mercado secundario



Fuente: Informe de Mercado de Cambios, deuda y formación de activos externos 2015-2019- BCRA.

⁴ Considera el hecho de que inversiones emigren desde activos con mayor riesgo a aquellos mayor seguridad y calidad.

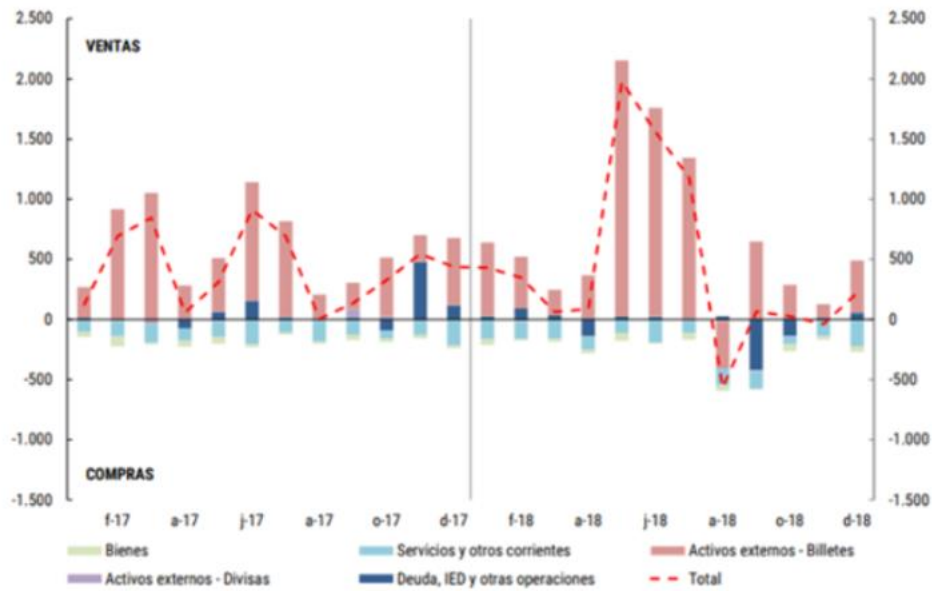
Tasa de Rendimiento de bonos libre de riesgo EE.UU.



Fuente: Federal Reserve Economic Data – St. Louis Fed.

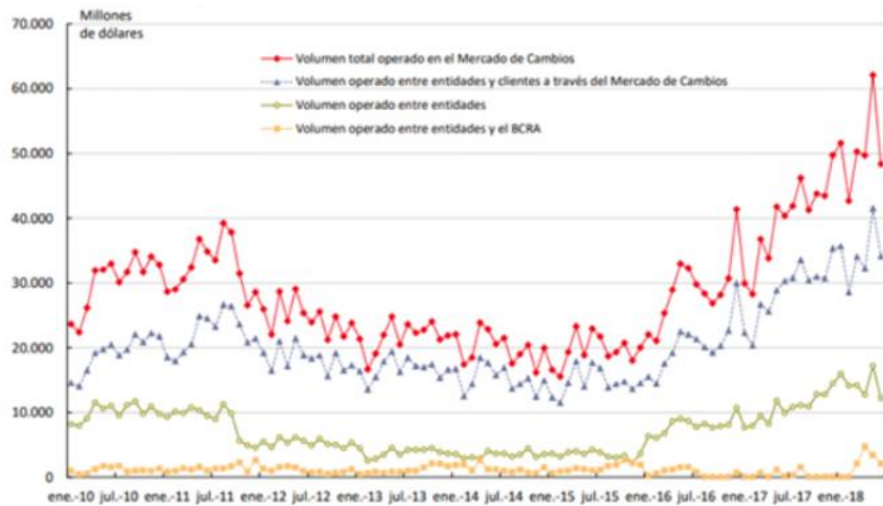
Mercado de Cambios Gobierno General. Resultado neto del sector.

Equivalente en millones de dólares.



Fuente: Evolución del Mercado de Cambio y Balance Cambiario – Diciembre 2018-BCRA.

Volumen operado en mercado de cambios.

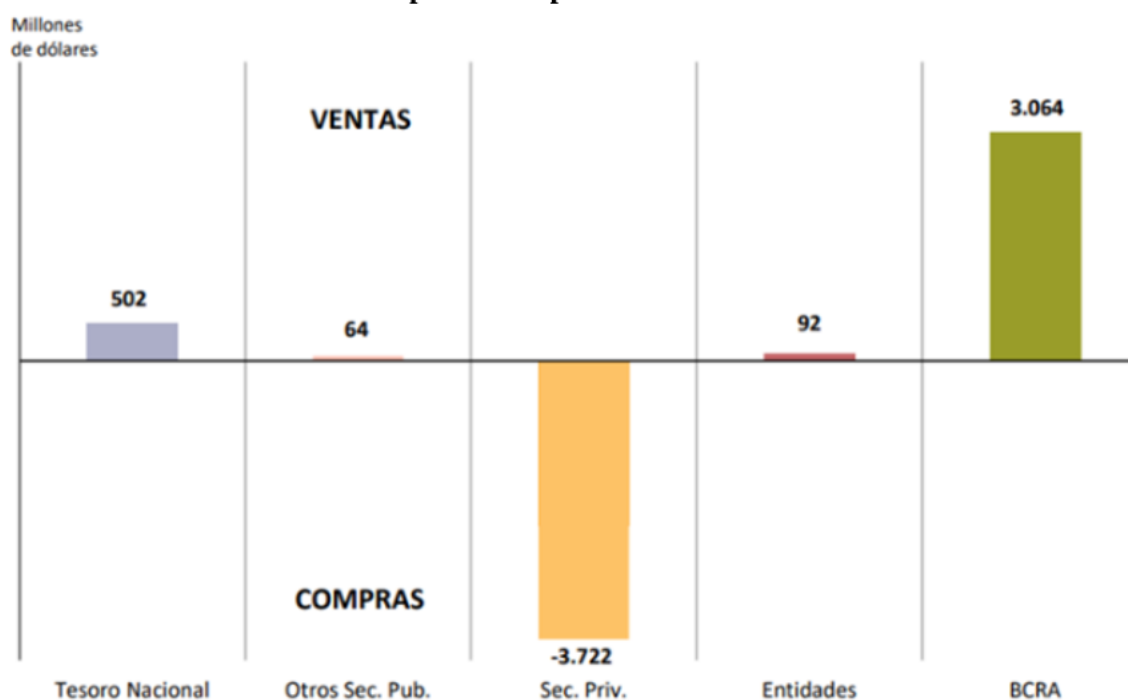


Fuente: Evolución del Mercado de Cambio y Balance Cambiario – Diciembre 2018-BCRA.

Según el Informe de Evolución del Mercado de Cambio y Balance Cambiario del BCRA de Junio del año 2018, el gobierno Argentino acordó recibir USD 55.600 millones del FMI, en concepto de apoyo y bajo la forma de un acuerdo de tipo Stand By. El mismo fue aprobado hacia finales de junio y luego de su validación se recibió el desembolso de USD 15.000 millones. Estos sucesos se sustentan en cambios surgidos en el contexto financiero local e internacional.

Por lo expuesto, y de acuerdo con la misma fuente, en junio el BCRA realizó ventas netas spot por USD 3.064 millones, que, si se suman a las ventas netas efectuadas por el Tesoro Nacional y otros organismos del sector público y por los bancos y otras entidades cambiarias se llega a una cifra total de USD 3.722 millones en dicho periodo, intentando de esta manera el BCRA hacer frente a toda la demanda de divisas que se había generado y procurando defender el valor de la moneda nacional. Como consecuencia, el mercado de cambios sufrió un incremento de los montos operados de un 20% medido interanualmente.

Resultado de operaciones por sector – Junio 2018.

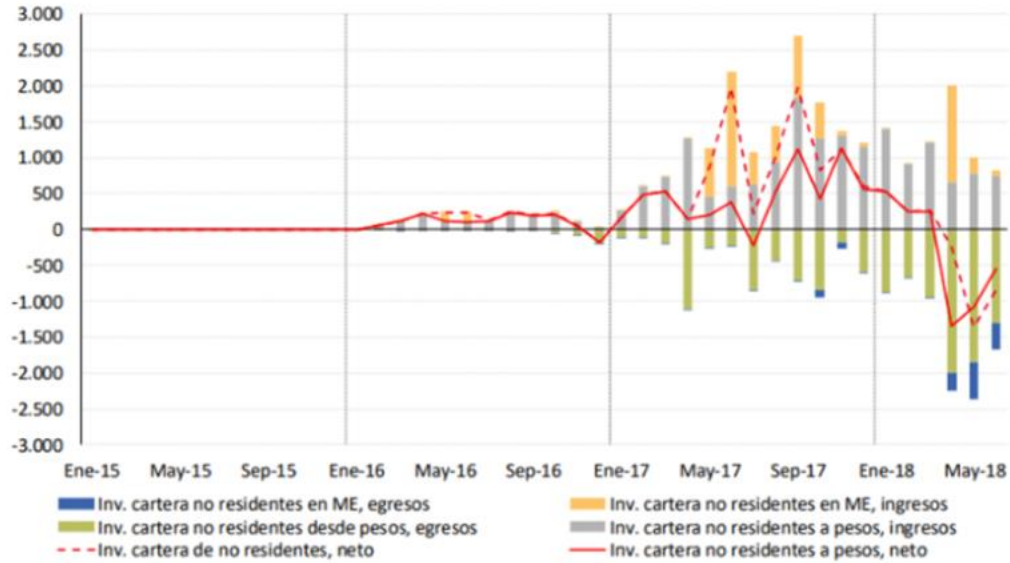


Fuente: Evolución del Mercado de Cambio y Balance Bancario - Junio 2018.

De esta manera, se produjo un déficit de la cuenta corriente del balance cambiario, que fue parcialmente compensado por una disminución de importaciones y un aumento de exportaciones dada la mayor competitividad del tipo de cambio.

Uno de los aspectos más resaltantes fue la variación que sufrió la cuenta capital y financiera del “Sector Privado No Financiero” (SPNF) la cual registró egresos netos por USD 5.083 millones en junio del 2018. Estos egresos se explicaban en gran medida debido a las salidas de capitales registrados por la formación de activos externos de residentes por USD 3.074 millones, por la salida neta de la operatoria de títulos valores en el mercado secundario por USD 1.092 millones y por las repatriaciones netas por inversiones de no residentes por USD 637 millones según indica el Informe de Evolución del Mercado de Cambio y Balance Cambiario del BCRA de junio de 2018.

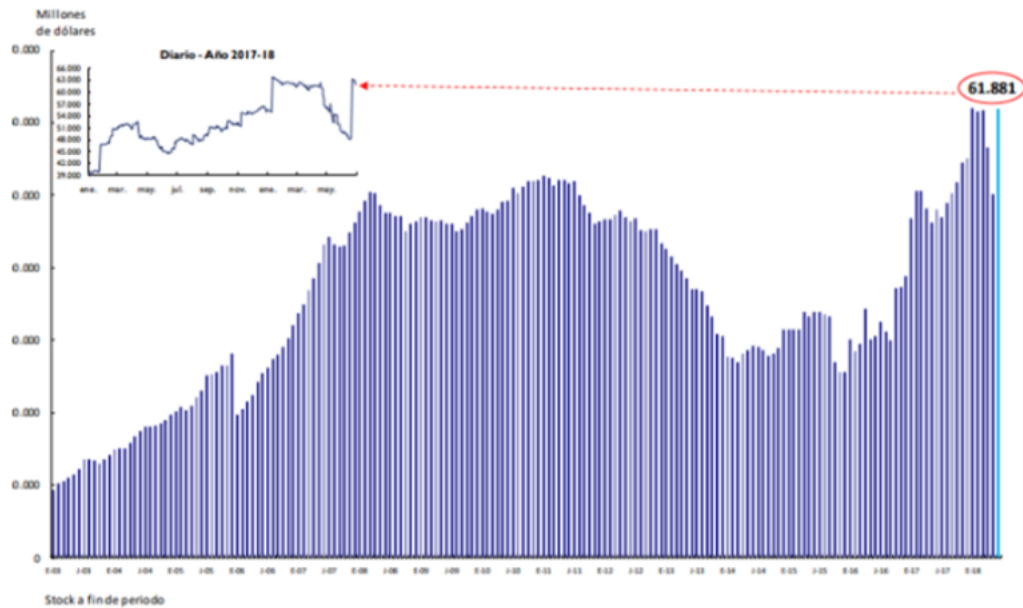
Inversiones de no residentes. Cartera.



Fuente: Evolución del Mercado de Cambio y Balance Bancario - Junio 2018.

Por su parte, el Informe de Evolución del Mercado de Cambio y Balance Cambiario del BCRA de junio de 2018 afirma: “La cuenta capital y financiera cambiaria del sector público y BCRA resultó en un superávit de USD 16.060 millones, explicado principalmente por el desembolso del primer tramo del programa Stand-By acordado con el FMI. Con estos movimientos, las reservas internacionales del BCRA aumentaron USD 11.783 millones durante el mes, cerrando en un nivel de USD 61.881 millones.”

Reservas Internacionales del BCRA.

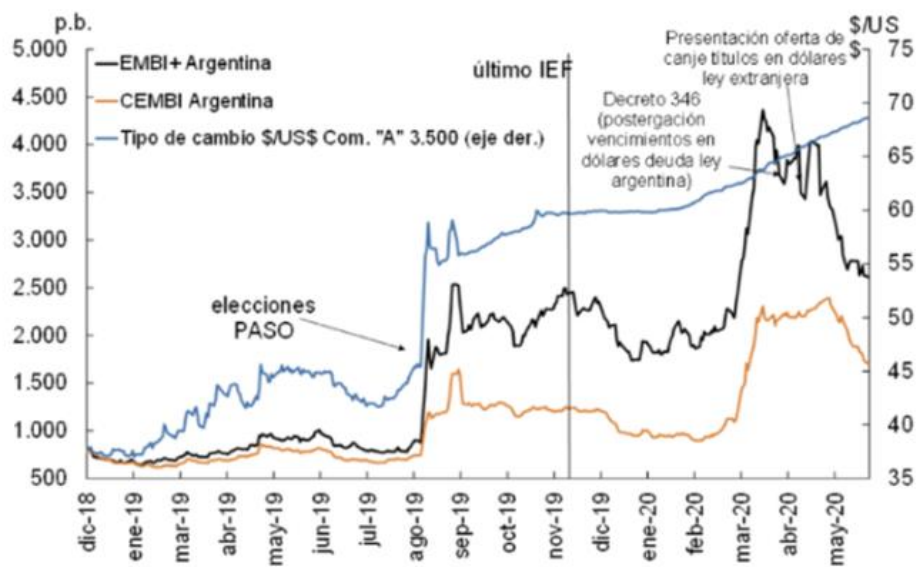


Fuente: Evolución del Mercado de Cambio y Balance Bancario - Junio 2018.

Un factor determinante, según Amico (2020), fue la prohibición al BCRA por parte del FMI a realizar intervenciones discrecionales en el mercado de cambios, generando aún mayor volatilidad e incertidumbre durante el periodo de mayor incertidumbre económica. Luego de la continuidad de este escenario en donde renunciaron dos presidentes del BCRA y ante la continua pérdida de reservas por parte del mismo BCRA a los fines de resguardar el valor de la moneda nacional, la situación se pudo estabilizar recién en el segundo acuerdo con el FMI, con Guido Sandleris como flamante presidente del BCRA. Esto se logró, al reestructurar el acuerdo y recuperar los instrumentos que el mismo Banco Central poseía para intervenir en el mercado cambiario y orientar las expectativas Amico (2020).

A modo de conclusión para este capítulo, podemos ver en el siguiente gráfico cómo el riesgo que representaban los activos soberanos o corporativos Argentinos estaba en una tendencia bajista hacia fines de 2018 cuando por todo lo detallado anteriormente y expuesto por Sturzenegger, F. (2019) y Carrera.J.(2016) en relación a la suba de tasas de la Reserva Federal de EEUU, sanción del impuesto a la renta financiera para no residentes, sequía, guerra comercial entre EEUU y China, etc., vemos que el mismo spread de riesgo que se le pedía a activos financieros Argentinos pasó de valores cercanos a los 500 puntos básicos (p.b.) para alcanzar cifras por encima de los 2.000 p.b en menos de 2 años. En este sentido, el salto más grande se dio luego de las elecciones presidenciales de agosto del 2019 donde el gobierno oficialista se vio ampliamente superado por la oposición, algo que el mercado no descontaba con seguridad y lo cual llevó a dicha variación.

Diferencial de rendimientos de Deuda y Tipo de Cambio.



Fuente: BCRA - Informe de Estabilidad Financiera Junio del 2020.

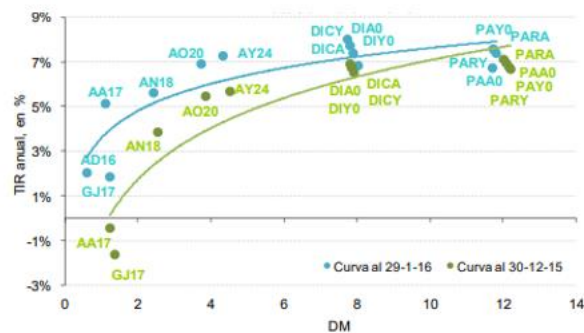
2.2 Evolución de la curva de rendimientos de bonos soberanos en Argentina 2016-2019.

Según Villar, G. (2016) “la estructura temporal de tasas de interés o curva de rendimientos es la relación entre el tiempo que resta para el vencimiento y el rendimiento de bonos que sean similares en riesgo, cláusulas contractuales, etc. El objeto de la curva de rendimientos es determinar el diferencial de tasa existente entre los diferentes vencimientos y brinda una perspectiva de las expectativas del mercado en relación a las tasas de interés y el plazo temporal.

Es una herramienta de suma utilidad tanto para los inversores como para los emisores. La curva de rendimientos más típica es la de letras del tesoro y bonos gubernamentales. Ya que esta curva de rendimiento sirve de base para el resto del mercado.

Dentro del mercado encontramos curvas de rendimiento para otros tipos de bonos agrupados por el nivel de riesgo y el vencimiento. La curva de rendimientos puede adoptar diferentes formas de acuerdo a las condiciones actuales y perspectivas futuras de evolución de las tasas de interés en el mercado. La curva de rendimientos normal es la más común e indica una relación positiva entre el plazo al vencimiento y la rentabilidad requerida. Por lo tanto, a mayor plazo se requerirá mayor rendimiento”.

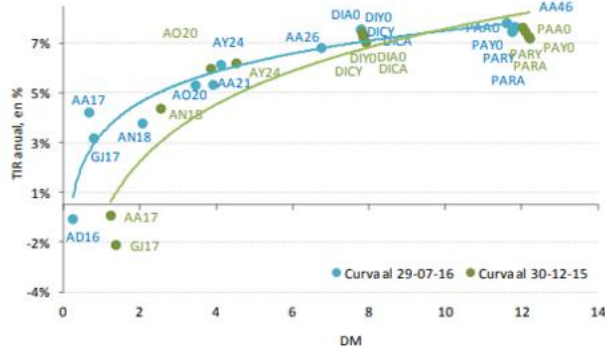
Bonos Nacionales en dólares.



Fuente: IAMC - Informe Enero 2016

En este gráfico, podemos observar que la curva de rendimientos de los bonos soberanos en dólares era una curva normal, donde la tasa interna de retorno (TIR) se incrementaba en la medida en que se extendía la duración. La parte corta y media de la curva mostraba un achatamiento que expresaba un incremento de la TIR lo cual era reflejo de una caída en el precio de los bonos, aunque los mismos continuaban cotizando sobre la par. En tanto el tramo largo de la curva muestra un aumento en la TIR pero menor al reflejado en el tramo corto. En este sentido, el movimiento de la curva fue un acorde a un bear flattening que podría estar descontando un riesgo de corto plazo que se normalizara a largo.

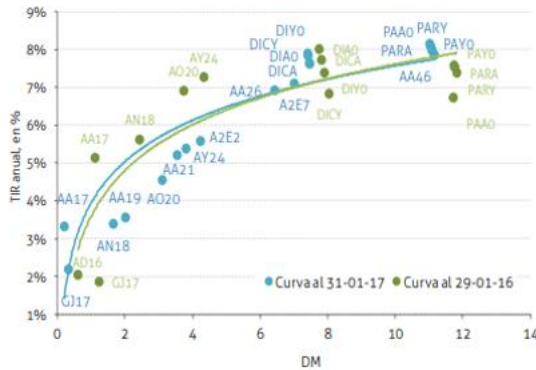
Bonos Nacionales en dólares.



Fuente: IAMC - Informe Julio 2016

Seis meses más tarde se observa en el gráfico una leve disminución de la TIR en la parte más larga de la curva, en tanto en el tramo corto se podía destacar un aumento en la misma TIR. La curva continuó en este punto mostrando más dudas al corto plazo que en el tramo largo.

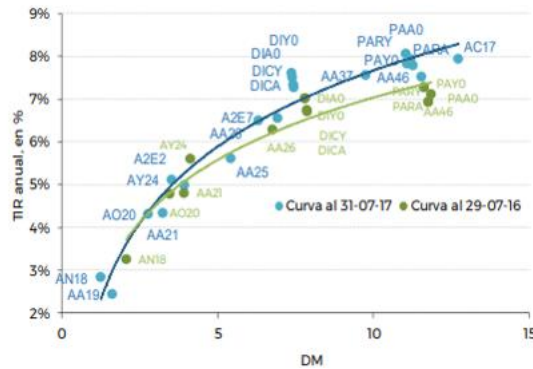
Bonos Nacionales en dólares.



Fuente: IAMC - Informe Enero 2017.

Con el paso del tiempo los precios de los bonos se mantenían, más allá del pago de cupones y amortizaciones. El formato de la curva en estos 6 meses posteriores y comienzos de 2017 marcaban hasta el momento solidez.

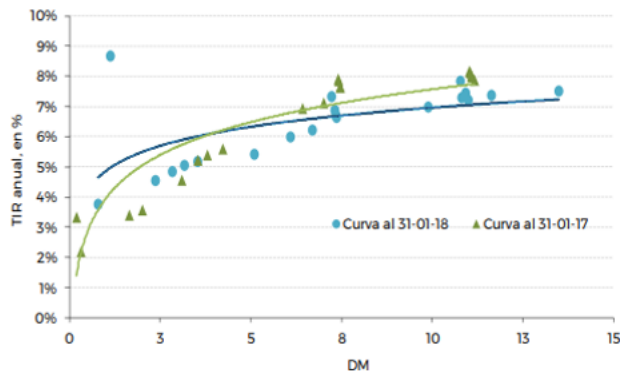
Bonos Nacionales en dólares.



Fuente: IAMC - Informe Julio 2017.

Luego, a mediados de 2017, previo a las elecciones legislativas de medio término, el mercado depositaba gran expectativa, dado que era un paso importante para el gobierno poder afianzarse en términos políticos y, a su vez, consolidar su participación en el poder legislativo. De esta manera, el mercado continuaba con el rally llevando los precios a valores muy por encima de la par de los bonos. En este sentido, se observa que la parte corta de la curva se mantuvo sin muchas variaciones en tanto que el tramo largo incrementaba su TIR dado por nuevas colocaciones de deuda a tasas un tanto más elevadas de las que cotizaban el resto de los bonos más antiguos sumado a que el mercado podía descontar un mayor riesgo de financiación a largo plazo

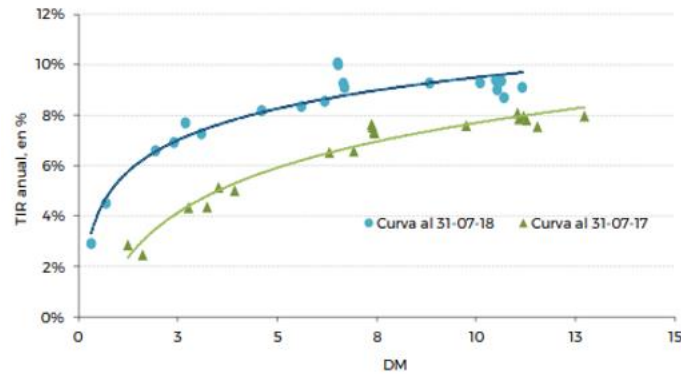
Bonos Nacionales en dólares.



Fuente: IAMC - Informe Enero 2018.

En enero de 2018 ya empezamos a ver como los rendimientos de los bonos más cortos aumentan su TIR, lo que refleja una disminución en sus precios luego de algunos sucesos económicos que no le gustaron al mercado tales como el 28-D, la aprobación de la nueva fórmula de movilidad y el plan económico para el repago de la deuda. En ese sentido podemos observar que la parte larga no sufre tanto de este impacto como el tramo corto, pero empezamos a ver un aplanamiento de la curva. Aquí, también tuvo su implicancia el aumento de tasas de la FED, lo que empujó a inversores a rotar portafolios hacia los bonos del tesoro americano. En este sentido se podía apreciar que el movimiento se da por un mayor riesgo en el corto plazo.

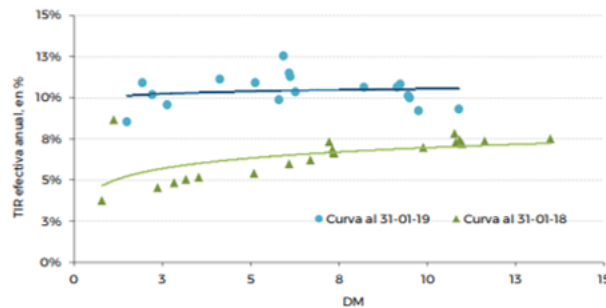
Bonos Nacionales en dólares.



Fuente: IAMC - Informe Julio 2018.

Luego de los meses vemos un movimiento hacia arriba y uniforme de la curva, aumentando en DM sobre todo en la parte larga y registrando también un incremento en la TIR de los bonos del tramo medio. A su vez, se puede observar una curvatura de la misma, conforme con el movimiento superior. Para este momento, ya el gobierno había acudido al FMI, se había producido una corrida cambiaria y había renunciado el presidente del BCRA.

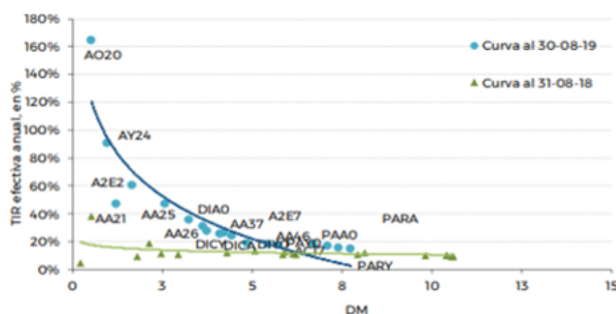
Bonos Nacionales en dólares.



Fuente: IAMC - Informe Enero 2019.

En este gráfico, observamos un flattening de la curva soberana que se dio debido a un incremento de las TIR cortas, manteniéndose en línea con las TIR del tramo medio y largo de la curva. En este sentido se podría pensar en que se iban a mantener las tasas altas a largo plazo y por eso el movimiento anteriormente descrito. En este punto, al subir las tasas de corto plazo y mantenerse las de largo, refleja incertidumbre en el mercado en referencia a la evolución de la tasa de interés en el futuro. Este movimiento es comúnmente llamado bear flattener.

Bonos Nacionales en dólares.



Fuente: IAMC - Informe Agosto 2019.

Aquí se dio el último suceso de magnitud del gobierno de Macri, donde perdió por amplia diferencia en las elecciones presidenciales PASO 2019, algo que no estaba totalmente descontado por el mercado. Esto hizo colapsar el precio de los bonos a valores coincidentes con períodos de crisis económicas. En este sentido, vemos que la TIR de la parte corta llegaban hasta un 160%, en un amplio movimiento de inversión de la curva. Esto podría estar prediciendo un potencial default con tasas muy elevadas, precios muy bajos y un eventual recupero a largo plazo.

2.3 La fuente de la acumulación de reservas y su importancia:

Sosa-Padilla, C., & Sturzenegger, F. (2021) en su documento de trabajo sostienen que los shocks exógenos tienen un impacto más profundo en economías que poseen sus reservas financiadas con pasivos externos en moneda extranjera. No obstante, en caso de que las mismas, hayan sido financiadas con moneda nacional generaría un efecto negativo más tenue en la economía y en los spreads soberanos.

A su vez, en el documento, los autores refuerzan esta teoría afirmando que el financiamiento de reservas con deuda soberana en moneda doméstica ayuda a reducir los diferenciales de riesgo soberanos. Esto se sostiene en que el Banco Central cumpliría un rol de prestamista de última instancia y tendrá la posibilidad de emitir en moneda doméstica para cumplir con sus obligaciones. De este modo, al carecer de la posibilidad de generar de igual manera divisas extranjeras, el riesgo se incrementa ante una mayor probabilidad de no pago en dicha moneda.

Por otro lado, explica que las diferentes formas en que el país financia la acumulación de reservas generan consecuencias sobre otras medidas de riesgo de crisis, más allá del diferencial soberano que se mencionó anteriormente. Para esto, los autores se basaron en el Índice de Condiciones Financieras de Goldman Sachs logrando resultados que señalan que mayores reservas alivian el grado de tensión financiera, únicamente en los casos en los que se financian con pasivos internos.

Profundizando con el concepto de que las reservas alivian el grado de tensión financiera, Sosa-Padilla, C., & Sturzenegger, F. (2021) hacen hincapié en la idea de que solo en la medida en que se financian con pasivos internos (remunerados) tendrán mejores efectos. En este sentido podemos considerar que las LEBACS emitidas por el Banco Central de la República Argentina eran una herramienta que iba en esa dirección, buscando absorber los dólares de las colocaciones del gobierno a través de la emisión de este tipo de instrumentos. A su vez consideran que la acumulación de reservas con pasivos externos deteriora las condiciones financieras (como fue el caso del diferencial soberano) en casos de crisis o estrés económico/financiero. Esto puede generar efectos o daños colaterales tales como una inflación más

elevada, que no ocurre cuando las reservas se compran con pasivos internos (lo cual es puramente una cobertura contra shocks negativos).

Acumular reservas con deuda en dólares genera un calce en términos de moneda para los pasivos y los activos, al mismo tiempo que proporciona liquidez en moneda extranjera, pero no obstante carece de cobertura en tiempos de dificultad. En este sentido y con el objetivo de paliar dificultades, resulta preferente que los vencimientos de los pasivos sea al mayor largo plazo posible y buscando un escalonamiento de los mismos que permita afrontar dichos compromisos y a la vez no genere situaciones de stress en la economía y las finanzas del país. La deuda interna (ya sea denominada en moneda local o indexada a los resultados internos), por otro lado, proporciona tanto cobertura como liquidez, afectando así la posibilidad de incumplimiento e impactando así directamente en los diferenciales soberanos.

3 Reestructuración de deuda soberana 2005

3.1 Canje

Según Varesi, G. Á. (2008), el gobierno de Néstor Kirchner tenía como una prioridad la resolución de la situación de default de deuda en la que se encontraba y, por eso, en la asamblea anual del FMI en 2003 el Ministro de Economía de aquel momento, Roberto Lavagna, hizo una oferta inicial para reestructurar la deuda que comprendía una quita del alrededor del 75% del valor nominal de los bonos y la creación de otros 3 bonos nuevos. Vale aclarar y considerar que, al momento de dicho anuncio, ningún bono tenía un precio mayor a lo que representaría esa quita futura del 75% del valor nominal. A su vez, se propuso el igual tratamiento para grandes tenedores de deuda como a los más pequeños.

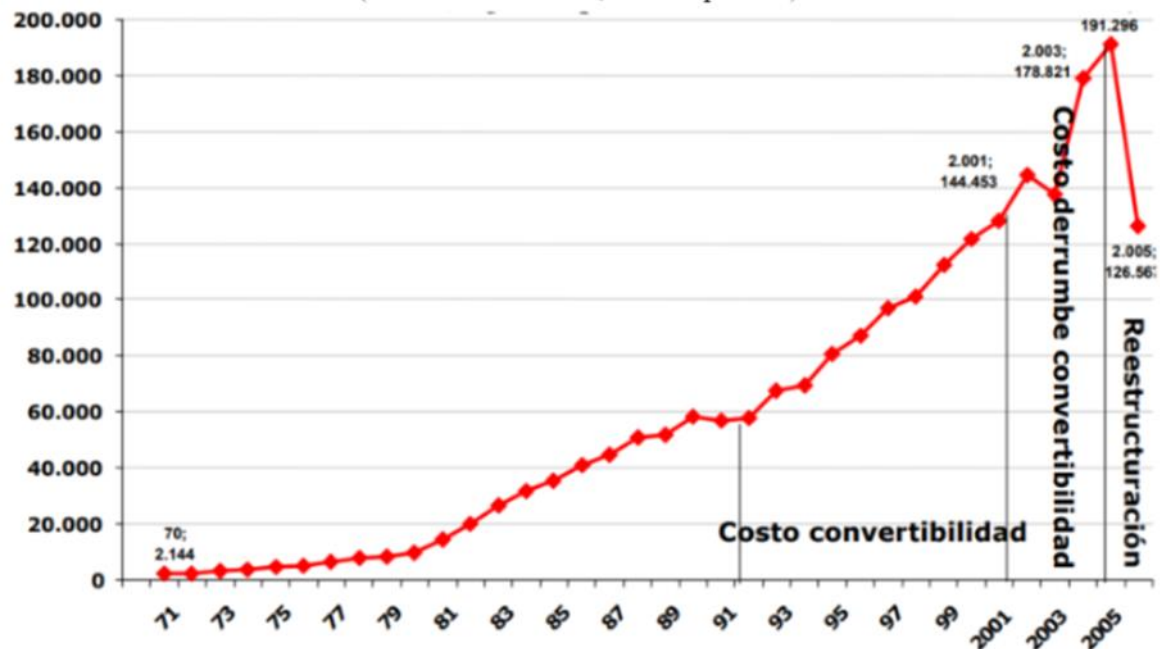
El mismo Varesi, G. Á. (2008) también señala que “a lo largo de la negociación la posición inicial se iría flexibilizando. La quita iría disminuyendo, las tasas de interés propuesta para los nuevos bonos se irían elevando, aumentaría también el cálculo de los beneficios vinculados al crecimiento y se establecería un pago adicional inicial al contado”.

A su vez, Müller, A., & Benassi, A. (2013) afirma que “luego de dos años de suspensión de pagos, se concreta en 2005 un canje de títulos, que implica una quita de los montos adeudados y una extensión considerable de plazos de pago. Este canje es aceptado por el 76% del monto adeudado”.

Por su parte, Varesi, G. Á. (2008) describe que del total de USD 81.800 millones que entraron en default en 2001 el canje sería aceptado en un 76,15%, de modo que USD 62.300 millones serían cambiados por los nuevos títulos elegibles según las proporciones señaladas previamente. Con la reducción producto de la quita estos USD 62.300 millones se reducirían a USD 35.300 millones..

Deuda Pública Bruta Total.

(En millones de USD, a fin de período)



Fuente : Datos Deuda post reestructuración – MECON.

También, Cantamutto, F. J. (2014) afirma en relación al éxito de haber podido reestructurar y canjear la deuda en 2005: “La reducción del valor de la prima de riesgo de los bonos de otros países periféricos como Brasil y de la tasa de interés de los bonos del Tesoro norteamericano hicieron más atractiva la propuesta argentina, que, además, incentivó el ingreso al canje al aprobar una ley que desconocía todo futuro reclamo por los bonos que no entraran al canje (la ley N° 26.017, conocida como “cerrojo”). Se anunció como el regreso de Argentina a los mercados de capital, luego de normalizar el 76% de la deuda en mora. El canje redujo la cantidad de bonos involucrados (de 152 a 3), el número de monedas y jurisdicciones, facilitando la gestión posterior de la deuda. Algunos bonos fueron emitidos en pesos y ajustables por inflación, además de prometer un rendimiento atado al crecimiento del PBI: hacer a los acreedores “socios del crecimiento” de la Argentina fue la intención”.

Por otro lado, y buscando generar algún tipo de rédito político, el gobierno de turno buscó promocionar la reestructuración llevada a cabo bajo el lema de que lograron una quita del 75% sobre el total negociado. No obstante, considerando que se habían considerado intereses capitalizados hasta el momento del canje, el porcentaje de quita disminuye al 60% del monto negociado o 35% del total de la deuda Cantamutto, F.(2015); Vázquez Valencia & Cantamutto,F.(2015).

Varesi, G. Á. (2008) detalla que, como consecuencia del canje, los nuevos bonos presentado fueron:

- Discount: presenta una quita del 66,3% que rinde un interés fijo creciente y posee capitalización en los primeros diez años. Presenta títulos en monedas euro, dólar, yen y pesos + CER. No posee un monto mínimo para su adquisición. Finalizado el canje fue emitido por un monto de capital de USD 11.900 millones. Vencía el 31 de diciembre de 2033.
- Cuasi-par: conlleva una quita del 30,1%. Bono sólo en pesos + CER. Principalmente orientado a las AFJP y otros grandes tenedores de bonos, ya que poseía un monto mínimo para

canje de USD 350.000. Ofrece una tasa fija del 3,31% con capitalización en los primeros diez años y fue emitida por un total de USD 8.300 millones. Vencía el 31 de diciembre de 2045.

- Par: no presenta quita alguna. Ofrecido en monedas euro, dólar, yen y peso + CER. Con tasas crecientes que tendrían un promedio de 3,46%, sin capitalización. Durante las primeras tres semanas de canje sólo se permitió el acceso de USD 50.000 por tenedor, abriéndose la última semana el saldo restante disponible. Fue emitido por USD 15.000 millones. Vencía el 31 de diciembre de 2038.

Deuda Reestructurada por moneda y por Ley.

En USD equivalentes.

BONO	DOLARES		EUROS Ley U.K.	YENES Ley JAPON	PESOS Ley ARG	TOTAL
	Ley NY	Ley ARG				
PAR	5.313 15,1%	1.246 3,5%	6.391 18,1%	196 0,6%	1.854 5,3%	15.000 42,5%
DISCOUNT	3.088 8,8%	566 1,6%	2.879 8,2%	54 0,2%	5.345 15,2%	11.932 33,8%
CUASI-PAR					8.329 23,6%	8.329 23,6%

Fuente: Datos Deuda post reestructuración - MECON.

A modo complementario, podemos destacar que todas las series se emitieron bajo legislación nacional y extranjera. Müller, A., & Benassi, A. (2013).

La diferencia en el tratamiento de cada especie radica en el particular flujo de fondos, amortización, tasa de interés, plazo, entre otros, que tenía cada especie. Como ejemplo de esta distinción, el vencimiento de los bonos se extiende hasta el 2033 y 2038 y las amortizaciones en dichos casos se realizan hacia el final del plazo del bono, resultando que en el resto de la vida útil del bono únicamente se devengaban intereses. Müller, A., & Benassi, A. (2013)

Como particularidad a esta diferenciación en torno a los flujos de fondos de los bonos, duración, y valor nominal, hubieron especies que se emitieron bajo la denominación de “cupones PBI”. Estas especies representan el compromiso futuro de pago de un extra o adicional sobre los diferentes tipos de bonos, dependiendo del crecimiento que el país muestre en materia PBI. Para eso se estableció la meta del 3%, la cual, si era superada en términos de crecimiento del PBI en un período, el país estaba obligado a desembolsar un cupón por el 5% de la diferencia entre el crecimiento que se dio efectivamente del PBI y el crecimiento que estaba proyectado. Esto se daba con la salvedad de que, si los pagos alcanzaban el 48% del valor nominal de la quita nominal, dejaban de realizarse. De esta manera los inversores estaban

estimulados a que al país le fuera bien, en tanto que si el PBI crecía arriba de la meta estipulada recibieron un cupón extra por el 5% de la diferencia entre proyectado versus real. Müller, A., & Benassi, A. (2013)

En referencia a la inclusión de los cupones PBI, como hemos mencionado se puede considerar esta acción como un círculo virtuoso siendo que asocia al acreedor al desarrollo de la economía del país. Por otra parte, también implica una cuota extra en materia valuación del canje dado que representa desembolsos de cupones que deberán ser considerados al calcular el valor nominal. Müller, A., & Benassi, A. (2013)

Müller, A., & Benassi, A. (2013) afirma en relación a la incorporación de estas cláusulas a los bonos:” Se puede afirmar sin embargo que la incorporación de las Unidades Vinculadas al PBI ha permitido “asociar” la suerte de los acreedores a la del país. Es posible que este elemento, dado que genera un posicionamiento de los acreedores no orientado al “estrangulamiento” del deudor, tenga algún peso en instancias de negociación. Este incentivo sin embargo concluye relativamente temprano, con relación a la marcha completa de los bonos emitidos en canje”.

En función de todo el proceso de reestructuración y posterior canje, Stanley, L. (2009) aporta que Argentina había alcanzado un logro que carecía de antecedentes siendo que la quita o el haircut (calculado como $1 - \frac{\text{valor presente de la nueva deuda}}{\text{valor presente de la deuda anterior}}$) marcaba un récord en términos porcentuales, pero a su vez con el detonante de que los acreedores habían aceptado ese escenario contemplando una extensión en el plazo y reducción en las tasas. En este sentido, todos los aspectos que podían ser modificados o redefinidos, han sido disminuidos en favor del país. Resalta incluso, que, en muchas otras negociaciones, solo algunos de estos aspectos eran negociados, pero no todos. Aunque en el caso de Argentina, fueron todos los que se pudieron mejorar.

Müller, A., & Benassi, A. (2013) agrega sobre las aspectos de la negociación de la deuda, en que tuvo como resultado el logro de una quita de capital, disminución de tasas de interés y aumento de los plazos de pago, pero también se incluyó un pago adicional en función del desenvolvimiento del Producto Bruto Interno Argentino, de esta forma se buscaba asociar el desarrollo económico del país a un incentivo que recibieron los acreedores de deuda, concluyendo en que cuanto mejor se desempeñe la economía local, más alto sería el incentivo que recibieron.

Sobre esta última afirmación y en referencia al haber logrado mejorar todas las variables existentes de la deuda, Val, M.E.(2016) considera que el hecho de que el FMI y Estados Unidos no hayan intervenido en la negociación de la deuda generaba debilidad en los acreedores dado que los mismos contenían un actor con peso propio como los son el organismo internacional y el país norteamericano. Esto convergió en que la fuerza de la negociación o el poder de la misma estaba en manos de Argentina y dejaba desprotegidos a los acreedores frente a subjetividades o discrecionalidades. Un hecho que refleja este concepto es que Argentina logró imponer condiciones en quita de capital, disminución de tasas de interés y extensión de plazo de pagos sin sufrir ninguna sanción internacional y logrando que más del 76% de los acreedores accediera a su propuesta. De esta manera, tomaría mayor importancia la ausencia del FMI y Estados Unidos en la negociación generando una desventaja o carencia de apalancamiento para los acreedores como mencionamos, y que fue aprovechado por el gobierno argentino.

En consecuencia, Stanley, L. (2009) afirma: “Así las cosas, el canje logra un importante nivel de adhesión (76,1%), aunque bastante alejado de lo alcanzado en otras experiencias de reestructuración de deuda soberana. Pese a todo, la Argentina decidió continuar con su política de no reabrir el canje, llegando incluso a sancionar una ley que impidiera cualquier tipo de apertura. Lo anterior explica el porqué de la fuerte disputa con los acreedores y las instituciones financieras internacionales (IFIs)”.

En este marco, Cruces, J. J., & Trebesch, C. (2013) señala que en entre 2000 y 2010 se dio un fenómeno interesante que no había sucedido antes y replica en que las reestructuraciones más grandes en

términos de volumen acordado hasta ese periodo (Argentina, Rusia e Iraq) consideraba quitas de más del 50% (cómodamente por encima del 37% de promedio).

Nivel de adhesión y quita en reestructuración de títulos por país.

País	Año	Nivel de adhesión	Quita
Argentina	2005	76%	76,8%
Belice	2007	98%	23,7%
Dominica	2004	72%	54%
Ecuador	2000	98%	38,3%
Pakistán	1999	99%	15%
Uruguay	2003	93%	9,8%
Ucrania	2000	97%	18%

Fuente: Val, M.E. (2019).

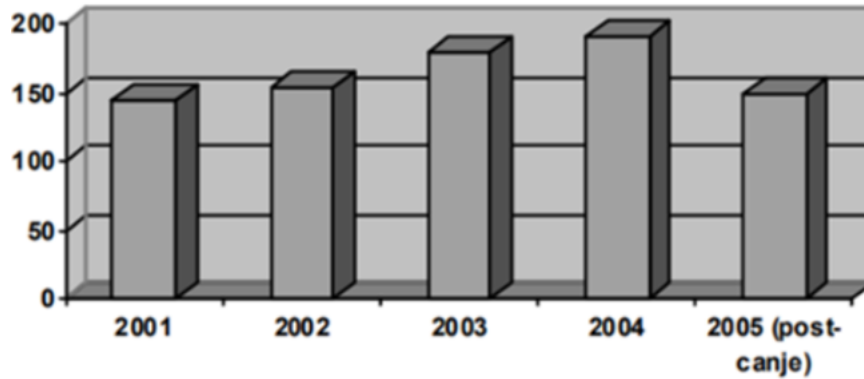
En tanto Müller, A., & Benassi, A. (2013) describe que la suspensión de los pagos de servicios de deuda que se prolongó durante cuatro (4) años (desde el default en 2001), representaba una primera etapa precedente al canje de deuda que se llevaría a cabo posteriormente en el año 2005. Más allá de esta instancia, luego en el año 2010 se reabrió dicho canje y en el cual se obtuvo como resultado un porcentaje cercano al 93% de deuda reestructurada (aproximadamente un 16% de incremento con respecto al 76% obtenido en 2005). De esta manera se llegaba a un 92% aproximadamente de canje total hasta ese momento y dejando únicamente un 8% marginal como fondos buitres o holdouts. Müller, A., & Benassi, A. (2013)

3.2 Sostenibilidad de la deuda post canje

Otro factor a tener en cuenta es que finalizado el canje, si bien la magnitud de la deuda disminuye, su monto total se mantiene en niveles similares a los que poseía al momento del default, o mayor aún si se toma en cuenta la porción no ingresada al canje como se detalla a continuación Varesi, G. A. (2008):

Evolution de la Deuda Pública Argentina 2001 – 2005*

En miles de millones de dólares.

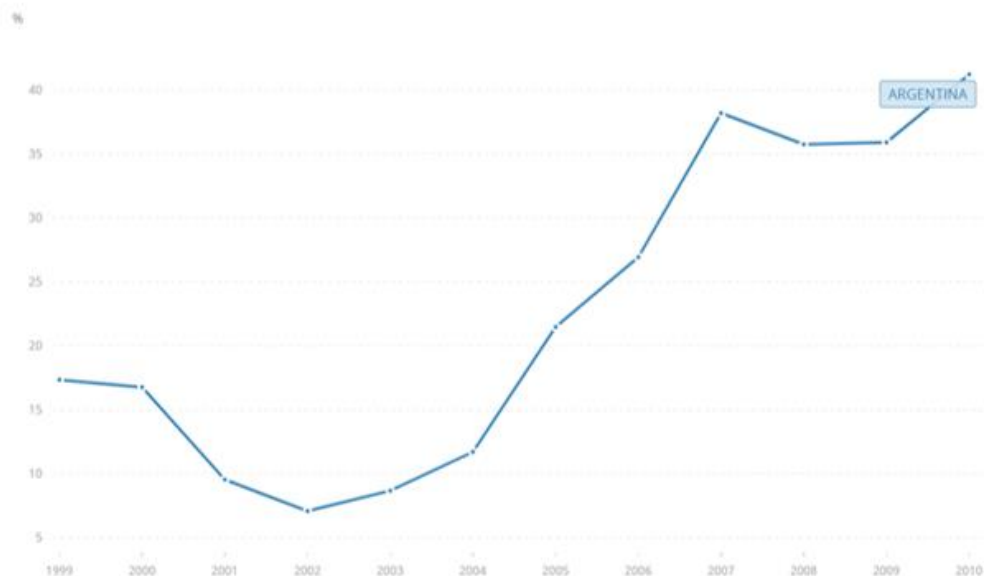


*Incluye deuda no ingresada al canje.

Fuente: Varesi, G.Á. (2008).

De Lucchi, J.M. (2014) afirma que: “El proceso de desendeudamiento público en moneda extranjera ha sido muy exitoso en Argentina. Dado el margen externo, resultado de factores externos e internos, el Gobierno consiguió mantener estable el stock de deuda luego de la reestructuración de 2005. Sin embargo, como la deuda en moneda extranjera debe analizarse en términos de las reservas internacionales disponibles o exportaciones, es a partir de estos indicadores que podemos observar en el siguiente gráfico el profundo relajamiento del peso de la histórica “deuda externa”. Sin embargo, los niveles de estos indicadores todavía presentan serios desafíos para el futuro, sobre todo en un contexto de fuertes déficits industrial, energético y de cuenta capital”.

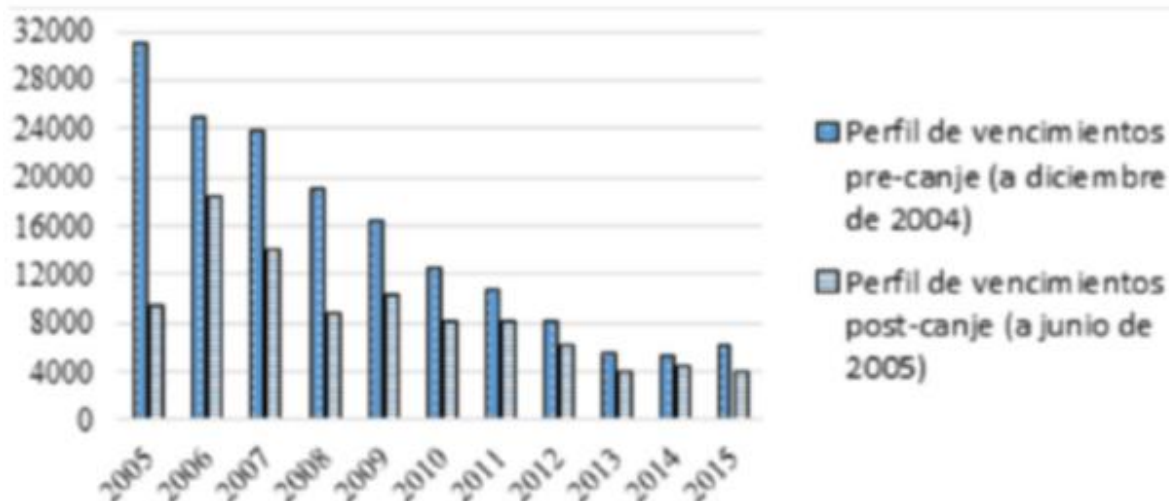
Total de Reservas como porcentaje de la Deuda Externa – Argentina.



Fuente: Banco Mundial, Flujos Mundiales de Financiamiento para el Desarrollo.

Adicionalmente Val, M.E. (2019), describe cómo se puede apreciar como resultado del nuevo perfil de vencimientos, un alivio sustantivo en los primeros años, habiendo la mayor diferencia en 2005, con un valor total de más de USD 21.000 millones, y lo cual se condice perfectamente con el objetivo de dicha reestructuración, que radicaba principalmente en poder liberar recursos para apuntalar el crecimiento y la mejora de la situación social en un contexto doméstico aún en recuperación.

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



Fuente: Val, M.E.(2016).

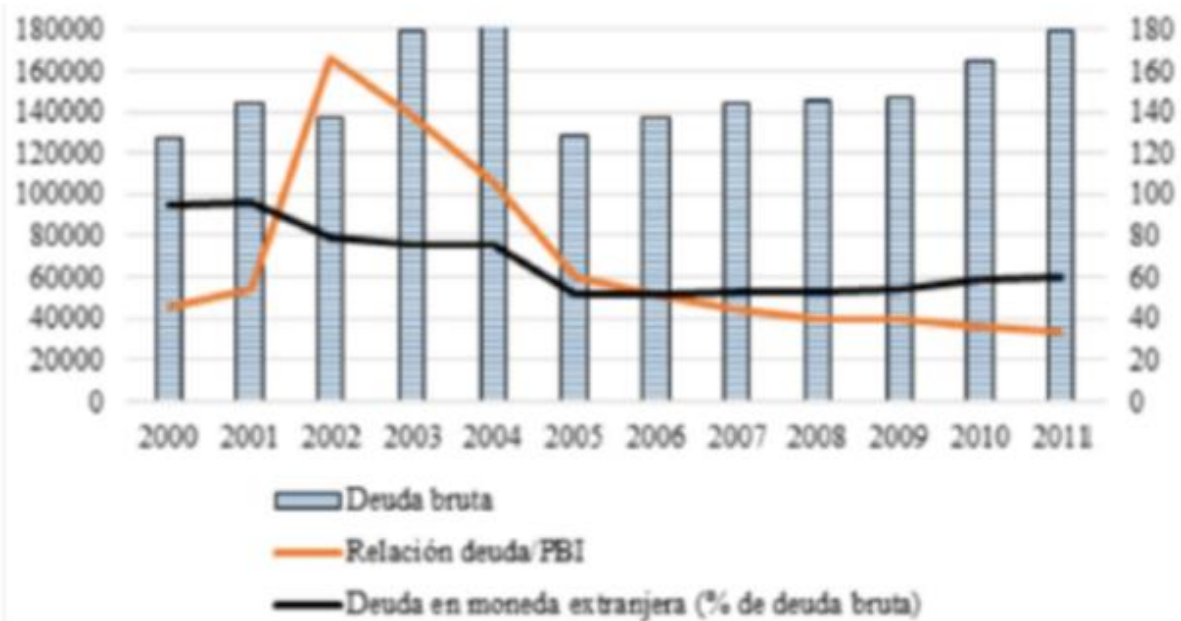
En términos de perfiles o ratios de deuda, las medidas adoptadas para resolver la situación de default han generado marcadas disminuciones en términos de ratio deuda/PBI logrando pasar de representar el 127% del PBI en 2004 al 74% en 2005. Varesi, G. Á. (2008).

No obstante, luego de todo el proceso de canje y reestructuración de la deuda soberana en cuestión, y unos años después, el peso de los intereses se incrementa del 1,7% en 2005 al 2,7% del PBI en 2009. Cantamutto, F. (2015)

En sintonía, Val, M.E. (2019) destaca y analiza el resultado en términos de ratio deuda/PBI para tener un horizonte que pueda esclarecer la capacidad del Estado Argentino para hacer frente a futuros compromisos de deuda. En este sentido señala que “Como resultado de la operatoria, entre 2004 y 2005 se observa una disminución en el stock deuda (de USD 191.295 a 128.629 millones), una caída de la relación de esta con el PBI -que continúa en descenso hasta el final de la serie-, y un cambio en su composición, pues la deuda nominada en moneda extranjera desciende en casi 24 puntos (del 75,61 al 51,67% de la deuda bruta).”

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

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



Fuente: Val, M.E.(2016).

Consecuentemente y como resultado de un canje muy complejo, Val, M.E. (2019) describe algunas consideraciones importantes en referencia a lo que se pudo lograr con los diferentes ratios e indicadores de sostenibilidad en comparación con el peor momento de la crisis. De esta manera algunos de los principales hitos fueron:

- Disminución en la relación entre la deuda y el PBI de unos 90 puntos porcentuales.
- Reducción del ratio derivado de los pasivos en moneda extranjera en relación a la cantidad de reservas y a las exportaciones.
- Decrecimiento del ratio derivado de los intereses pagados y el PBI, a la mitad.
- Baja de 15 puntos en la relación entre intereses pagados y recursos tributarios.

Indicadores de sustentabilidad seleccionados, pre y post - canje.

Indicador de sostenibilidad	Pre-canje (*)	Post-canje (**)
1) Deuda bruta como % del PBI	166,4%	73,5%
2) Deuda en moneda extranjera como % de deuda bruta	79,1%	51,7%
3) Deuda en moneda extranjera como % de reservas	1154,8%	236,8%
4) Deuda en moneda extranjera como % de exportaciones	415,6%	143,4%
5) Intereses pagados como % del PBI	3,8%	1,9%
6) Intereses pagados como % de recursos tributarios	22,4%	8,5%

Fuente: Val, M.E.(2019).

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

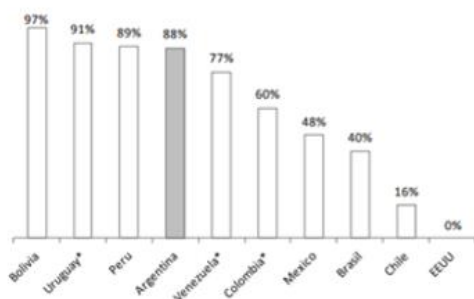
(**) Corresponde a datos de 2005. No incluyen deuda no presentada al canje.

Según los datos de la Deuda Post Reestructuración (2005) del Ministerio de Economía, los ratios comparados entre diciembre del 2001 y abril del 2005 (post canje) las reducciones son muy significativas y van en línea con lo que Val, M.E. (2016) menciona.

En sintonía con la importancia de mejorar los ratios de sostenibilidad de deuda, De Lucchi, J.M. (2014) analiza porque Argentina estuvo tan expuesta en este período a situaciones de crisis. En este sentido resalta y compara la exposición a deuda en moneda extranjera para los países de América Latina, afirmando que durante el periodo de 1994 a 2004 la Argentina mantuvo un nivel de fragilidad financiera soberana elevado comparado con el resto de los países de la región. A su vez, presenta una posición más desfavorable en comparación a la región en relación a ratios de deuda pública en moneda extranjera sobre reservas internacionales alcanzando un resultado de 6,5 en promedio. Esto confirma las complicaciones que tenía el país y que tuvieron injerencia en el desarrollo de la crisis del 2001. Como observación, en ambos gráficos los porcentajes de Estados Unidos son cero (0) dado que toda su deuda pública ha sido emitida en su propia moneda. Cowan, K., Levy-Yeyati, E. L., Panizza, U., & Sturzenegger, F. (2006)

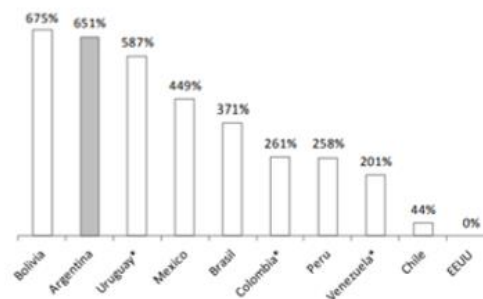
Porcentaje de la Deuda Bruta del Gobierno Central denominada en Moneda Extranjera en el Total de la Deuda Bruta del Gobierno Central.

(Promedio 1994-2004)



Relación Deuda Bruta del Gobierno Central denominada en Moneda Extranjera sobre Reservas Internacionales.

(Promedio 1994-2004)

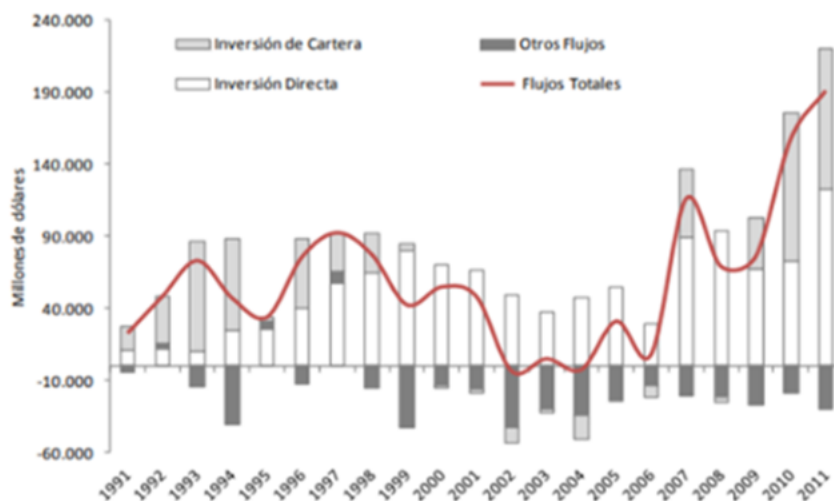


Fuente: Cowan, K., Levy-Yeyati, E. L., Panizza, U., & Sturzenegger, F. (2006).

En este punto podemos entender que los procesos devaluatorios, e inflacionarios han generado menor credibilidad en las condiciones económicas de América Latina, principalmente en relación a colocación de deuda pública por parte de los gobiernos. Esto ocasionó que dados las constantes temporadas de fragilidad financiera y careciendo de otras herramientas de cobertura desarrolladas, como podría ser el mercado de futuros, opciones y swaps, tanto los residentes como incluso acreedores internacionales han buscado resguardarse de estos riesgos inflacionarios, devaluatorios y jurídicos, buscando realizar sus contratos en moneda extranjera y bajo ley extranjera. (De Lucchi, J.M.2014)

Reforzando aún más esta teoría, se puede observar en el siguiente gráfico como los flujos de capitales han variado durante los últimos 20 años. En este sentido, se puede observar cómo se incrementó la inversión hacia América Latina luego de los 2000s, potenciada en 2007 por inversiones directas.

Flujos netos de capital de corto y largo plazo hacia América Latina.

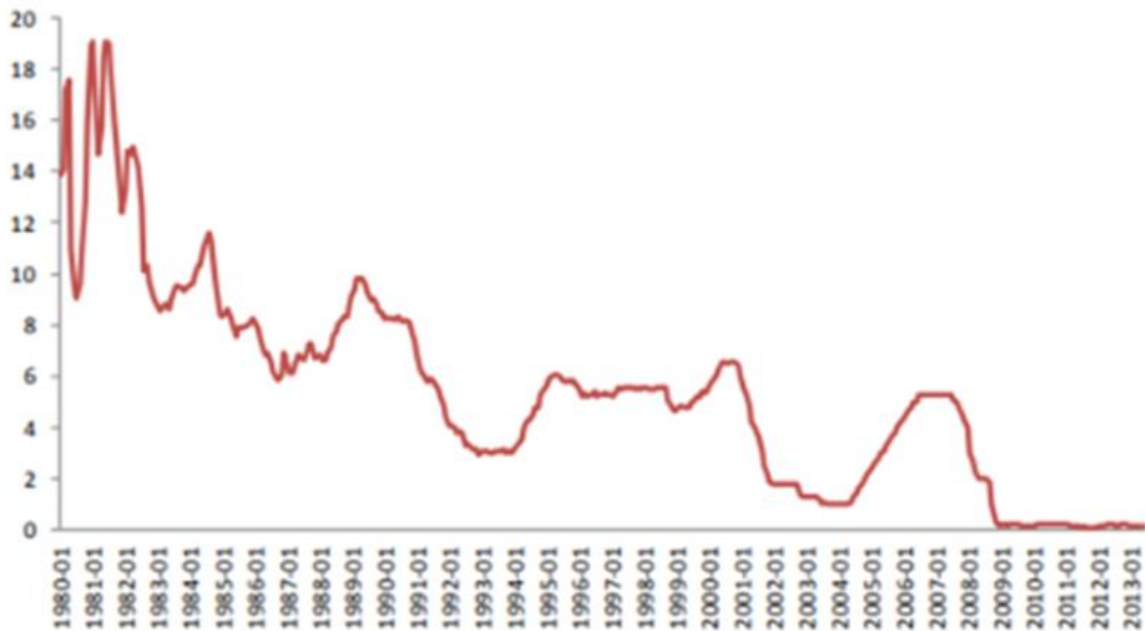


Fuente: De Lucchi, J.M.2014.

Por otra parte, se deberá considerar que gran parte de los flujos recibidos y que generaron tanto superávit comerciales y financieros como liquidez, se dio debido a los programas de recuperación que implementó Estados Unidos para empujar la recuperación de su economía y que parcialmente generó que muchos capitales emigren hacia países de América Latina o economías emergentes. Esto se explica más claramente analizando la política monetaria que implementó la Reserva Federal de los Estados Unidos llevando las tasas de interés de referencia a casi cero (0), emitiendo a su vez gran cantidad de dinero a los fines de poder rescatar activos y de esta manera aumentar el circulante de dinero en la economía. (De Lucchi, J.M.2014).

En el gráfico que se detalla aquí debajo extraído de De Lucchi, J.M. (2014) se puede observar claramente lo anteriormente descrito:

Tasa de los Fondos Federales (EE.UU)

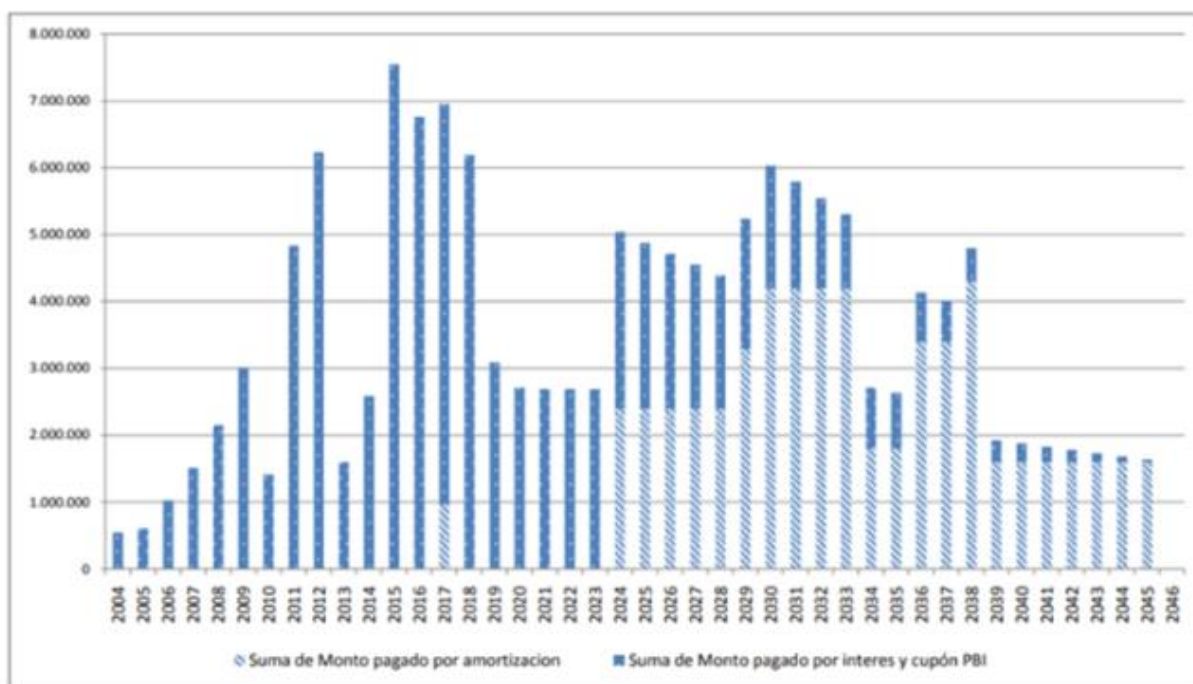


Fuente: De Lucchi, J.M.2014.

De Lucchi, J.M. (2014). Afirma que: “En resumen, Argentina ha experimentado un fuerte desendeudamiento en moneda extranjera manteniéndose al margen de los mercados financieros internacionales, esto es, un desendeudamiento sustentado en los superávits de la balanza comercial y en determinadas medidas de administración de reservas internacionales. De todas formas, Argentina todavía cuenta con litigios internacionales con los llamados holdouts, ‘fondos buitres’ y el Club de Paris cuyas resoluciones finales presentan desafíos y escenarios inciertos”.

Como resultado, el canje de deuda ha logrado extender los vencimientos de servicios de deuda. Esto se logró mediante la implementación de tasas de interés crecientes, ampliación de plazos y capitalización de los intereses que debía pagar Argentina. En consecuencia, podemos visualizar el perfil de deuda resultante de los canjes tanto de 2005 como de 2010 y sus resultados: Müller, A., & Benassi, A. (2013)

Canjes de 2005 y 2010: Perfil de vencimientos (excluye recompras y colocaciones).



Fuentes: Muller, A., & Benassi, A. (2013).

Müller, A., & Benassi, A. (2013) también destaca en que se puede observar una gran concentración de vencimientos luego de 2015 y hasta 2019 debido a los pagos de amortizaciones que se deben hacer en referencia a los bonos vinculados al PBI. Luego de 2019, se observa una disminución hasta 2024, a partir del cual se vuelve a observar una fuerte acumulación de vencimiento de servicios de deuda debido a la amortización de los principales bonos. Müller, A., & Benassi, A. (2013)

En contrapartida con lo anteriormente descrito, Bordón, (2016) hace principal hincapié en que se relativiza el peso o presión que podrían llegar a ejercer el pago de los intereses o servicios de deuda, dado que, si bien se pueden detectar disminuciones en el corto plazo e incluso en ciertos indicadores, sus proporciones tendían a ser similares a las que se habían ejercido en los años '90 en el país.

3.3 Inclusión de deuda pública en moneda doméstica ajustada por CER

Según destaca Varesi, G. Á. (2008) se logró reestructurar un porcentaje de la deuda que poseían las AFJP en aquel momento (valor cercano al 17% de la deuda) en moneda doméstica (pesos) y ajustados a CER (coeficiente de estabilización de referencia) el cual expresa la inflación mes a mes. De esta manera, se habría logrado mantener en moneda local una parte de la deuda que se encontraba en default, lo cual representaba mayor margen de maniobra con respecto al residual de la deuda en moneda extranjera.

Desde otra perspectiva, Val, M.E. (2016) señala que también se puede dilucidar que el desendeudamiento tuvo algunas cuestiones que no fueron contempladas con total claridad dado que el gobierno, luego de reestructurar su deuda soberana, continuó endeudándose en el mercado local. Esto sería considerado

como una mejora en la estabilidad de las cuentas soberanas y en su spread de riesgo dado que posee la capacidad de emitir dinero y evitar un potencial default según Sosa-Padilla, C., & Sturzenegger, F. (2021). Esta deuda era tomada principalmente de manera “intra-gobierno” por organismos estatales.

De Lucchi, J.M. (2014) afirma en línea con Sosa-Padilla, C., & Sturzenegger, F. (2021), que “el primer paso hacia un análisis de la deuda pública en moneda doméstica tiene que ver con la muy baja probabilidad del Estado nacional en no cumplir con sus compromisos asumidos en su propia moneda salvo que por alguna cuestión de índole política prefiera o elija hacerlo. En este sentido, esta consideración se basa en que el Banco Central es el prestamista de última instancia del gobierno dado que se encuentra a su cargo la impresión de dinero, que son los “últimos medios legales y legítimos que permiten validar el servicio de la deuda”.

A su vez, a partir de esta reestructuración, el coeficiente de estabilización de referencia tomó un rol muy importante tanto por ser un elemento determinante de la economía como también por tener el 37% de la deuda ligada al mismo. De esta manera, un salto grande en este indicador podría suponer erogaciones sustancialmente mayores, en tanto que una disminución del mismo generar ahorros en términos de pago de cupones de bonos. Müller, A., & Benassi, A. (2013)

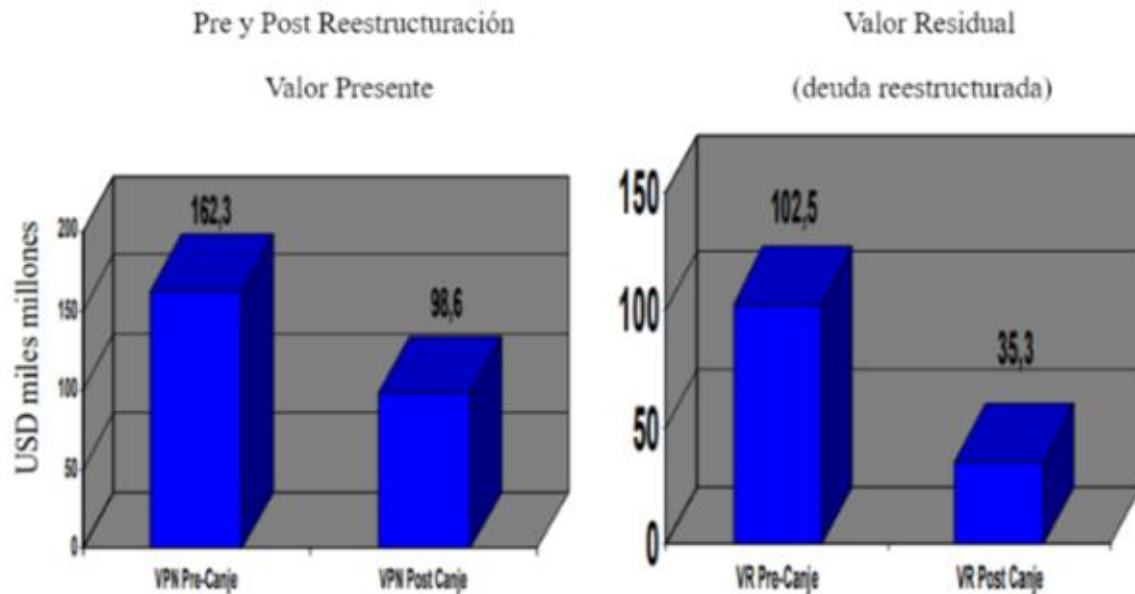
Composición de la deuda por monedas.

Pre y Post Reestructuración.

	Dic01	Abr05
Pesos	3%	37%
Dólares	66%	37%
Euros	15%	14%
Yenes	3%	2%
Resto	13%	10%

Fuente: Datos Deuda post reestructuración - MECON.

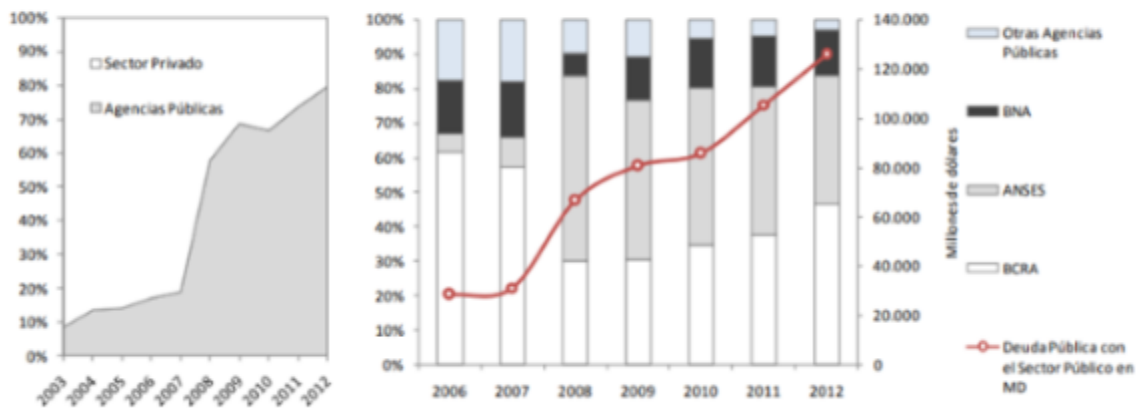
Valor Presente y Residual de la Deuda Pública.



Fuente: Datos Deuda post reestructuración - MECON.

Parte de la estrategia de desendeudamiento traía aparejado el hecho de que se iba a emitir deuda pública en moneda doméstica. En ese sentido, la misma fue en gran parte absorbida por organismos intergubernamentales (Val, M.E.2016) y, de esta manera, se observa que la participación de entes públicos dependientes del gobierno nacional en la toma de deuda pasó del 9% en 2003 al 80% en 2008. De esta manera, los organismos públicos fueron los grandes financiadores de la deuda del propio estado en moneda local. Entre estos organismos que incrementaron su participación en la deuda local estaban ANSES, Banco Nación, BCRA, entre otros. De Lucchi, J.M. (2014)

Distribución de la deuda del SPNF en moneda doméstica según el acreedor. Participación de las Agencias Públicas en las tenencias de la deuda SPNF en moneda doméstica. Stock de deuda en moneda doméstica en manos de Agencias Públicas (medidas en dólares).



Fuente: De Lucchi, J.M.2014

Sumando un elemento más al análisis, se contemplaron las erogaciones realizadas a los bonos que estaban indexados al crecimiento del PBI, generando un impacto implícito en el total de la deuda y que colaboraron a administrar el porcentaje de quita.

3.4 ¿Qué son las cláusulas de acción colectiva (CAC)?

Según Buchheit, L. C., & Gulati, M. (2020), “las cláusulas de acción colectiva (“CACs”) son disposiciones contractuales que permiten a una mayoría o a una mayoría calificada de tenedores de un instrumento de deuda con múltiples acreedores, tales como un bono, tomar decisiones que obliguen a todos los tenedores de ese mismo instrumento. Aclamadas como una técnica innovadora para facilitar la reestructuración de deuda soberana en este siglo, las CACs se han convertido en el objeto de una amarga disputa en la propuesta de reestructuración de la deuda en bonos de la República Argentina”.

El modelo de la International Capital Markets Association (ICMA) permitía modificaciones a ciertos términos importantes de un bono soberano (los llamados “Asuntos Reservados”) en tres formas posibles:

- (i) de conformidad con un voto serie por serie (con un umbral de votación del 75%),
- (ii) de una manera agregada requiriendo dos niveles de votación concurrentes al estilo de Uruguay (pero con un 66,66 % del voto del universo total agregado de tenedores de bonos y un voto del 50% de cada serie en el pool agregado—similar al modelo de CACs de la Eurozona) y,
- (iii) de conformidad con una única votación del 75% del total del universo agregado si, y solo si, la modificación propuesta es “Uniformemente Aplicable” a todas las series de bonos afectados.

La definición de “Uniformemente Aplicable” dejó en claro que habría que ofrecer a todas las series el mismo nuevo instrumento u otra contraprestación, o la posibilidad de seleccionar del mismo menú de nuevos instrumentos. La opción (iii) fue la innovación importante. Con ella se evitaría por completo la necesidad de obtener una ratificación serie por serie de la modificación propuesta y, por tanto, el riesgo de que un acreedor holdout pudiese obtener una posición que le permitiese bloquear una de las series. El modelo de la ICMA resolvió el problema de la confabulación a través del requerimiento de que la modificación fuese “Uniformemente Aplicable”. Si la modificación propuesta ofrece un trato igualitario a todas las series, entonces no existiría la posibilidad de que una mayoría ‘confabulara’ contra una minoría” .Buchheit, L. C., & Gulati, M. (2020)

3.5 ¿Cuál fue su importancia en la reestructuración del 2005?

Analizando puntualmente la reestructuración del año 2005, una consideración que tomó mayor fuerza luego de esta reestructuración, radica en que luego del caso de Argentina en 2005, se comienza a considerar tomar mayor protagonismo el concepto contractual en las emisiones de deuda. Previo a este caso, México, Uruguay y Brasil habían implementado la inclusión de cláusulas de acción colectiva en sus emisiones de deuda, a los fines de generar condiciones más benevolentes y transparentes en caso de necesitar reestructurar algún ítem del prospecto. También, se debe contemplar que esta innovación que esta inclusión por parte de México y con implicancias en otros países (detallado anteriormente), poseía el aval de la SEC. Stanley, L.(2009)

Un inconveniente que hubo en referencia a las CACs durante la negociación de la deuda en 2005, lo detalla Buchheit, L. C., & Gulati, M. (2020) en referencia a que cuando se redactó el modelo CAC del ICMA en 2014 aún estaba muy reciente el recuerdo de cómo, en la reestructuración de deuda Argentina en 2005, los acreedores holdout habían alegado exitosamente que la cláusula *pari passu* (contenida en sus bonos) les otorgaba el derecho a una decisión judicial prohibiendo al gobierno argentino pagar ni tan

siquiera los intereses vencidos a los tenedores de bonos que participaron en la reestructuración de 2005 sin antes pagarles a los holdouts enteramente sus acreencias (capital e intereses). La comunidad de tenedores de bonos recibió una dolorosa lección sobre cómo los holdouts pueden voltearse y, de hecho, se voltearon en contra de sus otros colegas tenedores de bonos si con ello logran recuperar preferentemente sus acreencias del deudor soberano. Varesi, G. Á. (2008)

Por su parte, Val, M.E.(2016) afirma en relación a los aspectos legales de la negociación, que: “Para Buchheit y Daly (2014), los tenedores que consideran participar de una reestructuración temen que otro grupo se asegure mejores condiciones o que lo que se ahorra el deudor se desvíe hacia los holdouts. Es por esto que éste incorpora provisiones legales que aseguran la igualdad de tratamiento a sus acreedores. En el caso que nos ocupa encontramos, además de la tradicional *pari passu*⁵, la cláusula del acreedor más favorecido, conocida como “RUFO” por las siglas en inglés de Right Upon Future Offers. Ésta implicaba que si la República, luego de finalizada la operatoria, ofrecía comprar, canjear o enmendar dentro del período de 10 años cualquier bono no canjeado, los holdings quedaban facultados a participar en la nueva operación y obtener el mismo trato. El objetivo era inducir a la participación, pues el soberano se comprometió a que su oferta sería definitiva, enviando así la señal a los holdouts de que no estaba dispuesto a involucrarse en ningún tipo de mejora a futuro”.

Siguiendo esta línea, Argentina decidió incluir otro incentivo adicional, que fue el establecimiento de un convenio de fideicomiso a través del cual se diferenció al estado Argentino del administrador de los fondos, en su calidad de fiduciante y originante de fondos. De esta manera, el administrador de los fondos (el fiduciario) se compuso de los tenedores de los bonos. De esta manera, se buscaba dar mayor certidumbre y seguridad a todos los fondos que eran tenedores de deuda soberana Argentina, diferenciando los flujos de fondos y resguardándolos de posibles o eventuales embargos. Val, M.E.(2016).

De esta manera, Val, M.E. (2016) concluye que “la inclusión de cláusulas de acción colectiva habilitó mecanismos para la constitución de mayorías que pueden convenir los términos de una reestructuración y hacer obligatorio su cumplimiento para la totalidad de los tenedores. Su objetivo es facilitar la coordinación intra-acreedores y bloquear la conducta litigiosa. A pesar de ser entonces una reforma reciente (México las utilizó por primera vez en 2003) Argentina fue el primer país, luego de Uruguay, en incluir cláusulas de votación agregada y el primero en implementarlas a tal escala sin mayores objeciones por parte del mercado”.

4 Renegociación de la deuda soberana 2020.

4.1 Introducción a la negociación de deuda del 2020.

Entre los diferentes gobiernos existe la dicotomía entre pagar la deuda hasta que “duela” o pagar de tal manera en que honrar las deudas sea compatible con el crecimiento y el bienestar económico del país. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021).

En el año 2020 se tomó la decisión de enfrentar una reestructuración de deuda soberana, basado en el crecimiento acelerado que había tomado lugar entre 2016-2018 y que se vio potenciado negativamente por la combinación de una recesión y una crisis de tipo cambiaria que provocó que el endeudamiento público llegara a niveles del 90% del PBI. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b).

⁵ Replica el concepto de igualdad de condiciones en el canje.

El gobierno argentino optó por comenzar con las negociaciones a los fines de poder reestructurar su deuda, preventivamente dado que cuando iniciaron las conversaciones entre el deudor y los acreedores no existía estado de default por parte del estado. Justamente, se buscaba poder llegar a un acuerdo antes de que hubiera alguna situación de default o cesación de pagos como había sucedido en el año 2001.

Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b).

Los vencimientos entre intereses y amortizaciones de los títulos bajo legislación local representaban el 70% de los compromisos a afrontar por parte del gobierno. Esto motivó a la decisión de suspender los pagos de estos títulos hasta fin del año 2020. En este sentido, se decidió iniciar la estrategia de trabajo negociando con los acreedores de la deuda bajo legislación externa. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b). Esto se dio con el fin de ejecutar acciones tendientes a lograr la sostenibilidad de la deuda pública integralmente según el Decreto 346 del año 2020, autorizando en el mismo decreto al Ministro Martín Guzmán a realizar las negociaciones necesarias que pregonen dicho objetivo.

En febrero de 2020 se sancionó la Ley 27.544 de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública emitida bajo legislación extranjera, que se aprobó ese mismo mes (Nemiña, P. L., & Val, M. E. 2020b). En este sentido se buscaba generar a través de esta Ley un marco de referencia apto para una negociación que fuera eficiente, permita diseñar un esquema de deuda estable para el país deudor y a su vez garantizando a los acreedores sus derechos, pero promoviendo el desarrollo del país. Nemiña, P., & Val, M. E. (2020)

En este contexto, la sostenibilidad de la deuda tomaba una gran preponderancia dado que la reestructuración se daba ante una situación mundial sanitaria y económica sin precedentes, lo que sumaba incertidumbre al caso. Esto estaba sustentado en buscar compensar la disminución de los ingresos que tenía el gobierno tanto por recaudación tributaria como por el aumento de los costos derivados de mejorar el sistema de salud, para neutralizar los efectos de la pandemia en los ingresos de las empresas y trabajadores. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b)

La estrategia de negociación adoptada por el gobierno fue considerada por Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020) como más cooperativa que en otras negociaciones anteriores.

Además, Argentina era el primer país que se sometía a un proceso de reestructuración de deuda en un escenario de total incertidumbre y donde se temía por la posibilidad de defaults generalizados por parte de los países. Por otro lado, existía la amenaza de bloqueo de las negociaciones dado que había acreedores que alcanzaban la capacidad de veto en algunas series invirtiendo la pirámide de poder en la negociación. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021)

Para posicionarnos en el antecedente propio más cercano en término de reestructuración de deuda soberana de semejante magnitud debemos situarnos en la presidencia de Kirchner entre el año 2003 y el 2005. Allí, se llevó a cabo una renegociación de la deuda que combinó una actitud confrontativa por parte del gobierno, la cual se combinó con la no intervención del Fondo Monetario Internacional durante el proceso de negociación. Estas condiciones lograron generar una situación más favorable para Argentina y una posición más favorable en vistas del canje. Esto se vio plasmado en la quita del 76,8% del valor presente neto según Cruces y Trebesch, 2013 calculado en base a Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2008). Nemiña, P., & Val, M. E. (2020)

En sintonía, se destaca que coincidieron ambos procesos en buscar generar un sendero sostenible para la deuda soberana, a los fines de darle un marco en donde la misma pueda ser llevadera y compatible con un crecimiento económico estable, honrando los vencimientos de capital e intereses tal cual se detallara al momento de su emisión y evitando que derive en una nueva crisis de deuda a futuro. Esto quiere decir que el objetivo era sanear la deuda, a los fines de que el país pudiera crecer para posteriormente cancelar los compromisos de pago. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b)

A modo de semejanza entre ambos procesos de reestructuración de pasivos soberanos, en el año 2005 estaba en la agenda del gobierno generar un escenario que sea compatible con la idea de restablecer la sustentabilidad económica y buscando que el cumplimiento de los servicios de deuda no sea un obstáculo al crecimiento económico del país. En este sentido el objetivo era evitar la sobrecarga de servicios de deuda y pagos a los fines de poder potenciar el desarrollo económico que se veía alentado por el boom de las materias primas, algo similar a lo sucedido en 2020. Nemiña, P., & Val, M. E. (2020)

En contrapartida, en 2005 y en términos de la negociación, Argentina se apalancó en la ventaja que tenía relativa a la heterogeneidad de los acreedores, sumado a su división geográfica. Esto implicaba una gran desventaja para los acreedores ya que carecían de la capacidad de agrupamiento o coordinación para ejercer mayor fuerza en la negociación. Y fue un hecho que no se replicó en el año 2020. Nemiña, P., & Val, M. E. (2020)

A su vez, el universo de acreedores privados en la negociación del 2020 ha sido mucho más homogéneo y especializado que en otras negociaciones. Esto se fundamentaba en que mostraba una concentración geográfica más asentada, lo que hacía que el nivel de conocimiento, márgenes de maniobra, y capacidad de influencia de los acreedores marque una fortaleza en favor de los acreedores, a diferencia de la reestructuración del 2005. Incluso se pudo ver una posición dialoguista por parte del estado argentino cuando se los invitó a presentar sus percepciones acerca del proceso de reestructuración y potenciaron las reuniones con el equipo encargado de negociar los pasivos. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b)

Además, el hecho de que la crisis del año 2001 tuvo una profundidad y gravedad tanto en lo social como en lo económico muy fuerte en Argentina. Esto se puede considerar como un hecho que pudo haber motivado a los acreedores a aceptar quitas más pronunciadas, representando un factor adicional en la composición del balance de poder y capacidad de negociación aplicado durante la negociación.

Por otro lado, y tal cual se menciona anteriormente, en el 2005 la ausencia del Fondo Monetario Internacional en todos los aspectos de la negociación continuó fortaleciendo la postura del gobierno Argentino, que no tenía del lado acreedor capacidad de influencia, peso político entre otros. Nemiña, P., & Val, M. E. (2020)

Durante la negociación de deuda de 2020, el gobierno, representado por el Ministro de Economía, Martín Guzmán, buscó implementar una estrategia similar a la aplicada durante la reestructuración del año 2005 (buscando un sendero sostenible para la deuda desde el perfil y estructura, permitiendo atender a los compromisos de pagos futuros), más allá de que el escenario de aquel momento poseía severas diferencias en comparación con el anterior. Nemiña, P., & Val, M. E. (2020)

A su vez, había muchos países que apoyaron a Argentina en la negociación tales como Alemania, China, España, Estados Unidos, y Japón, quienes eran algunos de los principales accionistas del FMI con lo que su apoyo significó una gran acción dado que los inversores observaron que el país realmente necesitaba esta reestructuración. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021)

Para poder llevar dicho objetivo a cabo, las metas iban tras la búsqueda de una estructura y perfil de deuda que fueran compatibles con un sendero sostenible para Argentina. Desde esta perspectiva se buscaba que tenga una magnitud y estructura que pudiera coexistir con un crecimiento económico y poder atender correctamente los compromisos en referencia a los servicios de deuda. Todo esto se llevó a cabo buscando evitar que en los años venideros se repita el escenario de necesidad de reestructurar y canjear deuda soberana dado que esa instancia replica en una situación de gravedad para el país así como también representa costos a nivel reputacional, capacidad futura de colocación de deuda y spreads por riesgo soberano. Nemiña, P., & Val, M. E. (2020)

También se debe considerar que el hecho de llegar a una instancia de reestructuración implica que los acreedores también deben asumir pérdidas, dado que la sostenibilidad de la deuda se considera en función de la situación actual del país, la cual, al estar en una renegociación de deuda soberana, no debe ser la mejor. Nemiña, P., & Val, M. E. (2020).

De esta forma, la estrategia en la renegociación de la deuda se enfocó en negociar en una primera instancia con los tenedores de deuda que rige según legislación extranjera para aplicar las condiciones resultantes de dicho potencial acuerdo, a los títulos de deuda bajo legislación local. Esto se pensó en esta dinámica debido a la creencia que replicar las condiciones de acuerdo de los títulos bajo ley local y replicarlos en aquellos que regían bajo ley extranjera, sería más complejo. Por otra parte, refuerza esta teoría que los vencimientos de los títulos con ley local para el año 2020 representaban el 70% de todas las obligaciones que tenía el gobierno en materia de títulos públicos, por lo que negociar con estos acreedores sería más complejo dado que podrían utilizar los vencimientos y fechas de pago en su favor. En línea con esto, se postergó hasta fin de año el pago de intereses y amortizaciones de capital de los bonos según ley local. Nemiña, P., & Val, M. E. (2020).

4.2 Contexto del Covid-19

La crisis del Covid-19 deterioró todos los fundamentales globales en referencia a la economía y las finanzas. Por la pandemia, se pudo observar un amplio aumento en los niveles de deuda soberana de los países del mundo. Esto se debió a las respuestas fiscales y financieras que tuvieron que dar los gobiernos ante los cierres masivos para prevenir la propagación del virus. A su vez, el colapso económico mundial implicaba la necesidad de realizar un esfuerzo más amplio por parte de los gobiernos ante la crisis. Fernandez Alonso, J. M. (2020).

Cabe mencionar que, en ese contexto global muchos países comenzaron a tener problemas para cumplir compromisos financieros externos dado que la situación sanitaria llevaba a medidas que afectaban la economía. Por eso, en países donde la situación económica y financiera era frágil antes de la aparición del virus como en el caso de Argentina, el Covid-19 agravó dichas condiciones preexistentes llevando a defaults, recesiones, entre otros. Esto consolida el hecho de que el estallido de la pandemia tuvo como consecuencia que se acentuara la curva de endeudamiento de los Estados. Fernandez Alonso, J. M. (2020).

Se piensa a la crisis subprime como un antes y un después en materia de endeudamiento, dado que los niveles de endeudamiento se dispararon luego del suceso que tuvo lugar en Estados Unidos a valores muy por encima de los que yacían anteriormente. Como ejemplos de los valores desproporcionados, en relación al ratio de deuda/PBI, se pueden observar países como Japón (al 239%), Grecia (al 193%), Italia (al 147%), entre otros. Fernandez Alonso, J. M. (2020).

La pandemia, y la larga cantidad de paquetes fiscales lanzados tanto por Estados Unidos, China u otras naciones como Alemania, tuvieron un gran impacto en los niveles de deuda que estos países tenían. Incluso en términos de ratios, era aún más sobresaliente dado que se incrementó la deuda y caía el PBI, con lo cual tenía un doble efecto amplificador. Fernandez Alonso, J. M. (2020).

Esta situación perjudicó mayormente a las llamadas economías emergentes, ante el desafío de salir a tomar deuda o absorber flujos de capitales en una situación donde los inversores buscaban evitar el riesgo. Como consecuencia, los países emergentes deben incrementar los niveles de rentabilidad para continuar siendo competitivos y poder de esa manera captar inversiones, lo que les implicaba un costo de deuda aún mayor. Fernandez Alonso, J. M. (2020).

Por otro lado, la caída de los precios de las materias primas y el aumento de la tasa de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos, generaban un escenario aún más complicado para países emergentes, incluso según Reinhart, C., Reinhart, V., y Trebbesh C. (2016) se correlaciona con un aumento futuro en la cantidad de defaults soberanos. Fernandez Alonso, J. M. (2020).

La crisis del Covid-19 provocó un importante deterioro en los indicadores vinculados al endeudamiento soberano nivel global, los cuales ya reportaban valores significativos antes de la pandemia y se vieron agravados con los sucesos derivados de la misma. Fernandez Alonso, J. M. (2020).

El hecho de que muchos de los países emergentes inicien búsquedas crediticias en simultáneo generaría un cuello de botella, lo que converge en que los países que tengan una historia de mercado financiero más sólido o seguro puedan obtener capital, restringiendo a aquellos que no han tenido antecedentes favorables. Fernandez Alonso, J. M. (2020).

4.3 Primera Oferta

Posteriormente a la aprobación de la Ley Nro. 27.544 referida a la Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública, el Ministerio de economía pudo negociar y conseguir un acuerdo que mejorara los perfiles de vencimiento y los flujos de deuda para el país. En este sentido, se iniciaron conversaciones con los principales acreedores extranjeros buscando canjear 21 series de bonos por 10 nuevos, por un total aproximado de 66.700 millones de dólares. De este total, dos tercios se habían emitido durante el gobierno anterior en tanto que el resto refería a canjes realizados entre 2005 y 2015. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021)

Ya en abril, el gobierno procedió a realizar la primera propuesta que buscaba ampliar los plazos de vencimiento y maduración de los bonos, buscando alcanzar un total de tres (3) años de gracia y disminuir la carga de pagos hasta 2026. En este sentido, la quita de capital rondaba el 5,4% y la quita de intereses promediaba el 62%. Para eso, el gobierno propuso una tasa de descuento a utilizar del 6%, en tanto los acreedores presionaron logrando alcanzar una tasa cuyo valor era del 10%. De esta manera el valor presente neto de los bonos era un tanto inferior a los 40 dólares por cada 100 nominales. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021)

Considerando una exit yield del 10%, el valor presente neto de la oferta era de entre 39 y 44 dólares por cada 100 nominales. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b)

Esta oferta fue bien considerada por el mercado, al percibir que no era agresiva. Se esperaba reducir en aproximadamente USD 42.000 millones el monto adeudado en concepto de intereses y capital, alargando la duración en promedio desde 5,9 a 11 años. A su vez, durante los primeros 8 años se pagarían intereses step up, en tanto que las amortizaciones y vencimientos de capital tendrían lugar entre los años 2026 y 2030. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b)

Como resultado del canje, se entregarían diez nuevos bonos que tendrían diferentes relaciones de canje y montos máximos de emisión. Entre las principales características financieras y legales de esta primera oferta podemos señalar según Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b):

- Periodo de gracia de dos años y medio para el pago de intereses y amortizaciones.
- Tasa de interés incremental (step up) desde niveles de 0,5% hasta 4,875%, dependiendo del bono
- Extensión de los plazos de pago, con amortizaciones que comenzaban en 2026 y terminaban en 2047, dependiendo del bono.

- Limitados recortes del capital que variaban (entre aquellos que presentaban) desde el 5% hasta el 18%, dependiendo del bono.
- Menú de opciones para cada bono elegible, tanto en dólares como en euros.
- Los intereses corridos desde el último pago no se contabilizarían.
- Sujeción de todos los títulos a la ley de Nueva York bajo indenture 2016, contando con la cláusula Rights Upon Future Offers (RUFO) durante un periodo de cinco años (exceptuando los de vencimiento en 2047).

Características de los nuevos bonos bajo legislación extranjera en oferta inicial.

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

Fuente: Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b).

Como se menciona anteriormente, esta oferta fue considerada por el mercado como más suave que lo que se suponía que sería, asumiendo una quita de capital menos agresiva, lo que fue un buen dato para el mercado que celebró esta postura. En consecuencia, se buscaba primariamente recortar intereses y alargar vencimientos. Esto se reflejó en las cotizaciones de los títulos públicos al otro día de presentada la oferta como se puede observar en el siguiente cuadro:

Bonos argentinos en dólares al 17 de abril 2020

Bono	Ticker	Precio c/100 v.n.	TIR %	Variación	
				Semanal	Mensual
en dolares					
B. INT. R.A. 5.625% 2022	A2E2	3500.00	110.42%	19.86%	12.90%
B. INT. R.A. 6.875% 2027	A2E7	3550.00	38.03%	26.79%	10.94%
B. INT. R.A. 5.75% 2025	AA25	2685.00	63.17%	24.88%	-5.79%
B. INT. R.A. 7.625% 2037	AA37	2687.00	24.52%	25.85%	-12.48%
B. INT. R.A. 7.125% 2117	AC17	3305.00	26.99%	22.86%	-2.79%
Bonar 2020	AO20	2860.00	1715.60%	23.81%	0.00%
Bonar 2024	AY24	2566.00	476.07%	19.91%	-9.01%
Discount us\$	DICA	3995.00	50.88%	23.68%	-7.74%
Par us\$	PARA	2650.00	23.95%	26.19%	-0.93%

Fuente: www.debursa.com.ar/2076-evolucion-de-los-bonos-argentinos-en-dolares-al-17-de-abril-2020

No obstante, los acreedores rechazaron la oferta por considerarla insuficiente y en simultáneo realizaron un contra oferta. De esta manera se estableció un ciclo de ofertas y contraofertas que se extendió hasta el mes de Agosto. Esta negociación era muy importante para el gobierno dado que se encontraba enfrentado a una doble crisis: por un lado, la pandemia y por el otro la economía nacional que debía atender a las demandas derivadas de la situación sanitaria. Dentro de este periodo de negociación, el país fue considerado en default dado que en Mayo no abonó vencimientos por un total cercano a 500 millones de dólares, haciendo que el tiempo fuera un factor que jugara en contra del gobierno. Cantamutto, F. J., & Félix, M. (2021).

4.4 Segunda Oferta

En mayo, y luego de las ofertas presentadas por el gobierno y rechazadas por los fondos, Blackrock y Exchange, realizaron una oferta cercana a los 61 dólares por cada 100 nominales. Estos fondos, fueron enmarcados bajo el grupo de Ad Hoc de Bonistas Argentinos. Por su parte, en una posición más alineada con la propuesta del gobierno se encontraba el “Comité de Acreedores de Argentina” que estaba compuesto visiblemente por los fondos Fintech Advisory y Gramercy que ya habían participado de otros canjes anteriores con Argentina, y hacían de intermediarios con el resto de los acreedores. Además, se encontraba el grupo de Bonistas del Canje, que incluía a los fondos Monarch, BH y Cyrus quienes tenían bonos atados a los canjes del 2005 y 2010 con la Argentina. Cantamutto, F. J., & Félix, M. (2021).

Paralelamente, el gobierno argentino presentó una segunda oferta formal ante la SEC donde consideraba según Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b):

- Reducción de las quitas de capital.
- Adelantamiento del devengamiento de intereses (calculados desde la fecha de emisión en septiembre de 2020) y aumento de las tasas de cupón, pagaderos en marzo y septiembre de cada año.

- Menores plazos de amortización, reduciendo la vida promedio de los bonos nuevos de 13,6 a 11,4 años.
- Posibilidad de que los títulos nuevos entregados por los emitidos en ocasión de los canjes (discount y par) mantengan el indenture 2005.
- Tratamiento diferenciado de los intereses corridos de los bonos elegibles, que serían reconocidos mediante la entrega de un nuevo bono con vencimiento en 2030 y cupón de 1% (dólares) o 0,5% (euros).
- Introducción de un umbral mínimo de participación como condición para la efectivización del canje.
- Posibilidad de que los tenedores de bonos en euros y francos suizos opten por bonos nuevos en dólares.

Luego de estas incorporaciones, el valor presente neto de la oferta era en promedio de entre 50,8 y 54,4 dólares por cada 100 nominales y continuaba sin ser aceptada por la mayoría de los acreedores. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b)

En las reestructuraciones se suele usar como exit yield una tasa de rendimiento obtenida del mercado secundario de bonos de ese país, o mismo una tasa de interés considerada como la derivada de las tasas interbancarias de un período determinado, o también el resultado del rendimiento de instrumentos similares en el mercado secundario según Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2008). Esta elección difiere según la composición del mercado del país y de los instrumentos disponibles para calcular una tasa de descuento. Cruces, J. J., & Trebesch, C. (2013) por su parte aporta que las tasas de descuento al momento de las reestructuraciones deberían capturar la situación financiera particular del país que se encuentra en esa situación y el nivel de prima de riesgo adicional que debería asignarse al mismo.

En este sentido, según describe Cruces, J. J., & Trebesch, C. (2013) las quitas promedio en las reestructuraciones de deuda soberanas es de un 37% (calculada con la fórmula de Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2008)), con la particularidad de que el promedio se ha ido incrementando en las últimas décadas. Siguiendo esta línea, el canje del 2005 el cual representó una quita según el modelo de Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2008) del 76,8%, en tanto que la reestructuración llevada a cabo en 2020 para Argentina registró una quita del 29% para los bonos en dólares considerando el mismo modelo. Esta última quita, si bien parece baja, está bastante aproximada con el promedio que Cruces, J. J., & Trebesch, C. (2013) describe en su trabajo.

Sobre este último punto vale la pena destacar que según Cruces, J. J., & Trebesch, C. (2013), cuanto más altos y agresivos son los haircuts en las reestructuraciones de deuda soberana, mayor es el tiempo que le toma a los países volver a colocar deuda en los mercados externos y cuando lo logran, lo hacen con spreads más elevados.

4.5 Tercera Oferta

Posteriormente al rechazo de la segunda oferta por parte de los acreedores, hubo un factor importante que implicó la posibilidad de alcanzar un acuerdo final que fue la unificación de los tres comités de acreedores que se habían formado, actuando de manera coordinada y centralizando todo tipo de ofertas y contraofertas. Como el fondo Greylock había anunciado que se retiraría del grupo que componía y dado su poder de veto, forzó a que el gobierno extendiera una tercera oferta tal cual se detalla a continuación: (Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b)

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

En consecuencia, los valores de cada una de las series de los bonos quedaban expresadas de la siguiente manera:

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

Bonos en dólares.

Características	USD 2029	USD 2030	USD 2035	USD 2038	USD 2041	USD 2046
Emisión	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020
Vencimiento	9/7/2029	9/7/2030	9/7/2035	9/1/2038	9/7/2041	9/7/2046
Monto a emitir*	2.095,1	13.800,0	20.089,7	5.092,5	5.033,6	0,0
Plazo en años	8,8	9,8	14,8	17,3	20,8	25,8
Cupones	1%	Desde 0,125% hasta 1,750%	Desde 0,125% hasta 5,000%	Desde 0,125% hasta 5,000%	Desde 0,125% hasta 4,875%	Desde 0,125% hasta 5,000%
1 ^{er} pago de intereses	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021
Pago de intereses	Sem.	Sem.	Sem.	Sem.	Sem.	Sem.
Cuotas amortización	10	13	10	22	28	44
1 ^a amortización	9/1/2025	9/7/2024	9/1/2031	9/7/2027	9/1/2028	9/1/2025
Valor nominal	100	97	97	100	100	97
VPN (exit yield 10%)	58,5	53,7	51,9	59,5	52,5	50,8

Fuente: Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b).

Esta nueva oferta elevaba el promedio del valor presente neto a USD 54,8 cada 100 nominales considerado bajo una exit yield del 10% (tasa a la que se descontará el flujo del nuevo bono para calcular su valor presente neto). Esto hizo que los 3 comités de acreedores estén de acuerdo con la oferta planteada. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b)

En virtud de esta mejora en las condiciones y montos a pagar, a principios de agosto de 2020, el Ministerio de Economía anunció que se había llegado a un acuerdo con los tres grupos de acreedores, consolidándose al mes siguiente. Finalmente, el valor presente neto quedó establecido en USD 54,8 cada 100 nominales, adelantando también la madurez de los nuevos bonos, cupones y cobro de intereses impagos y amortizaciones. Cantamutto, F. J., & Félix, M. (2021)

En consecuencia, la oferta final que emitió el gobierno nacional mejoró un 37% la oferta inicial realizada en abril del 2020. Por su parte los acreedores disminuyeron sus pretensiones en un 11%, lo que motivó el acuerdo definitivo. Esto hizo que el 93,5% de los acreedores aceptaran la propuesta y pudieran canjear el 99% de los títulos. Al ser esta oferta y negociación referida a los bonos de legislación extranjera, una vez aceptada se trasladó a los títulos que se encontraban bajo legislación local. Esta negociación fue casi exprés. Cantamutto, F. J., & Félix, M. (2021)

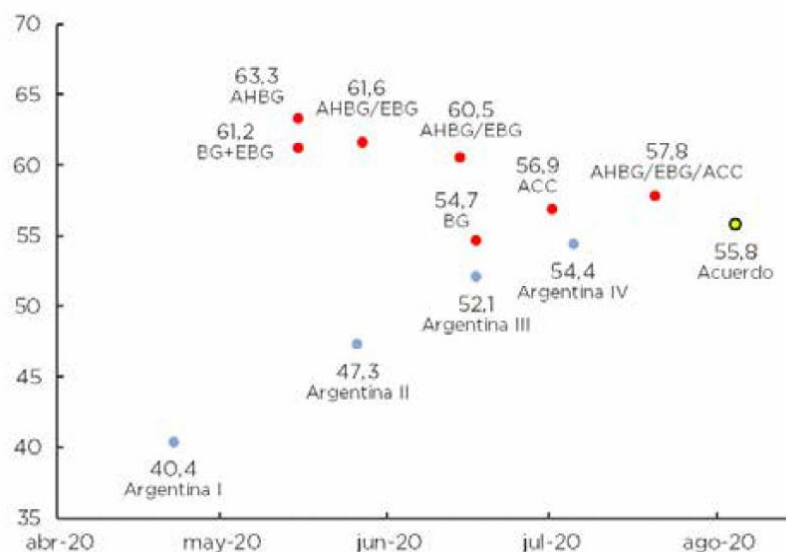
Unos días más tarde, hacia finales de Agosto se anunciaron los resultados resultantes de la adhesión al canje bajo legislación extranjera donde Argentina obtuvo un 93,5% de adhesión habilitando la modificación del 99% de los títulos de deuda. Por consiguiente, se emitieron bonos por USD 63.207 millones y EUR 4.185 millones, considerando una quita nominal del 3% pero que fueron compensados con el pago de intereses corridos por USD 2.635 millones y EUR 90 millones. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b)

Principales características de la propuesta acordada.

	Acuerdo (04-ago)
Bonos elegibles	21 bonos (13 en USD, 7 en EUR y 1 en CHF) por USD66.072 millones
Bonos en reconocimiento del capital	10 (5 en USD y 5 en EUR)
Vencimientos	2030, 2035, 2038, 2041 y 2046
Tratamiento de intereses corridos	Entrega de bonos USD y EUR 2029, cupón 1% para USD y 0,5% para EUR, con <i>indenture</i> 2016
Instrumento contingente	No incluye
Primer pago de intereses	09/07/2021
Frecuencia de pago intereses	Primer cupón irregular y luego semestral
Incremento de tasa de cupón (<i>step up</i>)	USD: de 0,125% a 5% EUR: de 0,125% a 4,5%
Cupón promedio	USD: 3,75% EUR: 3,11%
Primera amortización	09/07/2024
Frecuencia de amortización	Semestral
Cantidad de cuotas de amortización	de 10 a 44 cuotas
Vida promedio (años)	11,1
<i>Indenture</i> ⁵	Mantiene <i>indentures</i> originales
Quita nominal	3% para los nuevos bonos 2030, 2035 y 2046, sin quita para el resto

Fuente: Oficina de Presupuesto del Congreso (2020).

En resumen, las ofertas y contraofertas presentadas durante la negociación reflejan el siguiente perfil según la Oficina de Presupuesto del Congreso (2020) en promedio para bonos en USD cada 100VN, y suponiendo exit yield 10%:



Fuente: Oficina de Presupuesto del Congreso (2020).

4.6 Las Cláusulas de Acción Colectivas (CACs) en la reestructuración.

Como aspecto importante para entender el marco de la negociación de Argentina 2020, había fondos de inversión extranjeros que tenían un valor cercano al 35% (Nemiña, P., & Val, M. E. (2020)) del total de la deuda que potencialmente sería reestructurada. Esto generaba una amenaza siendo que, si bien los fondos no eran buitres⁶ sino de inversión, el porcentaje que tenían era significativo, contando a su vez con capital, conocimiento y contactos para acceder a ciertas clases de bonos y limitar el accionar de las cláusulas de acción colectivas. A esto se sumaba que la caída de los precios de los bonos facilitaba la adquisición de bonos por parte de estos fondos, en caso de que quisieran ejercer mayores presiones. Nemiña, P., & Val, M. E. (2020)

El total de deuda según legislación extranjera era de USD 60.800 millones que debían ser reestructurados. De este monto, el 100% tenía alguna clase de cláusula de acción colectiva (CAC) lo que facilitaba la posibilidad de llegar a un acuerdo y evitar los holdouts o fondos buitres. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021)

Los bonos que debían ser reestructurados y sus series poseían CACs que según cada caso requieren diferentes condiciones: (Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021))

- Emitidas en reestructuración de 2005: mayorías del 85% de los bonos canjeados y 66% de cada serie.

⁶ Fondos Buitres refiere a grupos inversores que compran bonos de países o empresas en el mercado secundario, focalizándose en aquella deuda que está sufriendo una situación de extremo stress financiero. De esta manera adquieren a muy bajo precio grandes porciones de deuda e intereses que luego judicializan para cobrar.

- Emitidas desde 2016: Requieren mayorías del 66% del capital agregado y 50% de cada serie.

Mayorías requeridas en CACs según contrato de fideicomiso.

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

Fuente: Nemiña, P., & Val, M. E. (2020b).

Vale recordar que el objetivo de estas CACs apuntaba a limitar el bloqueo a las negociaciones por parte de ciertos acreedores, al mismo tiempo permitiendo un poder de negociación más importante por parte de los tenedores mayoritarios.

A diferencia de la negociación del 2003-2005, había una mayor concentración de tenedores en el sector privado. Además, en este caso, estos tenedores privados contaban con un grado de especialización alto en términos de conocimientos económicos y financieros lo cual opacaba un poco lo anteriormente mencionado en referencia a las CACs. Nemiña, P., & Val, M. E. (2020). Esto se explica en la presencia de fondos como Blackrock, Fidelity, Gramercy, Greylock, Pimco y Templeton, quienes tenían gran capacidad de compra o venta de bonos, vínculos políticos y gran conocimiento técnico como para sacar una posición ventajosa en la negociación. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021)

Como estrategia, el gobierno buscaba aumentar su poder de negociación y asimismo poder acelerar los tiempos y llegar a un acuerdo. Para eso, se sostenía en que Argentina podría reasignar las series de bonos de cada lote negociado, buscando alcanzar los umbrales mínimos de cada serie para activar las cláusulas de acción colectiva, forzando a los acreedores a aceptar el canje u obligando a que el gobierno definiera un nuevo canje con ínfimas mejoras. Esta estrategia según Buchheit y Gulati (2020) es denominada Pacman. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021)

Este intento del gobierno generó que los acreedores se unieran y comenzaran a coordinarse. En tal sentido, buscaban evitar lo que el gobierno sostenía que podría hacer y también evitando los bloqueos por parte de los fondos buitres. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021)

Los acreedores manifestaban disconformidad en referencia al uso que daba el gobierno a las CACs dado que se interpretaba que querían implementar estrategias de redesignación y de canjes parciales (pacman) (Buchheit y Gulati, 2020). Con esto buscaban agrupar acreedores según su decisión sobre la oferta del canje en vistas de poder llegar a cumplimentar los requisitos establecidos por las CACs. A su vez, con los canjes parciales buscaba ir mejorando las ofertas en la medida en que se iban lanzando y aceptando por parte de los acreedores, alcanzando un nivel de adhesión cada vez más alto y logrando activar las CACs. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b)

Todo esto motivó a los acreedores a negociar también las condiciones contractuales ligadas al prospecto y condiciones de emisión para que sean acordes a sus requerimientos. Esto se daba debido a que diferentes series de bonos estaban sujetos a diferentes prospectos y condiciones de emisión, lo que hacía que existan diferencias entre los tenedores. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b).

4.7 Efectos del canje.

Este acuerdo obtenido permitió al gobierno que había asumido recientemente resolver un problema en términos de liquidez, pero sin solucionar de fondo la solvencia. Evitó que se consolidara el default del país, la aparición de fondos buitres, la presentación de denuncias en tribunales internacionales por parte de acreedores, entre otros aspectos que podrían generar desgaste en el gobierno que estaba enfocado en la pandemia y sostenimiento de la economía. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021)

Se logró alcanzar un alivio en referencia a los pagos que debía afrontar el gobierno de manera inmediata, pero considerando el largo plazo (2029-2035) se empieza a cargar la agenda de vencimientos y cumplimiento de obligaciones de deuda. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021)

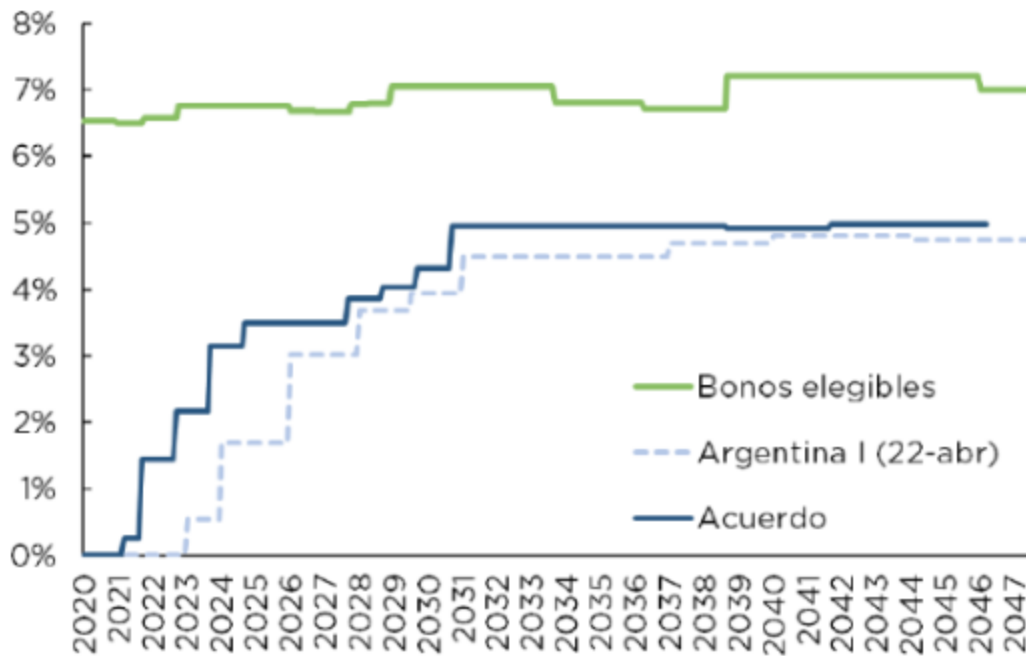
El ahorro que permitió esta negociación fue de USD 34.500 millones aproximadamente, un valor que tal vez no fue lo pronosticado por el FMI en su informe de marzo de 2020, pero implicó una reducción en el pago de intereses y a extensión de la duración de los bonos. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021)

El supuesto que yace detrás de esta reestructuración es que se buscaba alivianar el peso de la deuda en la inmediatez para de esta manera permitir que la economía se expanda y, a su vez, pueda cubrir sus deudas. En esta línea, se buscó que la deuda se organizara para poder afrontar el pago de intereses y amortizaciones de capital, de modo tal que esto no conspira contra la acumulación de capital. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021)

El Ministro de Economía que encabezó la reestructuración de la deuda consideraba que la insustentabilidad de la deuda existente a ese momento estaba dada por las tasas de interés que debían pagarse para los diferentes títulos públicos que cotizaban en el mercado en ese momento. En este sentido, no se creía que el problema fuese de exceso de endeudamiento. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021).

Consecuentemente, la renegociación realizada se enfocó en especial en una disminución de las tasas de interés de los bonos y una extensión en la duración de los mismos, obviando quitas de capital significativas. Esto se fundamentaba en que quitas de capital muy elevadas generaban un efecto reputacional negativo para el gobierno y querían evitar esa consecuencia que según su visión tuvo efectos adversos luego de la reestructuración de deuda en el 2005, complicando el acceso posterior al mercado. Por eso, si el gobierno quisiera mantener la capacidad de financiamiento en el mercado de capitales, la quita de capital no debía ser demasiado agresiva. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021).

Cupón de intereses promedio - Bonos denominados en USD



Fuente: OPC-Proceso de reestructuración de los bonos bajo ley extranjera (2020).

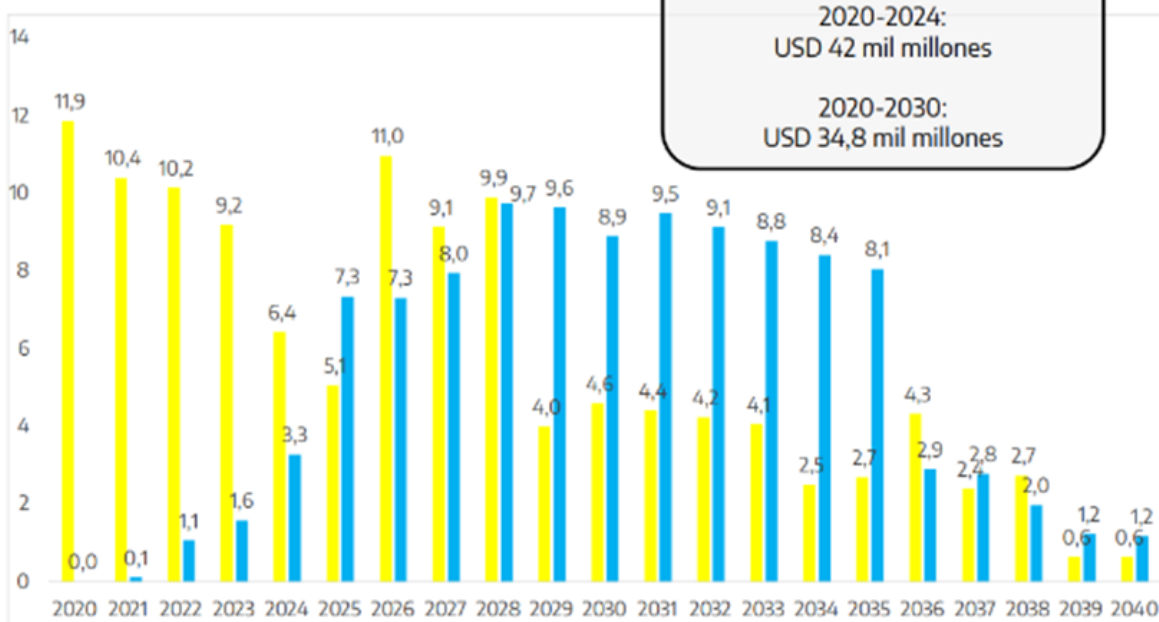
En términos de evaluación del canje, y medido en niveles de adhesión, el mismo tuvo una aceptación por encima del 90% que al activar las CACs se incrementó al 99% para la legislación extranjera y en cuanto al canje de legislación local tuvo una aceptación total. Esto está vinculado, entre otros factores, a la existencia de las CACs que limitan los bloqueos en las negociaciones. Por otro lado, las condiciones de canje acordadas distaban mucho de las inicialmente ofrecidas, por eso también vale la pena destacar el mejoramiento en la oferta como un factor determinante. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b).

Por otro lado, analizando la quita final que tuvieron los bonos considerada a valor presente neto, damos con que la misma fue de entre el 29% y 36,2%. Aquí debemos considerar que el gobierno debió ceder en algunos puntos de quita para llegar a un acuerdo y evitar un default. Este resultado en términos de quita, está en línea con el promedio histórico que es del 33% real en canjes de deuda de países con ingresos medios y similar a la renegociación de deuda de Ecuador. Por lo tanto, se logró generar un marcado alivio para el Tesoro dado que se modificó el perfil de deuda pasando de tener que hacer frente a obligaciones por USD 59.000 millones en el período 2020-2023 a tener que cumplir con el pago de USD 3.000 millones. Desde esta perspectiva queda claro el objetivo de buscar descomprimir de compromisos de las arcas públicas para buscar impulsar el crecimiento económico, la estabilidad y mantener la sostenibilidad de la deuda. No obstante, a partir del año 2024 los compromisos se disparan y genera algunas controversias el cumplimiento de todos los compromisos. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b)

Nuevo perfil de deuda en moneda extranjera.

Ley Local + Ley Extranjera.

En miles de millones de USD(*)



* Proyectado en base a los resultados del período de aceptación temprana y tardía.

14

Fuente: Informe de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública, 2021.

En un tercer punto en torno al análisis del canje, se analiza el marco normativo internacional que deriva de esta negociación. En este caso, las negociaciones se llevaron a cabo entre un grupo de acreedores homogéneos, con conocimiento, con recursos financieros y políticos frente al estado que estaba enfrentando la pandemia desde una perspectiva sanitaria y económica, lo cual hizo evidente la fortaleza predominante de los acreedores que se observó en las presiones que realizaron a los fines de buscar mejoras en términos financieros para la oferta, pero también para mantener el indenture de 2005 en algunos bonos. Otro punto para resaltar es que tanto Argentina como Ecuador impulsaron algunos cambios en sus contratos de deuda para mitigar los efectos pacman a través de la incorporación de diferentes cláusulas. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b)

Por otro lado, se pudo observar que este proceso de negociación y posterior canje estuvo acompañado en todo momento del riesgo a los fondos buitres como accionar para disciplinar a los países durante estos procesos. Algunos fondos utilizaron la estrategia de recurrir a tribunales internacionales, así mismo amenazaron con deshacerse de los bonos para poder de esta manera presionar para llegar a un mejor acuerdo. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b)

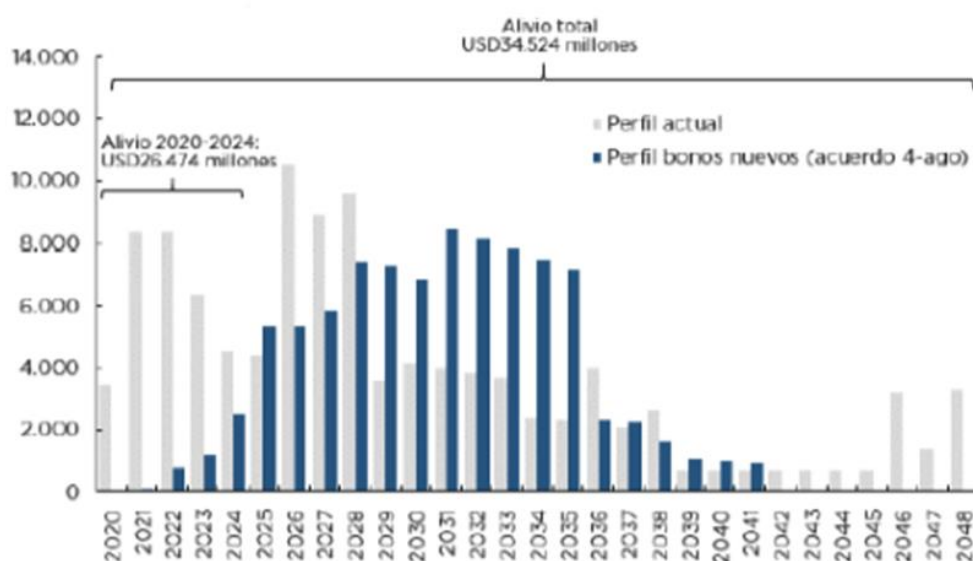
Los desafíos que le quedan al país por delante refieren a poder desarrollar un mercado local de deuda que tenga la suficiente profundidad para evitar tener que recurrir a la colocación de deuda externa. Incluso este mercado podría ayudar al desarrollo del sector privado a través del financiamiento de negocios e iniciativas empresariales. Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b)

El canje muestra un alivio en términos de sostenibilidad de deuda a corto plazo, pero exhibe limitaciones en el mediano plazo con una carga de vencimientos elevada. El gobierno aceptó esto, considerando que se podría arbitrar los medios para generar un escenario de crecimiento del PBI y exportaciones que provean las divisas para afrontar estos pagos en el futuro. IEFE (2020)

El perfil de vencimientos para el año 2020-2024 calculado según vencimientos de capital y amortizaciones sería de USD 4.600 millones para ascender a USD 42.700 millones en el período 2020-2030. Esto se contrapone con los USD 31.000 millones y USD 72.200 millones que estaban previstos en el anterior esquema para dichos períodos. Fernandez Alonso, J. M. (2020)

Perfil de vencimientos de los títulos emitidos bajo ley extranjera.

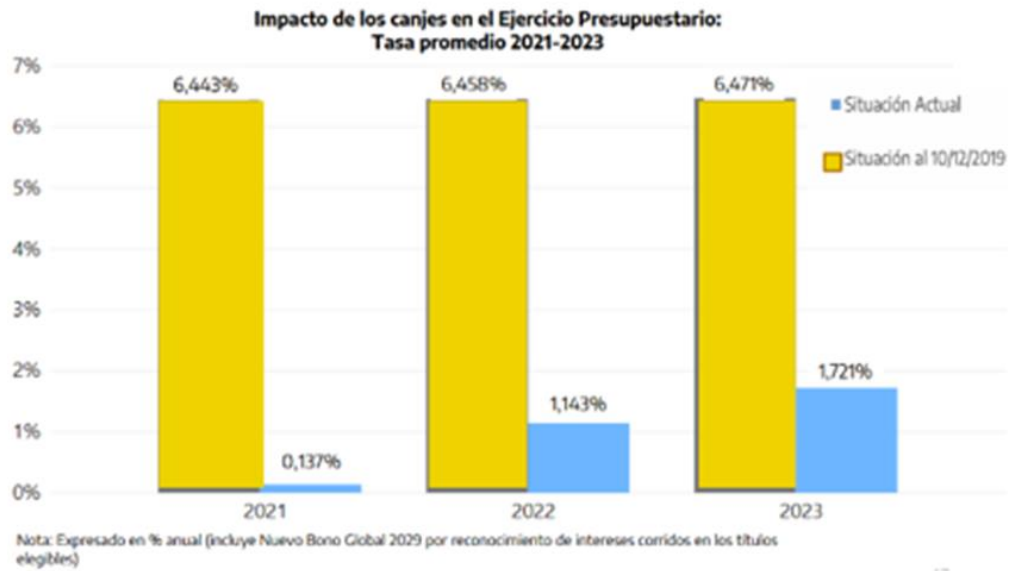
En millones de USD, incluye amortizaciones e intereses.



Fuente: OPC-Proceso de reestructuración de los bonos bajo ley extranjera (2020).

El acuerdo representa una quita del 61% en la totalidad de intereses a pagar a lo largo de la vida útil de los bonos. En tanto el capital representa una quita del 1,9% en promedio. Aunque considerando los intereses corridos, incrementaría un 2,3% el total de la deuda. Fernandez Alonso, J. M. (2020)

Tasa promedio de Títulos en Moneda Extranjera (2021-2023) - Pre y Post Canje.



Fuente: Informe de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública, 2021.

Por otro lado y considerando los servicios de deuda en moneda extranjera bajo legislación local, los vencimientos de servicios de deuda para el periodo 2020-2024 descienden a USD 56.100 millones, logrando una disminución de necesidades brutas de financiamiento del 13,2% del PBI con un promedio de 2,6% del PBI para cada año. En este sentido, el periodo 2020-2030 representa una diferencia de USD 49.000 millones. En total, el stock de deuda elegible considerando también las tenencias del sector público representa el 33% de la deuda pública total. Fernandez Alonso, J. M. (2020)

Perfil de vencimientos de la reestructuración ley local y extranjera.

Incluye amortización e intereses en millones de USD.

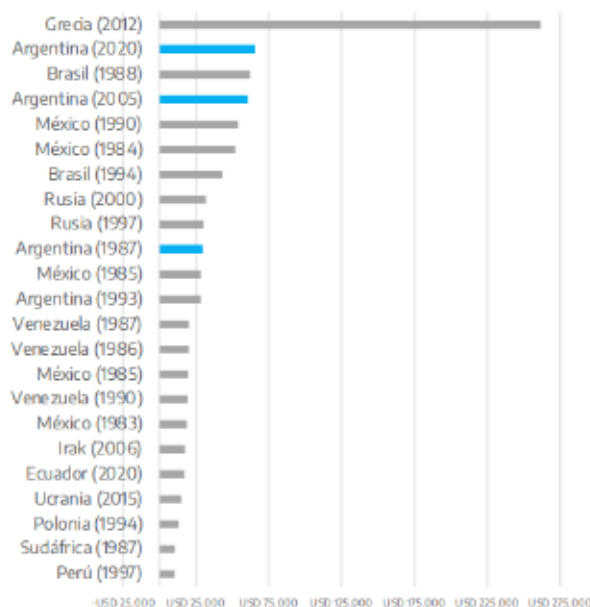


Fuente: OPC-Proceso de reestructuración de los bonos bajo ley extranjera (2020).

Por último, destacar según el Informe de Sostenibilidad de la Deuda (2020) que la reestructuración de la deuda soberana Argentina fue la segunda más grande por detrás de Grecia, que transitó el mismo proceso en 2012.

Comparación Internacional. Reestructuraciones de Deuda Soberana.

Concluimos en tan solo 9 meses la segunda mayor reestructuración soberana a nivel global detrás de la de Grecia de 2012.



Fuente: Informe de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública, 2021.

4.8 Sostenibilidad de deuda post canje.

En su informe de marzo del 2020 (IMF 2020), el FMI sostenía que Argentina debía restaurar la sostenibilidad de la deuda, para lo cual debía reducir a niveles muy inferiores a los actuales la deuda pública. En este sentido se entiende por sostenibilidad de la deuda a la estabilización de la deuda y la necesidad de asegurar que las necesidades de refinanciación puedan ser manejables al mediano y largo plazo. IMF (2020).

Según el “Resumen de la nota técnica del personal del FMI sobre la sostenibilidad de la deuda pública argentina”, el equipo técnico que se ocupó de relevar la situación económica del país concluyó en que era necesario reducir a un 5% del PBI las necesidades de financiamiento bruto. Este no podría superar el 6% del PBI en ningún momento considerando el mediano y largo plazo. Esto se fundamenta con la baja base de exportación que tiene Argentina y la carencia de profundidad del mercado financiero interno. Esto se combina con la cantidad de reservas que tiene el Banco Central, lo que converge en la necesidad, según los analistas, de sostener el financiamiento bruto en moneda extranjera alrededor del 3% del PBI.

Resalta también que, en vistas de un objetivo de sostenibilidad de la deuda consolidado, se debía considerar establecer un ratio de deuda/PBI que fuera disminuyendo con el tiempo, buscando estabilizar la deuda por debajo del 40% del PBI para períodos posteriores a 2030. Esto es calculado sin considerar

deuda del BCRA y FGS, dado que contemplando estos organismos el ratio deuda/PBI debería estar por debajo del 60% del PBI. IMF (2020).

Considerando la primera oferta propiciada por el gobierno, la misma consideraba un crecimiento promedio del PBI de un 2% cuando el promedio de la última década había sido del 0,4%. La propuesta traía aparejado un crecimiento acumulado por un mínimo del 18% y máximo del 24% acumulado cuando si se proyecta la última década (2010-2019) el crecimiento acumulado podría expandirse por un máximo del 15%. Si bien el pago de cupones o intereses no está atado al crecimiento del PBI, los principios macroeconómicos tienen la importancia de poder generar un escenario de sostenibilidad de deuda acorde a los valores que adeuda el país. Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021).

Como contrapartida, el FMI esperaba el crecimiento del PBI al 1,5% en promedio a futuro, considerando una caída del 2,3% en 2020 debido a la pandemia. IMF (2020).

Por su parte, se esperaba que los volúmenes de exportación se incrementen de la mano de la reactivación del comercio mundial. IMF (2020).

Se sostiene en el informe del organismo internacional (IMF 2020), que el país debería trabajar en el desarrollo del sistema bancario dado que este podría actuar como financiador residual ante shocks adversos o eventos que generan estrés a la economía. Buscando en este sentido un servicio de la deuda en moneda extranjera con un límite del 3% del PBI para periodos posteriores al 2024. IMF (2020).

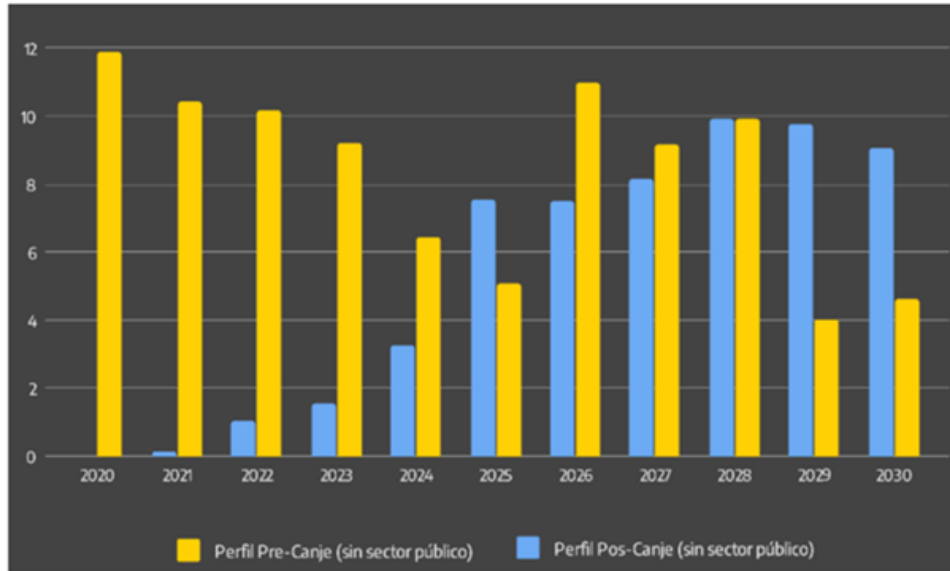
Considerando el Informe de sostenibilidad de la deuda pública emitido por el Ministerio de Economía, el gobierno buscaba reestructurar su deuda en post de los siguientes objetivos:

- 1- Recuperar el financiamiento del Tesoro a través del mercado doméstico, accediendo a tasas que sean compatibles con el crecimiento económico.
- 2- Desarrollo de instrumentos en pesos a tasas que permitan el impulso de la economía pero que también representan opciones de ahorro en moneda local.
- 3- Convertir los pasivos en situación de diferimiento y normalizarlo.
- 4- Reducción en la exposición del Tesoro a la deuda de corto plazo en dólares.
- 5- Extender plazos de vencimiento para evitar concentraciones en un periodo de corto plazo.

A su vez, en referencia a la deuda en moneda extranjera, se buscaba diseñar un perfil de deuda que fuese orientado a una disminución del ratio deuda/PBI, estabilizando en el largo plazo y evitando sofocar el crecimiento económico. En este sentido, la estrategia iba en línea con la posibilidad de absorber shocks derivados de la pandemia del Covid-19 y de la crisis económica desatada en 2018. Incluso, se buscaban coberturas para no recibir el impacto de futuros shocks exógenos futuros. (Informe de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública, 2020)

El siguiente cuadro explica los perfiles de vencimiento de la deuda en moneda extranjera, antes y después del canje según el Informe de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública (2020):

Perfil de vencimientos comparativo Ley Externa + Ley Local, en miles de millones de USD.

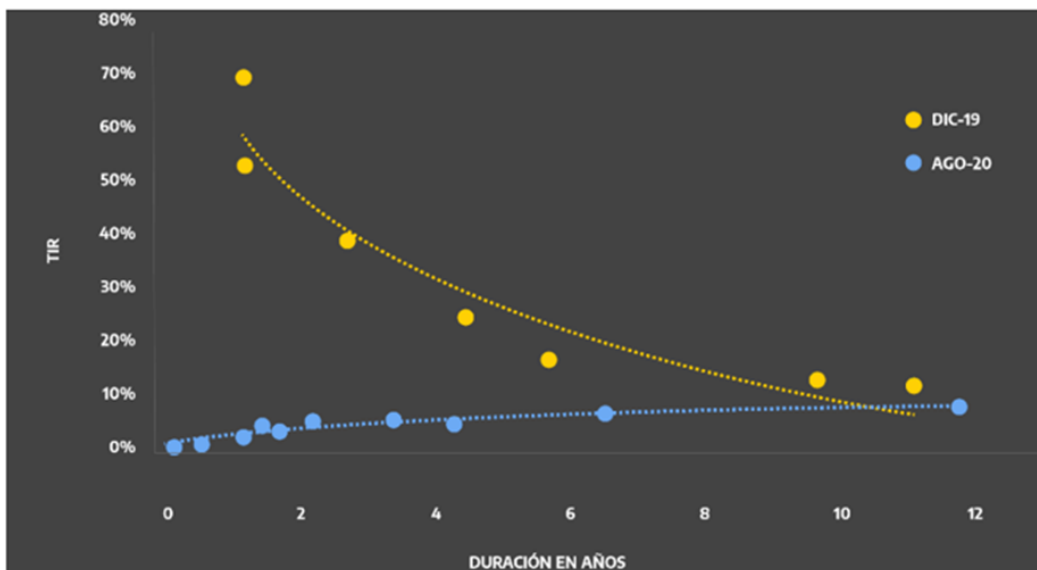


Fuente: Informe de Restauración de Sostenibilidad de la Deuda Pública, 2020.

En este sentido, según el Informe de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública (2020) el gobierno logró restablecer una curva de rendimientos en moneda doméstica normalizada como se puede observar a continuación:

Recomposición de la curva de rendimientos a tasas reales positivas sostenibles.

Evolución de rendimientos de bonos ajustables por CER.



Fuente: Informe de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública, 2020.

Como un factor fundamental para poder sostener la capacidad de honrar los servicios de deuda a futuro de manera sostenible, el FMI considera a las reservas internacionales del Banco Central como un factor determinante. En este sentido, en términos de reservas internacionales, se espera un incremento que sea constante y gradual derivado del superávit comercial y esporádicas entradas de inversión extranjera directa. Esto permitirá un fortalecimiento de la hoja de balance del BCRA buscando cumplir con una estabilidad de precios. Por su parte, esto evitará corridas y desconfianza por parte del mercado en términos de una potencial devaluación. IMF (2020)

Considerando el perfil de deuda en moneda extranjera y ley local, se observaría según el Informe de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública (2020) una disminución de compromisos de deuda a corto plazo para lograr una distribución más equitativa en los años posteriores.

En el siguiente cuadro podremos ver la distribución de las tenencias de la deuda en moneda extranjera. En este sentido, se puede observar que de la deuda en moneda extranjera casi el total de la deuda corresponde a tenencias privadas, teniendo el 63% de ese total bajo condiciones Trust Indenture del 2016. Por su parte, la deuda bajo legislación local luce con una distribución más equitativa, aunque con una mayoría consolidada en tenencia del sector público, de lo cual casi el total es corresponde a deuda en dólares:

Deuda pública elegible: Títulos Públicos.

Bonos en Moneda extranjera bajo legislación extranjera*	Bonos en Moneda extranjera bajo legislación local
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Monto elegible: USD 66.185 mill. ▪ 2005 Trust Indenture: USD 24.258 mill. (37%) ▪ 2016 Trust Indenture: USD 41.927 mill. (63%) ▪ Tenencias privadas: USD 65.032 mill. (98,2%) ▪ Tenencias Públicas: USD 1.153 mill. (1,8%) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Monto elegible: USD 41.433 mill. ▪ Deuda en USD: USD 41.345 mill. (99,8%) ▪ Deuda USD-linked: USD 84 mill. (0,02%) ▪ Tenencias privadas: USD 15.159 mill. (36,6%) ▪ Tenencias públicas: USD 26.273 mill. (63,4%)

* Según tipos de cambio del Prospecto.

Deuda Pública Total Elegible: USD 107.618 millones
(74,5% en tenencias privadas)

Fuente: Informe de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública, 2021.

Según el "Resumen de la nota técnica del personal del FMI sobre la sostenibilidad de la deuda pública argentina", el alivio que necesita argentina en materia de deuda extranjera se situaba en un mínimo de USD 55.000 millones y un máximo de USD 85.000 millones. En este sentido y en función de los hitos del canje que refieren a la sostenibilidad de la deuda soberana, se puede identificar según el Informe de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública. 2020:

- Se redujeron en términos de deuda extranjera para el período 2020.2024 los vencimientos desde USD 48.000 millones de dólares a USD 6.000 millones.
- Se logró un alivio de USD 34.000 millones para el período 2020-2030.
- Ampliación de 5,5 años de duración en los bonos emitidos en moneda extranjera bajo ley local.

- Reducción de la tasa de interés promedio desde 7% a 3% para la deuda en moneda extranjera. Disminución en 1,9% el total adeudado en materia de deuda en moneda extranjera. Por su parte, luego de la reestructuración de la deuda del año 2020, el gobierno argentino se apalancó en la colocación de deuda en moneda local indexada por CER o ajustable por el tipo de cambio. A su vez, se emitieron letras del tesoro tanto en moneda doméstica y extranjera, pero evitó realizar grandes colocaciones de bonos en moneda extranjera en mercados internacionales.

En paralelo, los rendimientos de los bonos Globales que se habían emitido en paridades cercanas al 50%, las mismas se vieron castigadas por los problemas inflacionarios, cambiarios, de déficit fiscal y políticos. De esta manera las paridades continuaron en descenso hacia valores de default, donde se encuentran en paridades de entre 20% y 30%.

5 Conclusión

En función del análisis realizado en el presente estudio en donde analizamos el flujo de pagos sin considerar el desempeño posterior de la deuda, podemos concluir en que la reestructuración de la deuda soberana del 2020 ha sido exitosa considerando el contexto en el que se llevó a cabo, las características de los acreedores y el nivel de adhesión que se obtuvo con los tenedores de los bonos.

En contrapartida, debemos considerar que los valores que se obtuvieron como resultado de las negociaciones fueron relativamente más cercanos a las ofertas iniciales de los acreedores que a los planteos del gobierno, con lo que podría haber representado algún tipo de eficiencia el hecho de alcanzar un acuerdo antes considerando que el paso del tiempo generaba mayor incertidumbre.

En este sentido, la reestructuración de deuda del 2020 se dio ante un conjunto de acreedores que se encontraban organizados, con altos conocimientos técnicos y capacidad de influencia, algo que no había sucedido en el canje del 2005 y que complejizó las negociaciones, aun logrando el acuerdo.

Como un hito sobre el que se apalanca el concepto de “éxito” en la reestructuración del año 2020, es que se llegó a un acuerdo con el 100% de los acreedores en tanto que en el año 2005 se realizó un canje parcial (76%) que debió ser complementado con canjes posteriores durante 2010 y 2016.

Un punto importante para considerar radica en que la reestructuración del 2020 fue iniciada preventivamente por el gobierno, en tanto la negociación del año 2005 se dieron en un escenario en donde Argentina ya se encontraba en una situación de default. Esto permitió mayores márgenes de maniobra al gobierno y menores efectos adversos en la economía.

Mediante el canje del año 2020, el país pudo aplicar una quita de entre 29% y 36%, lo cual está en línea con el promedio histórico de reestructuraciones que es del 33%. De esta manera se alcanzó un ahorro luego de este canje de 34.000 millones de dólares. Sin embargo, dicho valor se encuentra muy por debajo del 76% de quita obtenido en el canje del 2005, entendiéndose que en aquel caso la ausencia del FMI en la negociación y la heterogeneidad de los acreedores tuvieron una alta relevancia para que se pueda alcanzar dicho nivel de quita.

En función de los servicios de deuda, se pudieron despejar vencimientos al corto y mediano plazo en cantidades elevadas, lo que permitiría un mejor abordaje de efectos derivados de la pandemia del Covid-19. También, se logró disminuir significativamente los cupones de los bonos, replicándolos a un esquema step-up logrando llevar las tasas de interés de los bonos a valores más accesibles para la realidad económica del país. Debemos reconocer en este punto, que, si bien los vencimientos al corto y mediano plazo se despejan, existe un incremento de los mismo al largo plazo (luego del año 2030) que generan dudas e incertidumbres sobre cómo Argentina afrontaría dichos pagos para esos períodos.

El canje del año 2020 trajo aparejado una sustancial reducción del riesgo país que había tocado niveles de 3.800 en Marzo y pasando a 1.000 puntos luego del acuerdo, disminuyendo el costo que tanto le país como las empresas situadas en Argentina debían afrontar a los fines de financiarse para desarrollo de proyectos o actividades puntuales.

Por otro lado, se logró reestablecer una curva de rendimientos ascendente que fuera consistente con el riesgo y la duración de los instrumentos tanto en moneda extranjera como en moneda doméstica.

Finalmente, asumir que, si bien esta reestructuración de los pasivos soberanos del 2020 ha representado un hito muy importante, existen otros muchos factores que deberán considerarse a los fines de poder conseguir y sostener en el tiempo la capacidad del país de hacer frente a sus compromisos de deuda. En este sentido, idealmente, con una economía en crecimiento y un mercado financiero actuando como un soporte sólido y profundo.

6 Referencias

Abellán, J. L. (2018, julio 14). *Carry trade*. Economipedia. Recuperado de: <https://economipedia.com/definiciones/carry-trade.html>

Abreu, A. (2020). La reestructuración de la deuda argentina 2020. *REVISTA POLIEDRO*, 30-41.

Álvarez, J. P. (2018, diciembre 28). A un año del 28D: la interna que se llevó puesto a Federico Sturzenegger. Perfil. Recuperado de: <https://www.perfil.com/noticias/economia/un-a%C3%B1o-28-d-diciembre-interna-se-llevo-puesto-a-federico-sturzenegger.phtml>

Amico, Fabian.(2020). La macroeconomía de Macri: Adiós represión financiera, bienvenido nuevo default. *Circus Revista Argentina de Economía*, N°7, Verano de 2020

Argentina.gob.ar. (2020, 6 abril). Argentina.gob.ar. Recuperado de : <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/decreto-346-2020-336084/texto>

Banco Central de la República Argentina (2016).Informe Monetaria Mensual- Febrero de 2016.. Recuperado de: <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Publicaciones/bol0216.pdf>

Banco Central de la República Argentina (2016).Informe de Política Monetaria - Julio de 2016.. Recuperado de: https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM_Julio_2016.pdf

Banco Central de la República Argentina (2017).Informe Monetaria Mensual- Enero de 2017.. Recuperado de: <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/bol0117.pdf>

Banco Central de la República Argentina (2018).COMUNICACIÓN “A” 5865. Recuperado de: <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/comytexord/A5865.pdf>

- Banco Central de la República Argentina (2018). COMUNICACIÓN “A” 6426. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A6426.pdf>
- Banco Central de la República Argentina (2018). Evolución del Mercado de Cambios y Balance Bancario - Diciembre de 2018. Recuperado de: https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Informe_Diciembre_18.pdf
- Banco Central de la República Argentina (2018). Evolución del Mercado de Cambios y Balance Bancario - Junio de 2018. Recuperado de: https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Informe_Junio_18.pdf
- Banco Central de la República Argentina (2018). Informe de Política Monetaria - Abril de 2018.. Recuperado de: <https://bcra.gov.ar/PoliticaMonetaria/IPOM0418.asp>
- Banco Central de la República Argentina (2019). Informe de Política Monetaria - Julio de 2019. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/PoliticaMonetaria/IPOM0719.asp>
- Banco Central de la República Argentina (2019) Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019 Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Informe-Mercado-cambios-deuda-%20formacion-de-activos%20externo-%202015-2019.pdf>
- Banco Central de la República Argentina (2020). Informe de Estabilidad Financiera - Junio de 2020. Recuperado de: <https://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/IEF%200120.asp>
- Banco Central de la República Argentina (2023). Diccionario Financiero.. Recuperado de: https://www.bcra.gov.ar/BCRAyVos/diccionario_financiero_tabla_L.asp
- Banco Mundial. World Bank Open Data. Recuperado de : <https://datos.bancomundial.org/indicador/FI.RES.TOTL.DT.ZS?end=2010&locations=AR&start=1999>
- Bartolomeo, A. R., Urbay, G. R. M., & Segura, M. V. (2019). Formación de cartera de bonos en el mercado argentino. *Cuyonomics. Investigaciones en Economía Regional*, 3(4), 86-113.
- BBC News Mundo. (2018, 8 junio). Argentina acuerda con el FMI un préstamo de US\$50.000 millones que le compromete a bajar el déficit y la inflación. BBC News Mundo Rescatado de: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-44408231>
- Beber, M. D. M. (2016). *Bonos Soberanos Argentinos* (Doctoral dissertation, Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas.).
- Blanco Romero, B. C., & Jaime Patiño, J. M. (2016). *Modelo de monitoreo de riesgo de mercado en títulos de renta fija en una posición propia* (Bachelor's thesis, Universidad Piloto de Colombia).
- Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Federal Funds Effective Rate [DFF], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/DFF>, March 23, 2023
- Bolsa de Comercio de Rosario (BCR). ¿Qué son los fondos buitres?. Recuperado de: <https://www.bcr.com.ar/es/mercados/investigacion-y-desarrollo/informativo-semanal/noticias-informativo-semanal/que-son-los-0>
- Buchheit, L., & Daly, E. (2014). Minimizing holdout creditors. *Sovereign Debt Management*.
- Buchheit, L. C., & Gulati, M. (2020). The Argentine Collective Action Clause Controversy (La Controversia Argentina sobre las Cláusulas de Acción Colectiva). *Capital Markets Law Journal*.

Cantamutto, F. J. (2014). Algunos aspectos sobre la renegociación internacional de la deuda externa argentina. In *Conferencia FLACSO-ISA*.

Cantamutto, F. J., & Féliz, M. (2021). Argentina entre la sostenibilidad de la deuda y la vida. *Revista nuestraAmérica*, 9(17), 1-23.

Carrera, Jorge. (2016). Los costos del experimento LEBACs (actualizado). *El Economista*.

COVID, Fed swaps and the IMF as lender of last resort. (s/f). CEPR. Recuperado de: <https://cepr.org/voxeu/columns/covid-fed-swaps-and-imf-lender-last-resort>

Cowan, K., Levy-Yeyati, E. L., Panizza, U., & Sturzenegger, F. (2006). Sovereign debt in the Americas: new data and stylized facts.

Cronista.com. (2017, junio 28). Detalles del bono a 100 años: costos, tasas, precio y comisiones a los bancos. *El Cronista*. Recuperado de: <https://www.cronista.com/finanzas-mercados/Detalles-del-bono-a-100-anos-costos-tasas-precio-y-comisiones-a-los-bancos-20170628-0116.html>

Cruces, J. J., & Trebesch, C. (2013). Sovereign defaults: The price of haircuts. *American economic Journal: macroeconomics*, 5(3), 85-117. Cué, C. E. (2015, noviembre 24). Macri gana en Argentina y pone fin al kirchnerismo tras 12 años. Ediciones EL PAÍS S.L. Recuperado de: https://elpais.com/internacional/2015/11/22/argentina/1448224098_588686.html

De Lucchi, J. M. (2014). Macroeconomía de la deuda pública: el desendeudamiento argentino (2003-2012). Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina, CEFID AR.

Debt restructuring in the time of COVID-19: Private and official agreements. (s/f). CEPR. Recuperado el 24 de marzo de 2023, de <https://cepr.org/voxeu/columns/debt-restructuring-time-covid-19-private-and-official-agreements>

Deuda externa como porcentaje del PBI en Argentina 2022. (s/f). Statista. Recuperado de: <https://es.statista.com/estadisticas/1287521/argentina-deuda-publica-externa-como-porcentaje-del-PBI/>

Di Pace, D. (2021, diciembre 9). Argentina es uno de los países con mayor Riesgo País en el mundo. Cuáles son las razones detrás del alto nivel de este indicador. *Iprofesional*. Recuperado de: <https://www.iprofesional.com/econoia/353497-20-anos-de-riesgo-pais-asi-esta-argentina-en-el-ranking>

Di Tella, Rafael. (2019). Comments on Macri's Macro by Federico Sturzenegger. Harvard Business School.

El Cronista.(2018, marzo 21). Como se esperaba, la Fed subió la tasa de interés y prevé alzas en 2018. *El Cronista*. Recuperado de: <https://www.cronista.com/finanzas-mercados/Como-se-esperaba-la-Fed-subio-la-tasa-de-interes-y-preve-mas-alzas-en-2018-20180321-0093.html>

Escandar, A. (2018, junio 19). *Otro súper martes: ¿qué son las Lebac, para qué sirven y por qué importan tanto?* Infobae. Recuperado de: <https://www.infobae.com/economia/2018/06/19/otro-super-martes-que-son-las-lebacs-para-que-sirven-y-por-que-importan-tanto/>

Evolución de los Bonos argentinos en Dolares al 17 de abril 2020. (2020, abril 20). *Debursa*. Recuperado de: <https://www.debursa.com.ar/2076-evolucion-de-los-bonos-argentinos-en-dolares-al-17-de-abril-2020>

Fernández Alonso, J. M. (2020). Las deudas soberanas en el marco de la crisis del COVID-19.

Gamboa-Estrada, F. (2016). Carry Trade y depreciaciones bruscas del tipo de cambio en Colombia. *Borradores de Economía*; No. 957

IEFE (2020): “Deuda pública: barajar y dar de nuevo. Luces y sombras del Canje 2020”, Informe IEFE, n° 189, Instituto de Estudios Fiscales y Económicos. Recuperado de: <http://www.iefe.org.ar/wpcontent/uploads/2020/08/Informe-IEFE-189.pdf>.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2016).Informe mensual -Enero 2016. Buenos Aires: Instituto Argentino de Mercado de capitales Recuperado de: https://iamcmediamanageprod.ingeccloud.com/MediaFiles/IAMC/2016/9_21/0/7/148/496667.pdf

Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2016).Informe mensual -Julio 2016. Buenos Aires: Instituto Argentino de Mercado de capitales Recuperado de: https://iamcmediamanageprod.ingeccloud.com/MediaFiles/IAMC/2016/9_21/0/7/148/496667.pdf

Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2017).Informe mensual -Enero 2017. Buenos Aires: Instituto Argentino de Mercado de capitales Recuperado de: https://iamcmediamanageprod.ingeccloud.com/MediaFiles/IAMC/2017/5_12/0/9/211/644069.pdf

Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2017).Informe mensual -Julio 2017. Buenos Aires: Instituto Argentino de Mercado de capitales Recuperado de: https://iamcmediamanageprod.ingeccloud.com/MediaFiles/IAMC/2017/10_19/0/10/114/684738.pdf

Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2018).Informe mensual -Enero 2018. Buenos Aires: Instituto Argentino de Mercado de capitales Recuperado de: https://iamcmediamanageprod.ingeccloud.com/mediafiles/iamc/2018/2_22/0/11/41/731486.pdf

Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2018).Informe mensual -Julio 2018. Buenos Aires: Instituto Argentino de Mercado de capitales Recuperado de: https://iamcmediamanageprod.ingeccloud.com/mediafiles/iamc/2018/8_8/0/11/43/732071.pdf

Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2019).Informe mensual -Enero 2019. Buenos Aires: Instituto Argentino de Mercado de capitales Recuperado de: https://iamcmediamanageprod.ingeccloud.com/mediafiles/iamc/2019/2_5/0/11/45/732457.pdf

Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2019).Informe mensual -Agosto 2019. Buenos Aires: Instituto Argentino de Mercado de capitales Recuperado de: https://iamcmediamanageprod.ingeccloud.com/mediafiles/iamc/2019/9_9/0/11/47/732954.pdf

International Monetary Fund. (2020). Argentina: Technical Assistance Report-Staff Technical Note on Public Debt Sustainability. Washington, DC; International Monetary Fund.

International Monetary Fund.(2020). Resumen de la nota técnica del personal del FMI sobre la sostenibilidad de la deuda pública argentina. Washington; DC: International Monetary Fund.

Izquierdo, L. P. (2015, noviembre 22). Elecciones 2015: Mauricio Macri es el nuevo presidente de la Argentina. Infobae. Recuperado de: <https://www.infobae.com/2015/11/22/1771616-elecciones-2015-mauricio-macri-es-el-nuevo-presidente-la-argentina/>

Liu, Y., Savastano, M., & Zettelmeyer, J. (2020). The International Architecture for Resolving Sovereign Debt Involving Private-Sector Creditors: Recent Developments, Challenges, and Reform Options (September 23). *Washington: International Monetary Fund*.

Mascareñas, J. (2018). Características de los Activos Financieros de Renta Fija (Characteristics of the Fixed Income Financial Assets). *Available at SSRN 2314092*.

Massot, J. M. (2019). La política cambiaria argentina entre 2016 y 2019. Situación y alternativas desde una perspectiva de Economía Política. *Actualidad Económica*, 29(99), 3-16.

Ministerio de Economía de la Nación.(2019).Presentación Gráfica de la Deuda Pública del Estado Argentino. Argentina.gob.ar. Recuperado de:
https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/presentacion_grafica_de_la_deuda_31-12-2019_0.pdf

Ministerio de Economía de la Nación.(2005)Anuncio de los Resultados Definitivos del Canje.. Argentina.gob.ar. Recuperado de:
<https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/deudapublica/canje2005>

Ministerio de Economía de la Nación.(2005).Datos Deuda Post Reestructuración. Argentina.gob.ar. Recuperado de: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/mfin_deuda_publica_100605.pdf

Ministerio de Economía de la Nación.(2005).Resultados definitivos del Canje de Deuda pública. Argentina.gob.ar. Recuperado de:
https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/mfin_180305_anuncio_resultados.pdf

Ministerio de Economía de la Nación.(2005).Oferta de Canje. Argentina.gob.ar. Recuperado de:
https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/mfin_argentina_roadshow_presentation_enero_12_2005_v_final_web.pdf

Ministerio de Economía de la Nación.(2019).Balance de Gestión 2015-2019. Argentina.gob.ar. Recuperado de: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/balance_de_gestion_2015-2019_-_hacienda_1.pdf

Ministerio de Economía de la Nación.(2020)Restauración de la sostenibilidad de la Deuda Pública. Argentina.gob.ar. Recuperado de:
https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/restauracion_de_la_sostenibilidad_de_la_deuda_publica_0.pdf

Ministerio de Economía de la Nación.(2020)Restauración de la sostenibilidad de la Deuda Pública. Argentina.gob.ar. Recuperado de:
https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/2021/08/presentacion_bicameral_de_deuda.pdf

Ministerio de Economía de la Nación.(2005). Oferta de Canje – Anuncio Final. Argentina.gob.ar. Recuperado de: <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/resolucion-bonos-en-cesacion-de-pago/canje-2005>

Müller, A., & Benassi, A. (2013). Default y reestructuración:¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina. *Documento de Trabajo*, 32, 47-47.

Nemiña, P., & Val, M. E. (2020). La reestructuración de la deuda argentina ante la pandemia global. *Análisis Carolina*, (19), 1.

Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020b). La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia COVID-19. Implicancias y perspectivas para los países en desarrollo.

Oficina de Presupuesto del Congreso. (2020). Proceso de Reestructuración de los Bonos bajo Ley Extranjera - Acuerdo con los principales grupos de acreedores. Recuperado de:

<https://www.opc.gob.ar/deuda-publica/proceso-de-reestructuracion-de-los-bonos-bajo-ley-extranjera-acuerdo-con-principales-grupos-de-acreedores>.

Persichini, N. (2017, mayo 9). *¿Quién tiene la culpa del “carry trade” en Argentina?* Infobae. Recuperado de: <https://www.infobae.com/economia/finanzas-y-negocios/2017/05/09/quien-tiene-la-culpa-del-carry-trade-en-argentina/>

R. K. (2018, julio 10). Reforma tributaria de la Ley 27.430 y la gravabilidad de la renta financiera que obtengan los individuos. El Cronista. Recuperado de: <https://www.cronista.com/fiscal/Reforma-tributaria-de-la-Ley-27-430-y-la-gravabilidad-de-la-renta-financiera-que-obtengan-los-individuos-20180710-0002.html>

Reinhart, C. M., Reinhart, V., & Trebesch, C. (2016). Global cycles: Capital flows, commodities, and sovereign defaults, 1815–2015. *American Economic Review*, 106(5), 574-580.

Scialabba, E. (2016, diciembre 18). *Política económica: el heterogéneo primer año de Cambiemos*. Infobae. Recuperado de: <https://www.infobae.com/opinion/2016/12/18/politica-economica-el-heterogeneo-primer-ano-de-cambiemos/>

Sosa-Padilla, C., & Sturzenegger, F. (2021). *Does It Matter How Central Banks Accumulate Reserves? Evidence from Sovereign Spreads* (No. w28973). National Bureau of Economic Research.

Stanley, L. (2009). Resolución de conflictos en materia de bonos soberanos: una crítica mirada institucional al papel del CIADI.

Sticco, D. (2019, 25 abril). Infobae. Cómo y por qué comenzó hace justo un año la crisis cambiaria. infobae. Recuperado de: <https://www.infobae.com/economia/finanzas-y-negocios/2019/04/25/como-y-por-que-comenzo-hace-justo-un-ano-la-crisis-cambiarial/>

Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2008). Haircuts: estimating investor losses in sovereign debt restructurings, 1998–2005. *Journal of international Money and Finance*, 27(5), 780-805. Sturzenegger, F. (2019). Macri's Macro: The Elusive Road to Stability and Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2019(2), 339-436.

TN. (2019, abril 24). A un año del inicio de la corrida cambiaria, el dólar y el mercado financiero dan más dolores de cabeza. TN.com.ar. Recuperado de: https://tn.com.ar/economia/un-ano-del-inicio-de-la-corrida-cambiarial-el-dolar-y-el-mercado-financiero-dan-mas-dolores-de-cabeza_957346/

Val, M. E. (2019). Los resultados del canje de deuda argentino de 2005: una problemática multidimensional. *Revista Pilquen*, 22(4), 12-24.

Varesi, G. Á. (2008). La actualidad de la deuda argentina: resolución del default, actores y políticas en el modelo post-convertibilidad, 2002-2007. In *V Jornadas de Sociología de la UNLP (La Plata, 10 al 12 de diciembre de 2008)*.

Villar, G. (2016). Activos De Renta Fija (Fixed Income Assets). Available at SSRN 2743732.

