



UNIVERSIDAD  
TORCUATO DI TELLA

**Maestría en Estudios Internacionales**

**Director de tesis:** Nicolás Cherny

**Maestrando:** Juan Manuel Moyano Larrazábal

**Preferencias, actores de veto y reestructuraciones de deudas  
soberanas: los casos de Argentina (2005-2016), Ecuador (1999-2000)  
y Uruguay (2002-2003)**

**31 de agosto de 2021**

Abstract: ¿Qué factores explican el acuerdo o la falta de acuerdo entre Estados y acreedores al reestructurar títulos de deuda pública? ¿Por qué se llega a distintos resultados? La presente tesis sostiene que el acuerdo de una renegociación de deuda dependerá de las preferencias del gobierno central y los acreedores así como del grado de veto al que éstas se encuentren expuestas. Si bien los agentes principales en dichas negociaciones son los tenedores de deuda y los representantes del Gobierno central sostenemos que el análisis de las preferencias es insuficiente, por lo que también debe considerarse el grado de veto que pueden ejercer ciertos actores como la opinión pública, el Poder Legislativo, los organismos internacionales (más puntualmente el FMI), y el gobierno de Estados Unidos (EE.UU.). Los resultados obtenidos a partir del estudio de tres casos sudamericanos ofrecen evidencia empírica que sustentan nuestras hipótesis de trabajo.

**Palabras clave:** *preferencias, actor de veto, reestructuración, deuda, relaciones internacionales*

A todo el tiempo y el esfuerzo que dediqué

Nota aclaratoria: todas las citas textuales pertenecientes a bibliografía referida en un idioma distinto al español fueron traducidas por el autor.

## INDICE

<b>Capítulo 1</b> : Introducción.....	4
<b>Capítulo 2.</b> Estado de la cuestión: factores políticos en el estudio de reestructuraciones de deudas soberanas.....	6
<b>Capítulo 3.</b> Marco teórico: preferencias y actores de veto en el estudio de reestructuraciones de deudas soberanas.....	12
3.1 Las preferencias de los gobiernos.....	12
3.2 Las preferencias de los acreedores.....	13
3.3 El poder de veto como explicación de las reestructuraciones de deuda.....	15
3.4 Preferencias y actores de veto en el estudio de reestructuraciones de deudas soberanas.....	18
<b>Capítulo 4.</b> Selección de casos y enfoque metodológico: las reestructuraciones de Argentina, Ecuador y Uruguay.....	23
4.1 Justificación de la selección de casos y técnicas a emplear.....	24
<b>Capítulo 5.</b> Las reestructuraciones de deuda en Argentina (2005-2016).....	30
5.1 Preferencias: el canje de 2005.....	31
5.2 Grado de veto: el canje de 2005.....	34
5.3 Preferencias: el canje de 2010.....	38
5.4 Grado de veto: el canje de 2010.....	40
5.5 Preferencias y grado de veto: la fallida negociación con los buitres y el acuerdo de 2016.....	43
<b>Capítulo 6.</b> La reestructuración de deuda en Ecuador (1999-2000).....	48
6.1 Preferencias: la reestructuración del 2000.....	49
6.2 Grado de veto: la reestructuración del 2000.....	52
<b>Capítulo 7.</b> La reestructuración de deuda en Uruguay (2002-2003).....	57
7.1 Preferencias: la reestructuración de 2003.....	58
7.2 Grado de veto: la reestructuración de 2003.....	60
<b>Capítulo 8.</b> Discusión y conclusiones.....	65
Bibliografía.....	69
Anexo.....	80

## Capítulo 1. Introducción

¿Qué factores explican el acuerdo o la falta de acuerdo entre Estados y acreedores al reestructurar títulos de deuda pública? ¿Por qué se llega a distintos resultados? Hace décadas existe un claro consenso según el cual abordar las relaciones internacionales (RR.II.) como el producto de la interacción entre Estados-nación es sesgado. La enorme importancia de actores no estatales en la arena internacional obliga a cualquier estudio sobre RR.II. a incluir en el análisis a los organismos internacionales, organizaciones no gubernamentales, empresas transnacionales e inversores. Esto es así incluso si se abordan las RR.II. desde la óptica realista basada en la noción de poder porque... ¿se puede determinar cuán poderoso es un Estado si no se estudian las relaciones que éste mantiene con actores extra-estatales?

El tema de las renegociaciones de deuda es especialmente pertinente en este sentido y adquiere una relevancia aún mayor para América Latina. De hecho hay países en los cuales el canje de deuda es un tópico recurrente como en Argentina o Ecuador: al momento de escribir esta tesis ambos Estados acordaron un canje de deuda con distintos acreedores un año atrás. Es justamente esta constante renegociación de la deuda lo que demanda nuevos estudios que den cuenta del modo en que las renegociaciones alteran la posición de un país en el mundo y que expliquen qué variables son los predictores principales de un *default* o de un acuerdo en el canje. Huelga decir que semejantes estudios tienen una importancia mayúscula para los *policy makers* en la medida en la que ofrecen pautas de análisis específicas y reducen el abanico de escenarios esperables una vez que acreedores y representantes del Gobierno central se sientan a negociar.

En este sentido cabe aclarar que la enorme relevancia del tema ha sido acompañada por un desarrollo académico acorde. En efecto, la temática del default, el riesgo país y el resultado de las renegociaciones ha experimentado una evolución notable como área de estudio desde los años '80 hasta la actualidad. Como producto de ello los análisis pasaron de basarse en variables económicas a incluir variables independientes políticas tales como la inestabilidad del gobierno, los anuncios políticos, y el número de actores de veto. En consecuencia, como destaca Trebesch (2018), el aspecto político de la renegociación de las deudas soberanas ha llegado a ser tan importante como (si no acaso *más importante que*) el económico.

Esta mayor complejidad de los estudios vinculados a nuestras preguntas de investigación, no obstante, está lejos de satisfacer muchos interrogantes. Puntualmente, la mayoría de los estudios de economía política vinculados al canje de deudas estatales ha tendido a enfocarse en la explicación de la probabilidad de default y su *proxy* preferido: el aumento en los *spreads* de los bonos estatales. El proceso de renegociación de deuda en sí mismo no ha sido suficientemente abordado y en los estudios que se han aproximado a ello todavía carecemos de comparaciones entre casos con acuerdo y otros en los que el *default* fue el desenlace.

La presente tesis se orienta a cubrir este déficit dando un primer paso en dicha dirección. Partiendo de las preferencias de los actores involucrados y del análisis de los actores de veto como insumos teóricos complementarios nuestro trabajo pretende explicar el (des)acuerdo entre acreedores privados y deudores estatales a partir de variables principalmente políticas. En concreto hipotetizamos que el acuerdo de una renegociación de deuda dependerá de las preferencias del gobierno central y los acreedores así como del grado de veto al que éstas se encuentren expuestas. Si bien los agentes principales en dichas negociaciones son los tenedores de deuda y los representantes del Gobierno central, sostenemos que el análisis de las preferencias es insuficiente por lo que también debe considerarse el grado de veto que pueden ejercer la opinión pública, el Poder Legislativo, los organismos internacionales (más puntualmente el FMI), y el gobierno de Estados Unidos (EE.UU.).

El resto de la tesis se estructura de la siguiente manera. En la próxima sección recapitulamos los principales aportes teóricos en los estudios de economía política respecto a los procesos de renegociación de deuda soberana. Luego detallamos los insumos que constituyen nuestro marco teórico y explicitamos nuestras hipótesis. Afirmamos que el acuerdo y el desacuerdo en una negociación se encuentran fuertemente sujetos tanto a las preferencias de los actores involucrados como al grado de veto que dichos actores enfrenten. Ofrecemos una tipología con tres tipos (Acuerdo, Acuerdo parcial, No acuerdo) a partir de la cual trabajaremos sobre nuestros casos de estudio en nuestra sección de desarrollo (Argentina 2005-2016, Ecuador 1999-2000 y Uruguay 2002-2003). Finalizamos con un resumen de nuestra tesis, la discusión sobre los resultados alcanzados y preguntas de investigación futuras.

## **Capítulo 2. Estado de la cuestión: factores políticos en el estudio de reestructuraciones de deudas soberanas**

En las últimas décadas la literatura vinculada a los defaults soberanos y las reestructuraciones de deudas asociadas a éstos experimentó un avance significativo. En particular, la bibliografía especializada pasó de centrarse en variables puramente económicas a incluir variables políticas como factores explicativos. A esto se agrega la incorporación de las preferencias de los actores al análisis: al tratar los defaults ‘políticos’ los académicos señalaron que la preferencia de los gobiernos por no priorizar el pago de la deuda puede desembocar en un default.

Aportes como el de Putnam (1988) y Tsebelis (2006) son útiles para el estudio de las reestructuraciones. En el caso de Putnam, su ‘metáfora de las dos mesas’ captura lo esencial de las renegociaciones de deuda: para que exista un acuerdo es necesario generar un conjunto ganador no sólo a nivel doméstico sino también en el nivel externo. Tsebelis, por su parte, desarrolló un modelo de actores de veto que fue utilizado en distintos ámbitos de las RR.II. (ver nota 8) aunque de momento su aplicación a las renegociaciones de deuda fue modesta.

Balkan (1992) fue uno de los primeros autores en señalar que la mayoría de los estudios sobre este tipo de procesos se basaban en análisis puramente económicos: de ahí que la probabilidad de default de los deudores fuera explicada sin tener en consideración acontecimientos políticos como elecciones o cambios en el gabinete ejecutivo. En cambio primaron otro tipo de variables en la explicación de los procesos de default tales como la variación en el PBI, las expectativas de crecimiento, el déficit fiscal, y el rol de los *shocks* externos (Nogués y Grandes 2001). Esta falta de consideración de variables políticas también fue observada por Brewer y Rivoli (1990), quienes señalan pocas excepciones a la regla.<sup>1</sup>

Dado que gran parte de los académicos no consiguieron “aislar dimensiones particulares de la inestabilidad” política y en consecuencia “abarcaron una gran variedad de formas de inestabilidad en una única variable” sin ofrecer distinciones entre la multiplicidad de factores políticos (Brewer y Rivoli 1990:359) comenzó a registrarse un mayor interés por parte de la comunidad académica respecto a los

---

<sup>1</sup>Algunos trabajos publicados hacia mediados y fines de la década del '80 incluyen Abdullah (1985), Citron y Nickelsburg (1987), y Feder y Uy (1985).

efectos de la inestabilidad política sobre la probabilidad de default.<sup>2</sup> Por caso, Ganapolsky y Schmukler (2001) observan que los anuncios políticos ejercen un impacto no desdeñable en el mercado de capitales. Nogués y Grandes (2001) hallan un efecto similar al estudiar el impacto que tuvo la renuncia del ministro de Economía Domingo Cavallo sobre el riesgo país para Argentina en 2001.<sup>3</sup>

El efecto de las elecciones como generadoras de incertidumbre en el mercado de capitales también tuvo un lugar relevante en la discusión académica. Pantzalis et al. (2000) llevaron a cabo el primer análisis sobre el impacto de los procesos electorales en el mercado de capitales a nivel global y pudieron corroborar que existe una reacción de los mercados financieros ante nueva información sobre decisiones políticas. De modo similar, Block y Vaaler (2004) proveen evidencia sobre los efectos deletéreos de las elecciones en países en vía de desarrollo al descubrir que tanto las rebajas en los ratings de los bonos soberanos como el aumento de los *spreads* de sus tasas de interés se acentúan en los dos meses previos a las elecciones.

Esta atención creciente a las dinámicas políticas se tradujo en análisis cada vez más específicos durante la primera década del siglo XXI en el cual destacaron dos grupos. El primero de ellos se concentró en el impacto del diseño de gobierno sobre la propensión al default. Bajo la premisa de que “los factores políticos importan, e importan de maneras diferentes” Van Rijckeghem y Weder (2008: 387) observaron que la concentración de poder en manos del Ejecutivo puede conducir a un resultado muy distinto respecto a escenarios en los que existe una mayor cantidad de actores de veto en el sistema político. De allí que las autoras concluyan que existe una mayor propensión al default en sistemas presidenciales que en sus contrapartes parlamentarios. Esta conclusión es compartida por Kohlscheen (2010), quien destaca la importancia de los pesos y contrapesos sobre el poder ejecutivo como una clave para determinar la probabilidad de default. Finalmente, de manera análoga, Saiegh (2009) ofrece evidencia para afirmar que un gobierno de coalición multipartidista

---

<sup>2</sup> Si bien hubo una incorporación creciente de factores políticos, el impacto de los mismos fue observado sobre el spread de los bonos, de modo que las variables políticas fueron consideradas no para explicar el (des)acuerdo entre Estados y acreedores sino para evaluar el riesgo de default que implicaban. Aportes como los de Eaton y Gersovitz (1981), Eaton, Gersovitz y Stiglitz (1986), y Lee (1991) destacaron tempranamente la importancia del componente político en la decisión de *defaultear*. Con todo, el proceso de renegociación en sí mismo continuó siendo desatendido.

<sup>3</sup> Estos autores hablan de “ruido político” (*political noise*) como una variable accesorio en la suma de determinantes del riesgo país. Otros estudios tratan por igual a los factores políticos y económicos, aunque esta característica no parece ser la regla en el ámbito académico.

reduce la probabilidad de reestructuración de deuda en un 19% respecto a gobiernos de partido único.<sup>4</sup>

El segundo grupo de aportes se concentró en el rol de la inestabilidad política. Moser (2007) sostiene que el *spread* en los bonos aumenta durante los días previos a un cambio en la cabecera del Ministerio de Economía. Cuadra y Sapriza (2008) demuestran que las economías que son políticamente inestables experimentan mayores tasas de default, así como mayores niveles de *spread* de bonos soberanos. El rol fundamental de la estabilidad política también es estudiado por Amador (2003), quien encuentra una correlación entre el nivel de estabilidad y el riesgo de default.<sup>5</sup>

Se ve entonces que no existe una discusión extensa sobre cómo las preferencias de los actores y las eventuales barreras que enfrentan impactan sobre los desenlaces de las renegociaciones de deuda soberana. Es cierto que se reconoció la existencia de ‘defaults políticos’ (Sturzenegger y Zettelmeyer 2005; Tomz y Wright 2007; Díaz-Cassou et al. 2008; Van Rijckeghem y Weder 2008; Hatchondo y Martínez 2010) y de distintos tipos de deudores (‘*market friendly*’ y hostiles) que pueden aumentar la probabilidad de default incluso en circunstancias ‘normales’. No obstante, no queda claro cómo las preferencias de acreedores y deudores impactan en el desenlace de una renegociación ni el rol que desempeñan los vetos existentes en el sistema político puesto que fue el riesgo de default (y no los distintos tipos de desenlaces) el objeto de estudio privilegiado.

El Cuadro 1 que se presenta a continuación ofrece un resumen de los estudios que acabamos de referir:

---

<sup>4</sup> Incluso en un estudio tan reciente como el de Ignacio Mamone (2020) todavía se discuten los efectos que el tipo de régimen político ejerce sobre las reestructuraciones de deuda soberana. Para el autor, dado que las democracias tienen un mayor nivel de frenos y contrapesos que las autocracias, las primeras experimentan reestructuraciones de deuda más prolongadas que las segundas.

<sup>5</sup> Andritzky et al. (2007) proveen evidencia similar en este sentido. De hecho, según los autores, aunque los *spreads* en bonos globales respondan más a cambios en los ratings y modificaciones en las tasas de interés de EE.UU., todos los anuncios políticos afectan la volatilidad de los mercados de capitales (incrementando así el riesgo de default).

Cuadro 1: Resumen de estudios sobre probabilidad de default vinculados a variables independientes políticas

<b>Variable independiente/Dimensión</b>	<b>Estudios</b>
1) Voluntad de pago (gobierno deudor)	Eaton and Gersovitz (1981), Nunnenkamp y Picht (1989), Lee (1991)
2) Noticias/Anuncios políticos	Ganapolsky y Schmukler (2001), Nogués y Grandes (2001), Martínez y Santiso (2003), Zoli (2005), Moser (2007), Das et al. (2010)
3) Alternancia política (oficialismo-oposición) y elecciones	Pantzalis et al. (2000), Block y Vaaler (2004), Hatchondo y Martínez (2010)
4) Tipo de régimen/Forma de gobierno	Balkan (1992), Saiegh (2009), Van Rijckeghem y Weder (2008), Kohlscheen (2010), Mamone (2020)
5) Comportamiento del gobierno	Alfaro y Kanczuk (2005), Díaz-Cassou et al. (2008), Porzecanski (2017)
6) Incertidumbre/Inestabilidad política	Citron y Nickelsburg (1987), Brewer y Rivoli (1990), Amador (2003), Cuadra y Sapriza (2008), Hatchondo et al. (2009)

Fuente: Elaboración propia

Ver Anexo para una explicación más detallada de los mecanismos causales

Algunos trabajos han realizado un esfuerzo mayor por analizar el proceso de renegociación propiamente dicho. Trebesch (2008) estudia las *demoras* en las reestructuraciones y sugiere que el comportamiento gubernamental y la inestabilidad política son los factores principales al momento de explicar reestructuraciones prolongadas. Para el autor sólo unos pocos casos de default pueden explicarse por la (falta de) voluntad de los gobiernos. Por el contrario, en la mayoría de los casos “las dificultades para formar un nuevo gobierno, las renuncias de miembros claves de gabinete, o los escándalos políticos condujeron a retrasos en las reestructuraciones, tal como lo hicieron las protestas masivas, manifestaciones anti-gobierno y los disturbios en las calles” (Trebesch 2018: 3).

Sus hallazgos se asemejan a los resultados obtenidos por Andreasen et al. (2016), quienes muestran cómo los gobiernos pueden carecer de la capacidad política para hacer frente a los prestamistas extranjeros en tiempos de inestabilidad y presión

doméstica. El default, entonces, puede ser ‘político’ si existe una *falta de capacidad* de los gobiernos para poder alcanzar un acuerdo de reprogramación de pagos.<sup>6</sup>

A pesar de estos avances existe una triple carencia en la literatura. Primero, no hay una mirada global de los distintos actores de veto en el proceso de renegociación. Segundo, la mayoría de estos estudios se preocupa más en comprender qué afecta el *spread* de bonos soberanos que en estudiar las variables que explican los distintos resultados de las renegociaciones.<sup>7</sup> Tercero, si bien ha habido una mención al hecho de que los gobiernos pueden preferir no pagar sus deudas, no ha sido suficientemente explicado cuáles son las preferencias de los acreedores ni cómo interactúan estas preferencias con los vetos existentes. Estos puntos impiden una mejor comprensión de los procesos de reestructuración de deudas soberanas, por lo que retomamos la teoría de actores de veto y las preferencias de los actores principales (gobiernos y acreedores) como insumos teóricos complementarios para hacer frente a estos déficits.

Por un lado, el modelo de actores de veto de George Tsebelis (2006) es una referencia ineludible para analizar los obstáculos que los gobiernos y acreedores pueden enfrentar al momento de renegociar títulos de deuda pública.<sup>8</sup> Siguiendo a Tsebelis (2006:27), definimos a los jugadores con veto como “actores individuales o colectivos cuyo consenso es necesario para un cambio del *statu quo*”. Estos actores han sido estudiados separadamente en la literatura. Por caso, Kohlscheen (2010) y Van Rijckeghem y Weder (2008) estudian el poder de los parlamentos como un contrapeso a las decisiones del Ejecutivo. Shay Kamalani (2008) analizó el rol que desempeñó el gobierno de los EE.UU. para torcer el rumbo de la renegociación argentina en 2005. Stone (2008a y 2008b) sigue una línea de estudio similar al estudiar el vínculo entre EE.UU. y el FMI y el poder que éstos pueden ejercer sobre los soberanos.<sup>9</sup>

---

<sup>6</sup> Trebesch (2018) argumenta que las crisis de gobierno, renuncias, y manifestaciones callejeras son disruptivas al momento de alcanzar un acuerdo rápido. Así la evidencia sugiere que los gobiernos que enfrentan una crisis tienen una probabilidad menor de solucionar la reestructuración rápidamente.

<sup>7</sup> Esto explica que los casos ‘exitosos’ de renegociaciones de deuda hayan pasado a un segundo plano en la literatura especializada así como la postura de los acreedores.

<sup>8</sup> El carácter ineludible del trabajo de Tsebelis se debe a su aplicación a los campos más variados de las RR.II. Al respecto ver por ejemplo O’Reilly (2005), Henisz y Mansfield (2006), Hymans (2011), Lupu (2015), Allee y Elsig (2017), y Peritz (2020).

<sup>9</sup> Algunos estudios vinculados incluyen a Simpson (2006), Díaz-Cassou et al. (2008), Buchheit y Mitu Gulati (2018) y Hagan (2020).

Por otro lado, el análisis de las preferencias también es relevante para comprender los posibles desenlaces de las reestructuraciones de deuda soberana. En este punto es pertinente destacar el hallazgo de Nelson y Steinberg (2018:12), quienes afirman que los factores políticos y económicos, no los cálculos costo-beneficio, parecen determinar si los individuos apoyan el pago de la deuda externa o no. La aprobación presidencial y la identificación partidaria proveen los predictores más robustos sobre las preferencias respecto al pago de la deuda externa. (...) Estos hallazgos indican que los individuos siguen a las elites partidarias al momento de formar sus opiniones sobre temas complicados.

Es decir, los gobiernos cuentan con preferencias respecto al pago de deuda que se trasladan a la sociedad civil. Es esto lo que explica la posibilidad de ‘defaults políticos’ que no estén económicamente fundamentados, ya que dependen de las preferencias o prioridades que los gobiernos establezcan respecto al pago de deuda.

En contrapartida también podemos señalar el estudio de las preferencias de los acreedores. Aunque no existe una literatura extensa al respecto, diversos trabajos han referido las preferencias de los inversores respecto a un default (Fisch y Gentile 2004, Pitchford y Wright 2012, Buchheit 2013, Alfaro 2014, Buchheit y Mitu Gulati 2017). En general se entiende que los inversores pueden tener distintas preferencias debido a la diferencia en sus perfiles de inversión y exposición a los títulos de deuda pública, pero la propia literatura sobre preferencias de los acreedores indica que normalmente la preferencia de éstos implica llegar a algún tipo de acuerdo.

En resumen, si bien ha existido un avance significativo en la literatura y ciertas variables políticas han ganado terreno en la explicación de los defaults, la triple carencia referida anteriormente impide una mejor comprensión sobre los mecanismos causales que explican los posibles desenlaces de una renegociación, sea un default o no. Para dar una mejor respuesta a este interrogante precisamos comprender cómo las preferencias y el poder de veto de los actores conducen a resultados distintos en reestructuraciones soberanas. Nuestro marco teórico se orienta en este sentido.

## **Capítulo 3. Marco teórico: preferencias y actores de veto en el estudio de reestructuraciones de deuda soberana**

Una renegociación de deuda soberana enfrenta *grosso modo* a dos actores: gobiernos y acreedores. Analizar las preferencias de ambos ofrece claves indispensables para comprender el resultado de una renegociación. En este capítulo identificamos en primer lugar las preferencias de estos actores (primer y segundo apartado) y luego desarrollamos nuestros argumentos principales respecto al rol de los actores de veto (tercer apartado). El cuarto y último apartado combina ambas teorías (preferencias y poder de veto) con el fin de ofrecer una tipología que permita analizar los desenlaces de las reestructuraciones de deuda soberana.

### *3.1 Las preferencias de los gobiernos*

Durante las negociaciones de deuda las ideologías influyen en las preferencias de los gobiernos. Un gobierno cuya ideología va del centro hacia la derecha se comportará en la negociación de manera distinta a un gobierno cuyo espectro ideológico va del centro hacia la izquierda. Aunque entendemos que estos rótulos pueden ser amplios tomamos la definición de Levitsky y Roberts (2011) para trazar una línea entre ambos polos, cuyo umbral es el *tipo de ideas económicas* que el partido o coalición de gobierno tenga. Según estos autores “lo que distingue a las fuerzas de izquierda de otras fuerzas no-izquierdistas es la centralidad programática de las políticas redistributivas” (Levitsky y Roberts 2011:5).

Siguiendo esta línea entendemos que los dos principales tipos de gobiernos identificados tienen un orden de prioridades marcadamente distinto. En el caso de un gobierno de centro-derecha lo más probable es que se anteponga la estabilidad macroeconómica y la atracción de inversiones para sostener el crecimiento a cualquier tipo de consideración redistributiva. Es este orden de prioridades que mira ‘de afuera hacia adentro’ lo que explica que los mercados reaccionen positivamente ante los triunfos electorales de gobiernos de centro-derecha, ya que éstos implementan agendas de liberalización económica y promueven la inserción de los soberanos en los mercados de capitales (Campello 2015).

Un gobierno de centro-izquierda, por el contrario, tendrá un orden de preferencias ‘de adentro hacia afuera’. Es decir, de acuerdo con Levitsky y Roberts (2011), la ideología de estos gobiernos dicta que la redistribución de recursos a nivel interno prima sobre la transferencia de recursos a sectores externos (como lo es el pago de intereses de títulos de deuda pública). Sólo una vez que un gobierno tal considera que está en posición de pagar a los acreedores extranjeros dedica recursos a este fin. No obstante, como su foco prioriza el ámbito interno, la consecuencia lógica ante el triunfo electoral de una fuerza de centro-izquierda es una (mayor) fuga de capitales y ataques especulativos (Campello 2015).

Entonces, si bien todos los gobiernos tienen incentivos a acordar ya que un default cierra el acceso al mercado de capitales (Buchheit 2013), las diferencias entre las ideas económicas que estos polos exhiben conducen a negociaciones muy distintas. Dadas estas diferencias, la probabilidad de que las preferencias de un gobierno de centro-derecha converjan con las de los acreedores es mucho más alta que las de un gobierno de centro-izquierda, lo que explica la desconfianza inicial de los mercados ante un gobierno de centro-izquierda que asume el poder (Campello 2015).

Así, un gobierno de centro-derecha procura enviar ‘señales’ a los acreedores de que está haciendo todo lo posible para ofrecer una solución razonable en la renegociación mientras que un gobierno de centro izquierda no considera que esto es necesario y de hecho las medidas que tome probablemente envíen señales en el sentido contrario. Consecuentemente, esta divergencia en el orden de las preferencias conduce a resultados distintos: mientras que un gobierno de centro-derecha probablemente enfrente una negociación más corta, menos hostil, y con mayores chances de llegar a un acuerdo, un gobierno de centro-izquierda probablemente enfrente una negociación más larga, más hostil, y con menos chances de acordar.

### *3.2 Las preferencias de los acreedores*

Ante esta característica del gobierno central, los acreedores también cuentan con dos rasgos distintivos básicos que afectan sus preferencias. Sostenemos que si bien existen numerosos tipos de acreedores la distinción primaria de preferencias a la hora de negociar una deuda con un gobierno se da entre los acreedores de riesgo bajo a medio y los acreedores de alto riesgo.

Fisch y Gentile (2004) apuntan que los bonos soberanos son detentados por un amplio abanico de inversores: bancos comerciales (grandes y pequeños), bancos locales, bancos de inversión, fondos de pensión, fondos mutualistas, fondos de retail, fondos de cobertura, compañías no-financieras, e inversores de retail. Aunque todos estos inversores difieren en su exposición a los bonos soberanos, los ambientes regulatorios en los que operan, la relación que mantienen con los deudores, y su grado de involucramiento en los mercados de capitales internacionales (Fisch y Gentile 2004) la opción del litigio está vedada a un selecto grupo de actores dadas las enormes dificultades que este proceso lleva asociadas (Alfaro 2014).<sup>10</sup> Es por ello que afirmamos que cuando entre los acreedores exista una mayoría de inversores de bajo y mediano riesgo habrá mayor propensión a que la negociación termine en un acuerdo y a evitar el litigio.

Si por el contrario hubiese una mayoría de fondos de alto riesgo ('buitres' en la jerga financiera), éstos seguirán una estrategia de negociación maximalista. En este caso más extremo lo más probable es que los acreedores rechacen las modificaciones propuestas por los estados soberanos y las negociaciones se demoren con un alto riesgo de que las mismas fracasen y se resuelvan en la justicia. Este tipo de acreedores han sido ampliamente descritos en la literatura sobre reestructuraciones de deuda: su estrategia básica es comprar bonos defaulteados o próximos a entrar en default en el mercado secundario a precios muy bajos con el objetivo de litigar y exigir el pago del valor nominal (Miller y Thomas 2006, Buchheit 2013, Muse-Fisher 2014, Strickland 2014, Todd 2015, Torija Zane 2016, Val 2017, Lequesne Roth 2018, Gohil 2020).

En otros términos, mientras que los fondos de alto riesgo toleran mejor el default, los fondos de riesgo medio y bajo (fondos institucionales y de retail) no están normalmente en condiciones de afrontar dicho proceso. Esto conlleva a que los primeros prefieran no acordar y reclamar el valor nominal de los bonos aun cuando

---

<sup>10</sup> Alfaro (2014) señala entre otros puntos i) la necesidad de contar con conocimiento experto y estar en posición de poder cubrir los gastos del litigio; ii) la presión que sufren los fondos por parte de sus inversores para cumplir con un mandato determinado -esto es, un retorno sobre las inversiones de aquéllos-, y la iliquidez de los bonos soberanos *defaulteados* o en riesgo de default; y iii) las presiones regulatorias a las que pueden quedar expuestos así como los costos reputacionales que un fondo sufre al ser acusado de "buitre" por medio de campañas de desprestigio.

hacer efectivo un fallo judicial contra un soberano sea difícil (Buchheit y Mitu Gulati 2017)<sup>11</sup> en tanto el segundo grupo prefiere llegar a algún acuerdo con los soberanos.<sup>12</sup>

En breve, mientras que una configuración de acreedores que incluya mayoritariamente inversores de riesgo bajo a medio implica una preferencia marcada por el acuerdo, un *pool* de acreedores que sean mayoritariamente de alto riesgo apuntala la preferencia por no acordar. Esto es así porque el litigio, a pesar de sus desventajas, es la estrategia que asumen desde un primer momento los fondos ‘buitre’.

### 3.3 El poder de veto como explicación de las reestructuraciones de deuda

Las preferencias de los actores que negocian son útiles para comprender el resultado probable de una renegociación de deuda. Sin embargo, para dar cuenta del resultado necesitamos incluir una dimensión analítica que considere el peso del poder de los actores ya que las preferencias de éstos pueden resultar insuficientes para explicar el desenlace de una reestructuración.

Los actores con veto pueden *impedir* que un cambio se produzca, siendo dicho cambio sólo posible en puntos en los cuales las preferencias de tales actores coincidan. Si esto no ocurriera, entonces no se podría modificar el statu quo y se produciría un default ya que la inacción mantendría los términos de deuda que no pueden ser cumplidos. Entendido así, gobiernos y acreedores deben acordar en un punto que satisfaga no solo sus preferencias sino también la de los actores de veto implicados para alcanzar un acuerdo. ¿Pero quiénes serían estos actores?

Ya mencionamos que tenemos dos actores enfrentados entre sí: el gobierno central de un país y los acreedores privados.<sup>13</sup> Sin embargo, estos actores no se encuentran

---

<sup>11</sup> Existe un debate académico en torno al grado de litigio en la reestructuración de deudas soberanas. Aunque aquí seguimos la postura de autores como Buchheit (2013), Alfaro (2014) o Buchheit y Mitu Gulati (2017) cabe señalar otros autores como Val (2017), Anand y Gai (2018), Lesquesne Roth (2018), y Nemiña y Val (2018), quienes ponen el acento sobre la creciente utilización de las cortes como medio de resolución de las reestructuraciones soberanas.

<sup>12</sup> Precisamente, el hecho de que las reestructuraciones de deuda demanden mucho tiempo es un factor sorprendente para autores como Pitchford y Wright (2012:812), quienes notan que “los deudores soberanos enfrentan una interrupción en su acceso al mercado global de capitales, mientras que los acreedores sufren grandes pérdidas en el valor de sus inversiones”. Este reconocimiento de un escenario ‘lose-lose’ reafirma la preferencia de llegar a un acuerdo antes que litigar.

<sup>13</sup> Nótese que nuestra tesis restringe el alcance de la investigación a acreedores privados. Si bien los estados latinoamericanos también contraen deuda a través de préstamos con organismos

en un vacío que nos permitiría analizar la situación como un juego de dos actores que establecen sus preferencias y toman decisiones sin considerar el ambiente que los rodea. Ya que las preferencias de ambos actores pueden ser insuficientes para lograr un acuerdo es necesario estudiar cómo se conforman los distintos conjuntos ganadores en el ámbito doméstico y el externo (Putnam 1988). Cuatro son los actores relevantes al respecto.

En primer lugar, el Poder Legislativo emerge como un primer actor de veto importante. En efecto, no es indistinto que el Poder Ejecutivo encare una negociación frente a acreedores externos gozando de una mayoría disciplinada en el Congreso que enfrentando una oposición mayoritaria. Por ejemplo, un gobierno de derecha que necesite ofrecer garantías a los acreedores de que determinadas reformas estructurales se llevarán a cabo precisará seguramente de una mayoría que responda a sus preferencias en el Legislativo. Cabe destacar que ésta rama del poder republicano puede actuar como un contrapeso efectivo a su contraparte ejecutiva, moderando su posición y ofreciendo garantías de que los intereses y el principal de los bonos se pagarán en tiempo y forma, lo que reduce la propensión al default (Van Rijckeghem y Weder 2008, Kohlscheen 2010).

En segundo lugar podemos señalar a la opinión pública como un actor de veto que complementa el ambiente en el cual gobiernos y acreedores renegocian la deuda. Recordemos que Trebesch (2018) identifica eventos políticos como las protestas callejeras como una fuente de inestabilidad que termina afectando el proceso de renegociación de deuda pública.<sup>14</sup> De hecho, la popularidad presidencial es una constricción que opera sobre el Poder Ejecutivo ya que éste es el agente principal encargado de determinar el rumbo de un Estado al momento de negociar con los acreedores (Putnam 1988). Un presidente con niveles de popularidad muy bajos puede perder el control de las calles y esto puede conducir a un cese de la renegociación. Por ende esta variable dicotómica (presidente popular vs. presidente impopular) debe ser incluida en el análisis de cualquier reestructuración.

En tercer lugar, incorporamos al FMI como otro actor con poder de veto en las negociaciones Estado-acreedores. Hagan (2020) señala que, ya que en casos de

---

internacionales como el FMI o el Banco Mundial, los procesos de renegociación con estos actores son excluidos.

<sup>14</sup> A modo de ejemplo, este fue el caso de República Dominicana en abril de 1984: el programa discutido entre el gobierno central y el FMI fue abandonado y nunca llegó a implementarse.

reestructuración de deuda soberana no existe ningún marco legislativo que oriente a los actores en torno a la resolución del conflicto, esta ausencia de normatividad es suplida por el FMI. Siguiendo al autor las políticas del FMI no sólo adoptan un rol de marco referencial sino que son capaces de alterar los incentivos tanto de los soberanos incumplidores como de los acreedores a lo largo de todas las etapas que atraviesa una reestructuración.<sup>15</sup> El poder del FMI sobre los soberanos también fue estudiado por Simpson (2006), Díaz-Cassou et al. (2008), y Stone (2008a, 2008b), quienes entienden que el FMI puede ejercer una presión significativa sobre el resultado de una renegociación de deuda.

Finalmente, en cuarto lugar, el rol del gobierno de los EE.UU. no ha sido pasado por alto. Autores como Helleiner (2005), Shay Kamlani (2008), y Buchheit y Mitu Gulati (2018) han dado cuenta del poder de influencia que los EE.UU. tienen sobre los procesos de reestructuración de deuda debido a su posición de accionista mayoritario del FMI. Según Stone (2008a) y Buchheit y Mitu Gulati (2018) esto es especialmente cierto si el soberano deudor es de importancia para la política exterior de EE.UU. De este modo, lograr el favor del gobierno de este país (o generar conflictos con éste) podría tener un impacto notable sobre el desenlace de una renegociación.

En resumen, si bien consideramos las preferencias de los gobiernos y los acreedores, incluimos en nuestro análisis al Poder Legislativo, la opinión pública, el FMI, y el gobierno de los EE.UU. como actores de veto. ¿Pero cómo interactúan las preferencias de los actores principales (gobiernos y acreedores) y estos actores de veto sobre el desenlace de una renegociación de deuda? La siguiente sección expone nuestro argumento e hipótesis.

---

<sup>15</sup> Para Hagan (2020) se pueden identificar tres etapas: el inicio de la negociación, el desarrollo propiamente dicho de la misma, y el acuerdo. En la etapa de inicio el FMI tiene influencia en la medida en la que su opinión técnica sobre la sustentabilidad de la deuda de un soberano configura las expectativas de los acreedores y obliga al deudor a referir a los informes que pudieran ser emitidos por el FMI. En la etapa siguiente, el FMI, por su política de préstamos en mora (LIA, por sus siglas en inglés - *lending into arrears*) puede “tornar claro a los acreedores que el Fondo está preparado para continuar proveyendo soporte financiero al deudor” (Hagan 2020:6). Esto obliga a los acreedores a considerar la posibilidad de default como cierta ya que el FMI podría suplir parcialmente la pérdida de acceso a los mercados de capitales. Finalmente, en la etapa de acuerdo o “cierre”, Hagan indica que el FMI aboga por establecer provisiones contractuales que disminuyan tanto como sea posible comportamientos oportunistas propios de los *free riders*.

### 3.4 Preferencias y actores de veto en el estudio de reestructuraciones de deudas soberanas

La combinación entre las preferencias de un gobierno -redistribución interna (centro-izquierda) vs. arreglo con los acreedores (centro-derecha)- y las de los inversores -acordar (inversores de riesgo bajo/medio) vs. litigar (inversores de alto riesgo)- generan 3 tipos ideales de resoluciones posibles. El Cuadro 2 que presentamos a continuación resume nuestro argumento:

Cuadro 2: Posibles desenlaces de una renegociación

		Acreedores	
		Mayoría de inversores de riesgo bajo/medio	Mayoría de inversores de riesgo alto
Gobierno Central	Partido de centro-derecha	A) Acuerdo	B) Acuerdo/Acuerdo parcial/(No acuerdo)
	Partido de centro-izquierda	C) (Acuerdo)/Acuerdo parcial/No acuerdo	D) No acuerdo

Fuente: elaboración propia

Los términos “Acuerdo”, “Acuerdo parcial” y “No acuerdo” pueden parecer ambiguos, razón por la cual requieren una definición. Frente a esto podríamos considerar los propios términos de los contratos como la medida de acuerdo/desacuerdo de una reestructuración en particular. Con todo, creemos que la mejor definición se halla en la experiencia histórica de este tipo de negociaciones.

Bi, Chamon, y Zettelmeyer (2013) señalan que entre fines de los ‘90 y principios de los años 2000, las reestructuraciones se encararon en su mayor parte relativamente rápido y con altos niveles de participación de los acreedores (por encima del 90 por cien). Así, los casos de Ucrania (1998-2000), Pakistán (1999), Rusia (1999/2000), Ecuador (2000), Uruguay (2003), entre otros, apoyan la idea de que el acuerdo prevalece incluso frente a la existencia de fondos que buscan litigar (siempre que éstos sean minoritarios). Por esta razón, dada la escasez de reestructuraciones que caigan por debajo del 90% de aceptación, es que catalogamos de “acuerdo” toda

renegociación que supere este umbral. El término “no acuerdo” queda reservado a un rechazo de la oferta que o bien no llega siquiera a concretarse o bien es rechazada por la mayoría de los inversores (50% o más). La categoría de “acuerdo parcial” es utilizada para describir un estado en el cual si bien se consigue una mayoría de *holdings*, éstos no llegan a representar el 90% de la deuda elegible.

Si observamos el Cuadro 2 de izquierda a derecha y de arriba abajo, veremos que el primer escenario (A) será un caso de renegociación con acuerdo. Esta situación es esperable dado que ambas preferencias operan en un mismo sentido: un partido de derecha con ideas pro-mercado (*market friendly*) negocia con una mayoría de acreedores de riesgo bajo/medio con preferencia a acordar. Ya que dicho gobierno no negocia con inversores que adoptan una estrategia agresiva (litigar) y en cambio se enfrenta a acreedores que necesitan y prefieren llegar a algún tipo de acuerdo, existe un margen de maniobra más amplio que permite que un gobierno de centro-derecha tenga una negociación menos conflictiva en la cual los distintos actores de veto tengan menor probabilidad de ejercer una presión significativa.

Esto no sucede en el escenario B, en el cual tenemos un gobierno de centro-derecha que negocia con un conjunto de inversores que son mayoritariamente agresivos en sus demandas. Si bien el orden de preferencias de un gobierno de centro-derecha dicta que atender el frente externo es más importante que el frente interno, las exigencias de los acreedores por el pago nominal de los bonos podría conducir a un mayor rechazo doméstico al acuerdo. De este modo, la agresividad de los inversores implicaría una activación de los vetos internos que obstruyan la prioridad que un gobierno de centro-derecha concede al arreglo de la reestructuración.

Este escenario más complejo abre un abanico donde nuestros tres tipos son posibles, aunque con distintos grados de probabilidad. En primer lugar, la renegociación podría llegar a un acuerdo a pesar de la preferencia de los fondos ‘buitre’ por litigar. Una razón para explicar este resultado está ligado a la alternancia electoral: los fondos de alto riesgo pueden contar con un fallo favorable, pero a la vez son conscientes de que la salida de un gobierno de centro-derecha y su reemplazo por una fuerza de centro-izquierda empeoraría sus perspectivas para cobrar los intereses adeudados así como el valor nominal de los bonos. En este

sentido podría ocurrir que estos fondos relajen sus demandas como una preferencia *second best* ante la perspectiva que un gobierno de centro-izquierda asuma el poder y eche por tierra los avances obtenidos en la renegociación.

En segundo lugar, dado que las exigencias de los acreedores de alto riesgo podrían elevar sensiblemente los costos de un acuerdo para un gobierno de centro-derecha, una posibilidad es que el poder de los actores de veto (pérdida de popularidad y protestas en las calles) fuerce al Poder Ejecutivo a rebajar los términos de su oferta. Un acuerdo parcial podría ser el desenlace en este escenario dependiendo de cómo se vean modificadas las preferencias de los inversores. En efecto, podría ocurrir que algunos inversores consideren que el gobierno está haciendo un esfuerzo genuino y terminen por aceptar la oferta mientras que otros perciban lo contrario (es decir, que el gobierno utiliza la situación doméstica a su favor para reducir la carga de la deuda). Consecuentemente la diferencia en la percepción del grado de veto que el Ejecutivo enfrenta podría llevar a un acuerdo parcial ya que las preferencias de los fondos ‘buitre’ (litigar) dejan de ser homogéneas: algunos aceptan la oferta y otros no, sin llegar a un 90% de aceptación.

En tercer lugar, esta misma lógica podría conducir a una falta de acuerdo. Ya sea porque los fondos de alto riesgo consideran que el gobierno está exagerando sus limitaciones o porque efectivamente los actores de veto hagan caer la oferta, ambas partes no consiguen un umbral mínimo de acuerdo. Ubicamos este resultado entre paréntesis por ser *a priori* el menos probable. Como mencionamos, la expectativa de un recambio electoral podría conducir a los inversores de alto riesgo a considerar la oferta de un gobierno *market friendly* como la mejor alternativa posible, más allá de que dicha oferta sea aceptada por más del 90% (acuerdo) o no (acuerdo parcial). La ausencia de acuerdo es una posibilidad, pero la menos probable de las tres.<sup>16</sup>

El razonamiento previo es similar en el escenario C. En este escenario negocian un gobierno de centro-izquierda que privilegia la redistribución interna de recursos

---

<sup>16</sup> La paradoja señalada por Putnam (1988) ayuda a comprender mejor este escenario. Un Poder Ejecutivo que cuenta con amplio respaldo doméstico es más propenso a ser presionado ya que los inversores perciben esta fortaleza y juzgan que el gobierno está en condiciones de pagar. Por el contrario, una situación de debilidad interna podría conducir al Ejecutivo a tener más margen en la mesa de negociación externa bajo el argumento de que preferiría aceptar las demandas de los inversores pero esto le resulta imposible a nivel interno. Como la asunción de un gobierno de centro-izquierda empeora la consecución de sus intereses, los inversores pueden terminar por ceder en sus pretensiones frente a esta debilidad del presidente.

más que atender las demandas externas con una mayoría de acreedores de bajo riesgo propensos a aceptar costos a cambio de evitar (o de prolongar) la suspensión de pagos. Nuevamente hay tres escenarios posibles.

En primer lugar podría haber un acuerdo (aunque sea el escenario menos probable). A diferencia del escenario A, esta vez contamos con un gobierno cuyas preferencias ubican el acuerdo en la renegociación como algo deseable pero supeditado a las exigencias redistributivas a nivel doméstico. Esto puede conducir a una renegociación hostil y prolongada que termine por activar actores de veto externos (FMI y el gobierno de los EE.UU.) que acudan en auxilio de los acreedores y fuercen al gobierno a mejorar su oferta de modo tal que alcance el 90% de aceptación. Dicho escenario sería mucho más probable si el gobierno en cuestión se encuentra necesitado de financiamiento al momento de iniciar la renegociación.

En segundo lugar, la renegociación podría desembocar en un acuerdo parcial. En caso de que el FMI y el gobierno de los EE.UU. sean incapaces de forzar una solución distinta a la preferida por el gobierno de centro-izquierda, una mayoría de acreedores podría terminar por aceptar la oferta ya que sus preferencias dictan que llegar a algún tipo de acuerdo es mejor que un default. A pesar de ello, la oferta del gobierno podría ser tan agresiva que no consiga llegar al umbral históricamente frecuente de más del 90% de aceptación incluso ante la preferencia de los inversores de riesgo bajo/medio por acordar.

En tercer lugar, el 'no acuerdo' es una categoría probable (aunque menos que en el escenario D) si la estrategia del gobierno (ante la ausencia de vetos) es tan hostil que hasta la preferencia del *pool* de acreedores por acordar es dejada de lado en vista de los términos ofrecidos por el gobierno. Otra alternativa sería que los vetos del FMI y el gobierno de los EE.UU. a la oferta del gobierno sean tan fuertes que éste termine por retirarse de la mesa de negociación y elegir el default con el fin de impulsar el apoyo doméstico. El default se convierte así en una opción atractiva para un gobierno de centro-izquierda que busca reforzar el apoyo de su electorado.

El último escenario posible (D) es el opuesto al escenario A. Si en los dos escenarios previos teníamos 'preferencias cruzadas' que operaban en sentidos contrarios, aquí chocan dos posturas que negocian en el sentido de no acordar. Aquí tenemos un gobierno de centro-izquierda que relega el pago de deuda como prioridad

de su agenda contra una mayoría de fondos ‘buitre’ que prefieren litigar y son más exigentes que sus contrapartes en el escenario C. El desenlace esperable es un default con casi nula probabilidad de acuerdo, sobre todo si los inversores tienen expectativas de una alternancia electoral que ubique a un gobierno más afín a sus preferencias en el poder y termine haciendo efectivo su reclamo (escenario B).

Considerando todo lo anterior presentamos las siguientes hipótesis a corroborar:

*Hipótesis 1: A medida que las ideas económicas del gobierno central se desplazan del centro a la derecha y de que la composición del pool de acreedores sea mayoritariamente de bajo riesgo aumenta la propensión al acuerdo (Escenario A).*

*Hipótesis 2: A medida que las ideas económicas del gobierno central se desplazan del centro a la izquierda y de que la composición del pool de acreedores sea mayoritariamente de alto riesgo aumenta la propensión al default (Escenario D).*

Hechas estas aclaraciones respecto a cómo se complementan las preferencias de los gobiernos y los acreedores con los actores de veto que identificamos estamos en condiciones de continuar. El siguiente paso consiste en la justificación del enfoque metodológico y los casos seleccionados.

## **Capítulo 4. Selección de casos y enfoque metodológico: las reestructuraciones de Argentina, Ecuador y Uruguay**

La selección del estudio de caso como estrategia de investigación no podría ser menos azarosa. El aporte de Yin (1994) es frecuentemente citado para proponer una definición del estudio de caso, que puede entenderse como “una investigación empírica de un fenómeno contemporáneo, tomado en su contexto, en especial cuando los límites entre el fenómeno y el contexto no son evidentes” (Yin 1994:13).

Como se ve, la definición ofrece la primera razón para aplicar esta estrategia de investigación a nuestra tesis: las renegociaciones de deudas soberanas (el fenómeno) no pueden pensarse lejos de la realidad política doméstica y el posicionamiento geopolítico de un país (el contexto). A esta primera razón se suma el hecho de que son los casos en sí los que motorizan el interés de la investigación. Kazez (2009) resume este segundo punto al afirmar que

el estudio de caso consiste en el abordaje de lo particular priorizando el caso único, en donde el estudio del mismo *es definido por el interés que éste inspira*, mientras que el diseño metodológico del estudio es *secundario*. (...). Lo que motoriza la inclusión del o los casos es *la pregunta y el objetivo de la investigación* (Kazez 2009: 2, cursiva nuestra)

Puesto que nuestro trabajo pretende explicar el desenlace de procesos de renegociación de deuda entre Estados y acreedores privados, elegimos un caso por el interés que éste representa antes que guiarnos por los métodos de investigación que puedan ser utilizados (Stake 1994).<sup>17</sup>

La pertinencia del estudio de caso como estrategia es reforzada por los criterios de recomendación planteados por Yin (1994). Para el autor hay tres condiciones que hacen deseable el uso de esta aproximación: i) el interés en responder a preguntas vinculadas al ‘¿cómo?’ y al ‘¿por qué?’; ii) el escaso control del investigador sobre los fenómenos a estudiar; y iii) el carácter contemporáneo de los fenómenos a estudiar. Podemos decir, yendo en orden inverso, que la reestructuración de deudas soberanas dista de ser un fenómeno del pasado; que este fenómeno no tiene posibilidad alguna de ser estudiado de manera experimental; y que nuestro estudio no

---

<sup>17</sup> Ya hemos visto en nuestra cita previa que son las preguntas de investigación y el objetivo de la misma lo principal para este tipo de estrategia. Kazez (2009:2) insiste en el punto referido por Stake (1994) al afirmar que “para el estudio de caso, el tema y el planteo del problema de la investigación resultan centrales, mientras que el diseño de investigación pasa a un segundo plano”.

se aboca al ‘¿qué?’ sino a la comprensión de las causas que provocan determinados resultados en las reestructuraciones de deuda.<sup>18</sup>

Como aclaración ulterior, estamos de acuerdo con Macluf et al. (2008) en evitar la jerarquización de las distintas estrategias de investigación. En palabras de los autores esto “ha favorecido la idea errónea de que el estudio de caso es una estrategia preliminar y no puede ser usado para describir o probar hipótesis de investigación” (Macluf et al. 2008:8). En efecto, si bien reconocemos los límites que presenta el estudio de caso como estrategia, sostenemos que ningún método de investigación está exento de fallas y que descartar al estudio de caso como herramienta para probar hipótesis carece de suficiente fundamento.<sup>19</sup>

Vale hacer estas aclaraciones puesto que el estudio de caso no ha sido ajeno a críticas que le cuestionan su falta de rigurosidad, la ausencia de bases para la generalización, y la excesiva amplitud de los mismos (Arias Vargas et al. 2016). A pesar de esto, y a modo de resumen, afirmamos que por la naturaleza de nuestras preguntas de investigación así como por el tipo de fenómeno a estudiar la selección de casos y el empleo de técnicas cualitativas es la manera más adecuada de proceder para poner a prueba las hipótesis generadas en la sección precedente. Por qué elegimos los casos de Argentina, Ecuador y Uruguay, y qué técnica de recolección de datos emplearemos será desarrollado en el siguiente apartado.

#### *4.1 Justificación de la selección de casos y técnicas a emplear*

Nuestro muestreo será de tipo no probabilístico puesto que no se conocen las probabilidades de cada elemento que conforma nuestro universo de ser incluido en la muestra. A esto se suma que el subtipo de muestreo será ‘intencional’ ya que la selección de casos se basará en el criterio del investigador, con la expectativa de que

---

<sup>18</sup> Al respecto vale decir que no ignoramos los límites de nuestro trabajo. Yin (1994) sostiene que los estudios de caso están emparentados con los estudios históricos en la medida en la que ambos comparten técnicas de recolección de datos. Con todo, la diferencia fundamental entre ambos estriba en que los primeros permiten una observación directa de los eventos así como la posibilidad de entrevistar sistemáticamente a los participantes, técnica que no es incluida en nuestra tesis.

<sup>19</sup> El propio Lijphart (1971) plantea que existen subtipos particulares de estudios de caso (‘generadores de hipótesis’ y ‘confirmadores/discutidores de teoría’) que permiten justamente producir nuevas conjeturas y corroborar o refutar aquéllas ya existentes en un campo de estudio determinado.

los casos seleccionados sean ‘típicos’ de alguna problemática particular (Padua 1979).<sup>20</sup>

En lo que respecta a la técnica de recolección de datos hemos decidido recurrir a fuentes secundarias para probar nuestras hipótesis de trabajo. La información sobre nuestras variables políticas será extraída de fuentes vinculadas a organismos internacionales, prensa, y literatura especializada. Esta decisión está en línea con el planteo de Yin (1994), quien recuerda que los estudios de caso suelen ser investigaciones de tipo cualitativo. En cuanto al recorte temporal a emplear observamos el período comprendido entre el mes previo al anuncio del default y el mes posterior a la resolución (canje de deuda).

Finalmente, antes de explicar por qué seleccionamos a Argentina, Ecuador y Uruguay como casos de estudio, vale destacar que las unidades de análisis no serán estos países en sí sino las renegociaciones de deuda en un contexto de ‘coyuntura crítica’. En otros términos, todas las reestructuraciones que se desarrollan en los capítulos subsiguientes son “puntos de decisión donde una opción particular es adoptada entre dos o más alternativas” considerando que dichas coyunturas críticas son momentos de “indeterminismo estructural relativo en el cual los actores dan forma a los resultados de manera más voluntarista de lo que las circunstancias normales lo permiten” (Mahoney 2002, citado en Capoccia 2016:3). Como hemos visto, los actores principales tienen dos preferencias que hacen más o menos probable el acuerdo y éstas revisten una importancia mayor en la medida en la que suceden durante una renegociación que determinará el futuro (Capoccia 2016).

Respecto a los casos salta a la vista que Argentina, Ecuador y Uruguay tienen una conexión con la reestructuración de deudas soberanas. En efecto, tanto dentro como fuera del ámbito académico, los dos primeros países fueron y son considerados como casos fallidos de estabilidad macroeconómica, por lo que las renegociaciones con los acreedores privados y organismos internacionales como el FMI son más recurrentes

---

<sup>20</sup> Esta característica presenta una limitación adicional a la referida en nuestra nota 18: el análisis de los casos que presentamos en esta tesis no serán generalizables estadísticamente. Esto es indicado por Jiménez Chaves y Comet Weiler (2016:4) al decir que “es claro que los estudios de casos no representan a una muestra de una población o de un universo concreto (...) sino a proposiciones teóricas, ya que el objetivo del investigador es ampliar y generalizar teorías (...) y no enumerar frecuencias”. Así, la selección de los casos servirá como apoyo y como ejemplos típicos para intentar comprender la problemática más amplia del fenómeno de reestructuración de deudas soberanas y no como prueba definitiva de enunciados o hipótesis generalizables al universo de casos.

que en el resto de la región. Uruguay, por el contrario, ha sido constantemente referido como un caso de renegociación ‘exitosa’ que le permitió al país iniciar un camino de estabilidad sostenida a largo plazo.<sup>21</sup>

La historia de los defaults argentinos se remonta hasta principios del siglo XIX, puesto que el primer *crash* bursátil del Estado argentino data de 1827. La repetida historia de defaults ha llevado a algunos analistas a considerar a la Argentina como un “defaulteador serial”<sup>22</sup> y esto ha sido así no sólo en el ámbito doméstico sino que también es el caso para analistas internacionales y agencias periodísticas extranjeras.<sup>23</sup>

Esta caracterización de Argentina como un defaulteador reiterativo encontró eco en el ámbito académico. Por ejemplo, el trabajo de Damill, Frenkel y Rapetti (2005:2) asegura que escribir un trabajo sobre “el estudio de la deuda externa argentina no requiere justificación [ya que] por cerca de tres décadas la deuda fue casi ininterrumpidamente una de las preocupaciones centrales de la política económica”. Los autores señalan que por este motivo Argentina es incluida en el grupo de ‘defaulteadores seriales’ que sufren de intolerancia a la deuda (*debt intolerance*), síntoma de características inherentes de la estructura económica del país así como de la conducta irresponsable de los gobiernos argentinos.<sup>24</sup>

---

<sup>21</sup> Sin ir demasiado lejos, la referencia a la ‘salida uruguaya’ fue un recurso constante en el debate público en Argentina en medio de la última renegociación con los acreedores externos. Esto fue así no sólo porque en el caso de Uruguay la quita de deuda se percibió como baja para los acreedores sino también porque permitió una estabilidad macroeconómica notable para el país. Véase por ejemplo Fernández, Nelson (2019), “¿Qué es la salida de la deuda “a la uruguaya” que propone Alberto Fernández?”, *La Nación*, 27 de septiembre de 2019. Disponible en: <https://www.lanacion.com.ar/politica/que-es-salida-a-uruguaya-deuda-propone-nid2291727>.

<sup>22</sup> Manzoni, Carlos (2020) "Default o no default: qué pasaría con la economía argentina en cada uno de esos escenarios", *La Nación*, 15 de marzo de 2020. Disponible en <https://www.lanacion.com.ar/economia/deuda-publica-default-o-no-default-que-pasaria-con-la-economia-argentina-en-uno-y-otro-caso-nid2343261>.

<sup>23</sup> Véase por ejemplo Jones, Marc; Arnold, Tom; Jourdan, Adam (2020) "Argentina debt deal in sight as serial defaulter looks to avoid 'zombie land'", Reuters, 3 de junio de 2020. Disponible en <https://cn.reuters.com/article/instant-article/idUSKBN23A0PB>. Una caracterización similar de la Argentina como *defaulteador* reiterativo se encuentra en Batenstein, Ben; Maki, Sydney; Gertz, Marisa (2019) "One Country, Nine Defaults: Argentina Is Caught in a Vicious Cycle", Bloomberg, 11 de septiembre de 2019. Disponible en <https://www.bloomberg.com/news/photo-essays/2019-09-11/one-country-eight-defaults-the-argentine-debacles>.

<sup>24</sup> Es interesante destacar un punto señalado por los autores: si bien países como Brasil y México tuvieron problemas de deuda después de la crisis de los años ochenta solamente Argentina cesó sus pagos mientras que Brasil y México “sirvieron puntualmente sus obligaciones externas” (Damill, Frenkel y Rapetti 2005:4). Mientras que para algunos países latinoamericanos el default es un problema distante en el tiempo, para países como Argentina o Ecuador es un tópico recurrente, lo que los hace ‘casos típicos’ relevantes para ser incluidos en nuestro estudio.

El estudio de Beker (2016) comparte la visión de Argentina como ‘defaulteador serial’ aunque destaca que el récord nacional es superado por muchos países entre los que se encuentran Francia y Alemania. En valores absolutos la reestructuración griega de 2010 implicó una quita de 138.000 millones de dólares, muy superior al default de 95.000 millones de dólares de 2001 en Argentina.<sup>25</sup>

Más allá de los matices que la discusión pueda adquirir, queda claro que en las últimas décadas Argentina ha sido tratada como un caso arquetípico de incumplidor de sus obligaciones. La reciente reestructuración acordada el año pasado con acreedores privados (con una aceptación del 98,8%), si bien fue celebrada por el Ministro de Economía Martín Guzmán, puso a Argentina una vez más en el centro del debate sobre deudas soberanas sobre todo teniendo en cuenta que llegar a un acuerdo con los acreedores tomó varios meses.<sup>26</sup>

Ecuador también ha sido frecuentemente ubicado junto a Argentina en la misma lista de incumplidores seriales. Sin embargo, estos países no han sido los únicos del continente en ser catalogados como tales. De hecho, Asonuma (2016) ubica a otros países latinoamericanos (México, Brasil, y Uruguay, por ejemplo) dentro de esta categoría. Reinhart y Rogoff (2004) también relativizan la categorización de estos países como ‘defaulteadores seriales’ al señalar que muchos Estados vecinos también han incurrido en incumplimientos de sus obligaciones de deuda.

Con todo, las recientes reestructuraciones de deuda de ambos países los han puesto en el foco de la escena (y críticas) fuera del ámbito académico. Por ejemplo, el acuerdo entre Ecuador y los acreedores privados se enmarcó, al igual que en el caso argentino, en una perspectiva histórica más amplia que subrayó la ‘intolerancia a la deuda’ que aqueja al país desde el siglo XIX.<sup>27</sup> Por ello sostenemos que la

---

<sup>25</sup> Burbridge, Martín (2019), "Defaulteadores: pese a las crisis el retorno compensa las pérdidas", Cronista, 24 de febrero de 2019. Disponible en <https://www.cronista.com/finanzas-mercados/Defaulteadores-pese-a-las-crisis-el-retorno-compensa-las-perdidas-20190224-0016.html>.

<sup>26</sup> “El Gobierno reestructuró el 98,8% de la deuda pública local y despejó horizonte financiero”, Télam, 4 de septiembre de 2020. Disponible en <https://www.telam.com.ar/notas/202009/510453-canje-de-deuda-adhesion-guzman.html>.

<sup>27</sup> Tapia, Evelyn (2020), "Ecuador, 190 años renegociando deuda externa", El Comercio, 19 de julio de 2020. Disponible en <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-renegociando-deuda-externa-gobiernos.html>. Para un enfoque similar véase Gill, Nathan (2015), "Eight Defaults and 180 Years Later, Ecuador to Repay Bondholders", Bloomberg, 18 de Noviembre de 2015. Disponible en <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-19/eight-defaults-and-180-years-later-ecuador-to-repay-bondholders>.

selección de Ecuador como caso típico de incumplidor serial está fundamentado. Esta decisión adquiere mayor respaldo en la medida en la que al momento de escribir esta tesis uno de los candidatos a la Presidencia del país aseguraba que no cumpliría las obligaciones contraídas con el FMI.<sup>28</sup>

El caso ecuatoriano y el argentino contrastan con el caso de Uruguay. El país disfruta de una posición macroeconómica más cómoda que se atribuye a la renegociación ‘exitosa’ ocurrida en 2002. En efecto, la comparación entre Argentina y Uruguay captó la atención de los analistas: mientras que se suponía que el Estado argentino había aprovechado los beneficios a corto plazo del default, Uruguay consiguió incrementar su PBI per cápita en mayor medida que varios países de la región (para el año 2010) además de obtener una mejor calificación crediticia por parte de S&P Global.<sup>29</sup> Esta reestructuración más ordenada y largoplacista de la deuda habría de llamar la atención del Gobierno argentino una vez que se viera nuevamente envuelto en la renegociación de la deuda en 2019/2020.<sup>30</sup>

En cuanto a la perspectiva que se le dio a la reestructuración uruguaya de 2002/03 desde la academia y los organismos internacionales cabe destacar otras diferencias notables con Ecuador y Argentina. Por ejemplo, fue correctamente apuntado que en el caso uruguayo se iniciaron contactos extensivos con los acreedores durante etapas muy tempranas de la reestructuración mientras que en el caso de Ecuador el contacto con los mismos fue limitado. A esto se agrega la rapidez ya mencionada: Uruguay completó su reestructuración en pocos meses mientras que a principios del nuevo milenio Ecuador necesitó más de 10 meses para llegar a un acuerdo, duración que fue superada en el caso argentino (FMI 2003).

En breve, Argentina y Ecuador han sido percibidos como ‘malos alumnos’ en los mercados de capitales mientras que Uruguay, por el contrario, ha destacado

---

<sup>28</sup> Valencia, Alexandra y Ellsworth, Brian (2021), “Candidato a presidencia de Ecuador dice que no cumplirá condiciones de acuerdo con el FMI”, Reuters, disponible en <https://www.reuters.com/article/ecuador-deuda-idLTAKBN29P2L6>. Finalmente Arauz perdió en segunda vuelta frente al candidato Lasso, ubicado en la centro-derecha.

<sup>29</sup> Shreeharsha, Vinod (2011), “Sovereign Default: A tale of two countries”, Global Markets, 20 de Septiembre de 2011, disponible en <https://www.globalcapital.com/article/yvxy7ls7csl/sovereign-default-a-tale-of-two-countries>.

<sup>30</sup> La salida “a la uruguaya” formó parte del debate público en Argentina durante los últimos años. Véase Bazzan, Gustavo (2019), “Cómo renegociar la deuda: reflexiones del funcionario que en 2003 evitó el default de Uruguay”, Clarín, 3 de septiembre de 2019, disponible en [https://www.clarin.com/economia/economia/renegociar-deuda-reflexiones-funcionario-2003-evito-def](https://www.clarin.com/economia/economia/renegociar-deuda-reflexiones-funcionario-2003-evito-default-uruguay_0_kVv1DFei2.html)

positivamente por su salida ordenada a la crisis de 2002/03. Esto convierte a nuestros casos en ‘casos típicos’: Argentina y Ecuador como casos típicos de ‘defaulteadores seriales’ y Uruguay como caso típico de un Estado ‘*market-friendly*’.

## Capítulo 5. Las reestructuraciones de deuda en Argentina (2005-2016)

Como se observa en el Cuadro 3, identificamos 4 coyunturas críticas para el caso argentino que representan 4 unidades de análisis distintas. Todos estos momentos condicionaron fuertemente el futuro y ofrecieron diversas opciones entre las cuales los actores implicados pudieron elegir: i) el canje de 2005, aunque alcanzó una aceptación del 76%, terminó obligando al oficialismo a reabrir el canje menos de un lustro después; ii) el segundo canje (2010) elevó el porcentaje de aceptación pero dejó irresuelta la cuestión de los *holdouts*; iii) la renegociación fallida de 2014 condujo al país a un default; y iv) el acuerdo con los ‘buitres’ reinsertó a Argentina en los mercados de capitales y dio inicio a un nuevo proceso de endeudamiento.

Recordemos que las coyunturas críticas son momentos de indeterminación estructural durante los cuales hay diversas opciones de innovación disponibles. Ante esto, una opción es elegida como consecuencia de interacciones políticas y dicha opción acarrea un legado de larga duración. En este proceso los actores tienen una decisión real en un momento de fluidez que no está predeterminado por condiciones institucionales (Capoccia 2016). Desde esta óptica se entiende que las decisiones que los distintos gobiernos tomaron frente a los acreedores tuvieron efectos cuyas secuelas se observan al momento de redactar el presente trabajo.

Cuadro 3: Alternativas de los principales actores y posibles desenlaces de una reestructuración (Argentina 2005-2016)

		Acreedores	
		Mayoría de acreedores de riesgo bajo/medio	Mayoría de acreedores de riesgo alto
<b>Gobierno Central</b>	Partido de centro-derecha	A) Acuerdo	B) Acuerdo <b>(Macri 2016)</b>
	Partido de centro-izquierda	C) Acuerdo parcial <b>(Kirchner 2005; Fernández 2010)</b>	D) No acuerdo <b>(Fernández 2014)</b>

Fuente: elaboración propia

### 5.1 Preferencias: el canje de 2005

El canje de 2005 tuvo como resultado lo que denominamos un ‘Acuerdo parcial’. Si bien el gobierno consiguió una mayoría de bonistas (76%) que aceptaron los términos ofrecidos y se convirtieron en *holdins*, quedó un componente relativamente alto de *holdouts* que impidió que Argentina alcanzara el umbral del 90% necesario para rotular el canje como un caso de acuerdo.

Desde el punto de vista de las preferencias el canje combinó una mayoría de bonistas de riesgo bajo a medio (que incluían bonistas individuales) con un gobierno de centro-izquierda. Dado que nos ubicamos en un escenario del tipo C, los resultados podrían variar desde un acuerdo hasta un default (no acuerdo) dependiendo del poder de veto al cual las preferencias de los actores principales estén sujetas. Es por ello que agregamos el poder de los actores de veto al análisis de las preferencias.

Cuadro 4: Comparación de reestructuraciones de deuda soberana

	Argentina 2005	Ecuador 2000	Pakistán 1999	Rusia 1998-2000	Ucrania 1998-2000	Uruguay 2003
Ingreso per cápita (US\$)	11,586	3,363	1,826	6,592	3,841	8,280
Alcance (US\$ miles de millones)	81.8	6.8	0.6	31.8	3.3	5.4
Serie de bonos	152	5	3	3	5	65
Jurisdicciones involucradas	8	2	1	1	3	6

Fuente: Miller y Thomas (2006)

El Cuadro 4 muestra la gran diversidad de bonistas para el caso argentino en comparación a otras reestructuraciones. Si bien no pasamos por alto esta mayor complejidad de la renegociación argentina en comparación a otras reestructuraciones

(Nemiña y Val 2018), sostenemos que lo que explica mayormente el resultado de una renegociación en este tipo de escenarios (C) es la combinación de preferencias y poder de veto.

En términos de las preferencias de los bonistas, la gran diversidad de bonos apuntaló la inclinación por acordar en vez de litigar. Sin una mayoría de fondos de alto riesgo y con una enorme cantidad de bonistas en comparación a otras reestructuraciones, los meros números suponían un impedimento a la coordinación (Miller y Thomas 2006) y tornaron la opción de litigar aún menos probable. De esta manera, lo que primó fue una mayoría de inversionistas ‘corrientes’ que carecían de las capacidades necesarias para litigar y vetar el acuerdo una vez que el gobierno argentino presentó su oferta definitiva. Concretamente, la estructura de acreedores se repartió entre inversores institucionales (56,5%) e inversores de retail (43,5%) según Das et al. (2010). Así las expectativas de comportamiento referidas en el Capítulo 3 pueden constatarse en esta coyuntura crítica ya que los bonistas, mayoritariamente de riesgo bajo/medio, no estuvieron en condiciones de iniciar un litigio y prefirieron acordar con el gobierno argentino (sin alcanzar el umbral del 90%).<sup>31</sup>

Recordemos que la opción de litigar implica barreras que no pueden ser superadas sin más por cualquier inversor (Alfaro 2014). Es por ello que cabe destacar que en el caso argentino no sólo no existió una mayoría de fondos de alto riesgo en un primer momento (2005), sino que incluso hubo una gran cantidad de acreedores individuales, estimada en 60 mil (Das et al. 2010), cuya preferencia principal pasó por llegar a un tipo de acuerdo que rescatara el mayor porcentaje posible de su inversión original.<sup>32</sup>

Esta preferencia por el acuerdo se vio acompañada por una preferencia por priorizar el frente interno antes que el frente externo, propia de un partido con ideas

---

<sup>31</sup> Shay Kamlani (2008) subraya que los abogados responsables de llevar adelante la renegociación recomendaron ignorar los comités *ad hoc* y forzar un grado de aceptación alto siendo agresivo. A esto se suma que la estructura de incentivos no alienta la creación de comités de bonistas ya que la remuneración es baja y el riesgo es demasiado alto. Finalmente, Shay Kamlani (2008) refiere a la existencia de distintas clases de inversores como el obstáculo principal para la creación de mecanismos de coordinación que cohesionen a los bonistas y los conviertan en un actor de veto.

<sup>32</sup> La dispersión a la que hicimos referencia anteriormente dificultó la coordinación entre los bonistas y apuntaló esta preferencia por el acuerdo. La oferta ‘inamovible’ respecto a la quita del 75% generó enojo y malestar entre los bonistas pero finalmente forzó a una ‘supermayoría’ de ellos a acordar. Ver “La Argentina ofreció 75% de quita a los acreedores”, *Infobae*, 22 de septiembre de 2003. Disponible en <https://www.infobae.com/2003/09/22/74819-la-argentina-ofrecio-quita-75-los-acreedores/>.

económicas de centro-izquierda. En efecto, la pertenencia partidaria del presidente Kirchner (el Partido Justicialista -PJ-) es de corte de centro-izquierda/populista (Burgess y Levitsky 2003), marcadamente contrario a los caminos ortodoxos que los predecesores (Menem y De la Rúa) habían seguido. Este tipo de ideas económicas más ocupadas por la redistribución de recursos que por el orden macroeconómico y el pago de la deuda se vieron plasmadas en diversas acciones de los gobiernos kirchneristas que incluyeron el control del tipo de cambio, la restricción de flujos de capital, la intervención del Banco Central, una política monetaria expansiva, la implementación de nacionalizaciones, y el subsidio a precios del sector energético (Campello 2015).

El presidente Kirchner dejó su postura respecto a la deuda en claro desde su asunción en 2003 y durante todo el proceso de reestructuración que enfrentó bajo su gobierno. El 29 de febrero de 2004, en su discurso inaugural de las sesiones ordinarias del Congreso, Kirchner declaró que el país no pagaría deuda “a costa del hambre y exclusión de millones de argentinos, generando más pobreza y conflictividad social”. El discurso mostró una línea dura teniendo en cuenta no sólo los acreedores privados, sino también los organismos de crédito multilaterales (particularmente el FMI).<sup>33</sup> Aunque a fines de ese mismo año el Gobierno mejoró su primera oferta (la oferta de Dubai - septiembre de 2003), lo cierto es que los cambios fueron lo suficientemente mínimos para mantener las líneas generales de su discurso interno intactas<sup>34</sup> y que el Gobierno resistió en gran medida cualquier tipo de presión para modificar sustancialmente la oferta de Dubai.<sup>35</sup>

---

<sup>33</sup> Relea, Francesc (2004), “Kirchner: ‘No pagaremos deuda a costa del hambre y exclusión de millones de argentinos’”, *El País*, 1 de marzo de 2004. Disponible en [https://elpais.com/diario/2004/03/02/internacional/1078182016\\_850215.html](https://elpais.com/diario/2004/03/02/internacional/1078182016_850215.html). En este mismo sentido ver también Cibeira, Fernando (2004), “‘La Argentina está cumpliendo paso a paso’ con el Fondo”, *Página 12*, 14 de enero de 2004. Disponible en <https://www.pagina12.com.ar/diario/elpais/1-30368-2004-01-14.html>.

<sup>34</sup> “Deuda: el Gobierno lo negaba, pero al final mejoró la oferta de Dubai”, *La Nación*, 17 de octubre de 2004. Disponible en <https://www.lanacion.com.ar/politica/deuda-el-gobierno-lo-negaba-pero-al-final-mejoro-la-oferta-de-dubai-nid645761/>.

<sup>35</sup> Wende, Pablo (2004), “Kirchner descarta pago efectivo a acreedores y traba más un acuerdo”, *Ámbito*, 10 de Mayo de 2004. Disponible en <https://www.ambito.com/economia/kirchner-descarta-pago-efectivo-acreedores-y-traba-mas-un-acuerdo-n3272707>. El ministro de Economía, Roberto Lavagna, criticó al FMI y al Banco Mundial luego de presentar la propuesta definitiva, continuando así la ‘línea dura’ planteada por el presidente Kirchner. Ver Scaletta, Claudio (2004), “‘El FMI y el Banco Mundial no cumplen su rol’”, *Página 12*, 3 de noviembre de 2004. Disponible en <https://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-43140-2004-11-03.html>.

En resumen, contamos con un gobierno de centro-izquierda que expresó su preferencia por atender las demandas del frente interno en vez de priorizar el pago de intereses y el principal de los títulos de deuda pública. Si consideramos que el tipo de inversores no fue mayoritariamente ‘buitre’ nos encontramos en el escenario C de nuestra tipología: la combinación entre estas preferencias deja un margen amplio para la ambigüedad, ya que los resultados podrían variar desde un acuerdo hasta un default y exige por lo tanto un análisis de los actores de veto para explicar por qué la reestructuración desembocó en un acuerdo parcial sobre la reestructuración.

### 5.2 Grado de veto: el canje de 2005

¿Hasta qué punto pudieron ejercer presión sobre el gobierno argentino y los bonistas los distintos actores de veto que hemos identificado? Comenzando por el rol del FMI, cabe destacar que la reestructuración de 2005 no fue mediada por el mismo y careció de cláusulas que favorecieran la coordinación de los acreedores (Miller y Thomas 2006). Val (2019) coincide en este punto al destacar que el rol del Fondo estuvo fuertemente limitado en esta ocasión ya que ni siquiera auditó las proyecciones financieras que fundamentaban la sostenibilidad de la oferta.

Consecuentemente el grado de veto que pudo ejercer el Fondo fue bajo. Esta merma en el poder de veto del FMI fue apoyada por el gobierno de EE.UU., que bajo el mando de George Bush Jr. buscaba distanciarse de las políticas intervencionistas en las reestructuraciones de deuda que la administración Clinton había seguido (Shay Kamrani 2008). En el contexto regional más amplio, el gobierno de EE.UU. no contaba con la intención de perder a Argentina como un aliado regional en un momento en el cual los gobiernos de izquierda emergían como un desafío a la autoridad del hegemón mundial tal como las victorias de Lula en Brasil y (especialmente) Chávez en Venezuela evidenciaron. Por el contrario, EE.UU. adoptó una política de *hands-off* que dejó a los acreedores librados a su suerte.

En estos términos, el canje de 2005 evidenció lo difícil que puede ser coordinar acciones y defender sus intereses para un grupo de bonistas con un alto grado de dispersión y heterogeneidad ante la falta de apoyo oficial del FMI y los EE.UU. (Val 2019). Vale recordar que EE.UU. es el principal accionista del FMI, lo que explica la

efectividad de su presión en aquel entonces. De hecho, durante el 2003 EE.UU. apoyó el préstamo de más de 13 mil millones de dólares del FMI a Argentina a pesar de que el país había entrado en default (Shay Kamlani 2008). Este préstamo *no* establecía condiciones de tratamiento a los bonistas, lo que estuvo lejos de representar un descuido. Más bien Randal Quarles, figura prominente del Tesoro de EE.UU., admitió que el gobierno de su país bregó por dejar los objetivos del superávit fiscal indeterminados en el acuerdo (a pesar de las objeciones del FMI), ya que se buscaba que el FMI no pudiera tomar una posición en particular en las negociaciones entre el Estado argentino y los acreedores privados (Helleiner 2005).<sup>36</sup>

En resumidas cuentas, el gobierno argentino no enfrentó un grado de veto externo que lo pudiera forzar a mejorar su oferta y que condujera a un acuerdo total. Los bonistas, en su mayoría con preferencia a acordar, necesitaban entonces que existiera algún tipo de oposición interna a la postura dura del gobierno que exigiera una mejora en los términos ofrecidos a los acreedores. Esto podría conducir a su vez a una aceptación superior al 90%, siempre que se modificara la propuesta del gobierno argentino, que contemplaba una de las quitas más agresivas en la historia de las reestructuraciones de títulos de deuda pública.<sup>37</sup>

Esto estuvo lejos de suceder: la debilidad relativa del presidente Kirchner en el Congreso habría de ser superada en los momentos más críticos de la reestructuración. En particular, el Gobierno precisaba una ley que contribuyera a hacer creíble su amenaza de no pagar a los *holdouts*, razón por la cual la votación sobre la ‘Ley Cerrojo’, que inhabilitaba al gobierno a hacer una oferta superadora en los términos aceptados por los *holdins*, fue clave para Kirchner. El 3 de febrero de 2005 el Senado dio media sanción al proyecto de ley con el 92% de votos afirmativos y menos de una semana después la Cámara de Diputados haría lo propio con un 79% de votos.<sup>38</sup> Si bien el porcentaje de ausentes fue significativo en el Senado (31%), lo destacable en este caso es la absorción de un jugador de veto (el Congreso) por parte del Poder Ejecutivo. Esto es particularmente notorio si se observa la composición de los votos

---

<sup>36</sup> Helleiner (2005:957, cursiva nuestra) destaca que “el acuerdo con el FMI no ató a la Argentina a ningún compromiso sobre el recorte de la oferta formal a los acreedores. (...) Significativamente, *EE.UU. apoyó fuertemente la idea de que el FMI no debía verse involucrado* directamente en el establecimiento de los términos de la oferta [a los bonistas]”.

<sup>37</sup> Según estimaciones de Das et al. (2010) la quita alcanzó un 76,8% de la deuda reconocida.

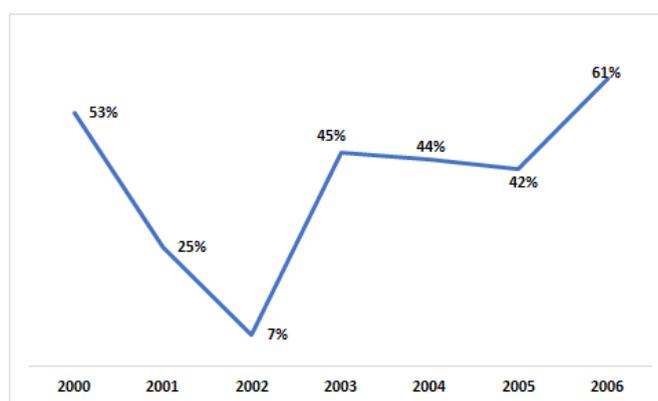
<sup>38</sup> Todos los datos relativos a las votaciones del Congreso argentino han sido tomados de la herramienta “Década Votada” elaborada por Andy Tow. Esta base de datos se encuentra disponible en <https://decadavotada.andytow.com>.

afirmativos: en el Senado, 11 senadores de la Unión Cívica Radical -UCR- (tradicional rival del PJ) dieron su apoyo al proyecto de ley (contra cuatro ausencias y ninguna abstención o voto negativo del partido), mientras que en la Cámara de Diputados 35 radicales hicieron lo mismo (contra una abstención de este bloque, ningún voto negativo, y diez ausencias).

Esta victoria de Kirchner demostró que el gobierno podía conseguir un amplio respaldo en el Congreso en caso de ser necesario. La absorción de este actor de veto vino acompañada de un proceso análogo: la recomposición de la opinión pública. En efecto, Argentina venía de atravesar su peor crisis desde el retorno de la democracia en 1983 y la opinión pública se había orientado hacia un descrédito generalizado respecto a los partidos políticos. La recuperación de la confianza en el Poder Ejecutivo y el Gobierno en general fueron aspectos necesarios para desactivar movilizaciones callejeras que pudieran poner en duda la validez de la oferta.<sup>39</sup>

Tomando datos de Latinobarómetro respecto a la confianza en el gobierno podemos observar que éste fue el caso. Como muestra el Gráfico 1, luego de un marcado deterioro con la crisis de 2001/2002, la elección de Kirchner como Presidente elevó el nivel de confianza a un nivel similar pre-crisis. Ya con el canje consumado en 2005, la confianza en el Gobierno superó la barrera del 60% en 2006.

Gráfico 1: Confianza en el Gobierno nacional (2000-2006)



Fuente: Latinobarómetro<sup>40</sup>

<sup>39</sup> No registramos ninguna movilización significativa en los días previos a la sanción de la Ley Cerrojo, demostrando, al menos, un apoyo tácito por parte de la población a dicha ley.

<sup>40</sup> Latinobarómetro ofrece 6 categorías para la confianza en el Gobierno: “mucha”, “algo”, “poca”, “ninguna”, “no sabe”, y “no contesta”. Agrupamos bajo la categoría “confianza” todas aquellas respuestas para las dos primeras categorías. Si bien Latinobarómetro evalúa la confianza directamente vinculada al Poder Ejecutivo y no al Gobierno en general, la disponibilidad de datos para el período

En breve, el escenario que referimos (escenario C) no sólo combinó un grupo de bonistas de riesgo bajo/medio con un gobierno de centro-izquierda, sino que mostró un nivel de veto bajo ya que ninguno de los cuatro actores identificados en nuestro capítulo previo (FMI, gobierno de EE.UU., Poder Legislativo, y la opinión pública) pudo ejercer una influencia marcada sobre las preferencias del Gobierno central. En este sentido, la negociación hostil llevada a cabo por el equipo de gobierno de Kirchner obtuvo una quita relativamente alta en comparación a otras reestructuraciones (Das et al. 2010) al precio de no alcanzar nuestra categoría de ‘acuerdo’ que es la regla en las reestructuraciones.<sup>41</sup>

El estudio de esta coyuntura crítica ofrece un resultado esperable en términos de nuestro escenario C. Frente a la conjunción de bonistas de riesgo medio o bajo y un gobierno de centro-izquierda, el acuerdo parcial es un escenario posible que adquiere mayor probabilidad en un contexto de grado de veto bajo: sin ningún actor que pudiera torcer el brazo del gobierno argentino, el presidente Kirchner estuvo en condiciones de ajustar los términos de la oferta a sus preferencias. La quita comparativamente alta obtuvo una aceptación ‘supermayoritaria’ justamente porque los acreedores estaban inclinados a llegar a algún tipo de acuerdo y porque carecían de cualquier clase de apoyo que forzara al gobierno argentino a desplazarse significativamente de su punto ideal. Así, un grado de veto más alto sobre el éste podría haber conducido a una mejora en los términos de la oferta que redundara en una aceptación superior al 90% o que, por el contrario, endureciera aún más la postura del presidente Kirchner y redujera el nivel de aceptación obtenido. Esto no sucedió justamente porque los vetos contribuyeron a que la preferencia del Ejecutivo argentino pudiera materializarse: el gobierno de los EE.UU. y el FMI no ofrecieron apoyo a los bonistas, y no hubo una oposición interna fuerte a Kirchner, quien

---

estudiado es más limitada para el primero. Optamos por atenernos a la pregunta con mayor cantidad de datos disponibles. Con todo, es importante señalar que la confianza en el Presidente es superior a la confianza en el Gobierno durante el período 2003-2006 (67% de confianza en el Ejecutivo en 2004 y 62% en 2005, por ejemplo). Esto indica el alto nivel de popularidad de Kirchner si separamos su persona del gobierno que encabezó. En términos de Putnam (1988) y Tsebelis (2006), esto ofrece aún mayor evidencia empírica para la absorción de la opinión pública como actor de veto por parte del Ejecutivo (agente principal de la negociación).

<sup>41</sup> Cabe destacar que este resultado se dio en un contexto de “viento de cola”. La devaluación del peso (implementada durante el gobierno de Duhalde) estimuló la recuperación de las exportaciones, que pasaron de representar 11,5% del PBI en 2001 a más del 27% en 2002. En términos absolutos, el déficit de 3.9 billones de dólares en 2001 fue revertido y convertido en un superávit de 9.1 billones de dólares en 2002. Además la política de desendeudamiento iniciada por Duhalde logró reducir los servicios de deuda externa de 24 billones de dólares en 2001 a 5.8 billones en 2002 (Campello 2015).

incluso obtuvo el apoyo del Congreso y la opinión pública, que se recompuso notablemente.

### 5.3 Preferencias: el canje de 2010

¿Hubo algún cambio significativo entre el segundo canje y el primero en términos de las preferencias referidas? Una vez más, el resultado del canje fue el de un acuerdo parcial. En esta ocasión el Gobierno obtuvo un 66% de aceptación, lo que elevó la aceptación total a más del 92%. Una aclaración importante al respecto es que la gran mayoría de fondos pertenecientes al 8% restante eran fondos de alto riesgo. De esta manera, llegar a un acuerdo que superara el 90% del 24% de *holdouts* resultó prácticamente imposible desde un primer momento.<sup>42</sup>

Es decir que nos encontramos nuevamente en un escenario del tipo C con la particularidad de que, a diferencia del primer canje, la probabilidad de llegar a un acuerdo se había disipado ya que el umbral del 90% de la deuda elegible no estaba controlado por inversores de riesgo medio y bajo. Más bien, el 24% de la deuda remanente se repartía entre acreedores de riesgo alto (34%) y de riesgo bajo y medio (66%). Consecuentemente el acuerdo parcial era un escenario mucho más probable que el acuerdo según nuestras hipótesis.

La preferencia de los bonistas por acordar adopta sentido a la luz de los hechos que enmarcaron la negociación en 2009/2010. Por un lado, los *holdouts* continuaban siendo heterogéneos en términos de su perfil inversor (es decir, sin una clara mayoría de alto riesgo que pudiera ‘torcer el brazo’ del Gobierno argentino). Por otro lado, existieron dos factores que confluyeron para mejorar la disposición de los *holdouts* respecto al canje (que ofrecía peores condiciones que el canje de 2005): i) los bonos defaulteados se compraban a precios realmente bajos<sup>43</sup>, lo que aumentaba el atractivo de otros instrumentos de deuda ofrecidos por el Estado argentino; y ii) el proceso de litigio que había sido iniciado desde el comienzo mismo del default por parte de

---

<sup>42</sup> Esto es así porque la combinación de fondos de alto riesgo y un gobierno de centro-izquierda aumenta considerablemente la propensión al default, tal como expresamos respecto a nuestro escenario D.

<sup>43</sup>Benson, Drew y Raszewski, Eliana (2010), “Argentina Offers 66% Haircut on Defaulted Bonds”, BLOOMBERG NEWS, 15 de abril de 2010. Disponible en <http://www.bloomberg.com/news/2010-04-15/argentina-offers-new-bonds-to-holders-of-20-billion-debt-to-end-default.html>.

ciertos inversores no había mostrado avances significativos hasta ese momento. Así, la idea de que el Ejecutivo argentino podía ‘salirse con la suya’ tomó fuerza y alentó a los inversores a acordar (Alfaro 2014).

La continuidad de un grupo mayoritario propenso al acuerdo tuvo su correlato en la continuidad del partido gobernante tras las elecciones de 2007. El gobierno de Cristina Fernández decidió que el escenario internacional alentaba la reapertura del canje, lo que no dejó de estar exento de una notoria ambivalencia. Por un lado, Argentina mostraba un grado de apertura al suspender la Ley Cerrojo, lo que provocó un alza en la bolsa de valores local.<sup>44</sup> Por otro lado, mantenía su postura dura al no ofrecer mejores términos que el canje de 2005, cumpliendo así su promesa con los *holdins*.

Este último aspecto fue verdaderamente decisivo. El bienio 2009/2010 constituye una coyuntura crítica notoriamente distinta a la primera (2005) en cuanto la Ley Cerrojo actuó como un corset que impidió que el Gobierno argentino pudiera resolver la cuestión de los *holdouts* a través de una mejora en los términos de la oferta. A esto se agrega un contexto macroeconómico más delicado que aquél en el cual se enmarcó el primer canje (nota 41). Con todo, según lo que trascendió en distintos medios, la expectativa de la presidente Fernández y su entonces ministro de Economía, Amado Boudou, era que Argentina pudiera regresar a los mercados financieros internacionales tras el nuevo canje.<sup>45</sup> Este gesto del Ejecutivo argentino terminó siendo insuficiente: un grupo de acreedores de alto riesgo emitió un comunicado en el que ratificaba su intención de llevar el caso a las cortes de Nueva York, comunicado que fue tildado como una ‘bravuconada’ por el ministro Boudou.<sup>46</sup>

En resumidas cuentas, más allá de que existió un intento por parte del Gobierno para resolver el problema de los *holdouts*, la preferencia de éste respecto a priorizar el frente interno por sobre el pago de los intereses se mantuvo fundamentalmente inalterada. Por ello, en presencia de un grupo de bonistas heterogéneo pero con mayor presencia ‘buitre’ que en 2005, llegar a un acuerdo resultó mucho menos

---

<sup>44</sup> Smink, Verónica (2009), “Argentina reabre el canje de deuda”, BBC News, 23 de octubre de 2009. Disponible en [https://www.bbc.com/mundo/economia/2009/10/091022\\_0021\\_argentina\\_deuda\\_rb](https://www.bbc.com/mundo/economia/2009/10/091022_0021_argentina_deuda_rb).

<sup>45</sup> *Ibid.*

<sup>46</sup> “Boudou: ‘La reapertura del canje de deuda tendrá mucha aceptación’”, *Cronista*, 23 de octubre de 2009. Disponible en <https://www.cronista.com/economia/Boudou-La-reapertura-del-canje-de-deuda-tendra-mucha-aceptacion-20091023-0103.html>.

probable desde un primer momento. Una vez más, el grado de veto desempeñó un papel clave para explicar este resultado.

#### *5.4 Grado de veto: el canje de 2010*

Por diversos factores, la estructura de vetos no sufrió mayores modificaciones durante los (apenas más de cinco) años que siguieron al cierre del primer canje. Entre estos factores destaca, en primer lugar, la temprana cancelación de la deuda con el FMI realizada por Kirchner en 2006. Este arreglo con el Fondo le permitió al gobierno de su esposa, Cristina Fernández, operar con un mayor margen de maniobra. En segundo lugar, esta nueva coyuntura crítica tuvo un impacto no sólo en Argentina (en contraposición al ‘viento de cola’ experimentado en 2005) sino también a nivel internacional: en un contexto de crisis financiera que impactó principalmente en EE.UU. y Europa, la deuda argentina (sustancialmente reducida gracias al primer canje) no atrajo la atención de las autoridades estadounidenses, más preocupadas por atender problemas internos que una reestructuración “menor” (unos 20 mil millones de dólares) en la periferia.

En otras palabras, la estructura de vetos en el nivel externo no experimentó mayores cambios en un lustro, lo que contribuyó a que la mayoría de los inversores *holdouts* (66%) prefiriera acordar habida cuenta de los bajos precios que alcanzaron los ‘viejos’ instrumentos de deuda argentinos en comparación a los nuevos. La diferencia en esta ocasión residía en que existía un porcentaje claro de fondos ‘buitre’ que esperaban algún tipo de acción por parte del FMI o el gobierno de los EE.UU. que torciera la voluntad del gobierno argentino de no pagar los términos originales de deuda.

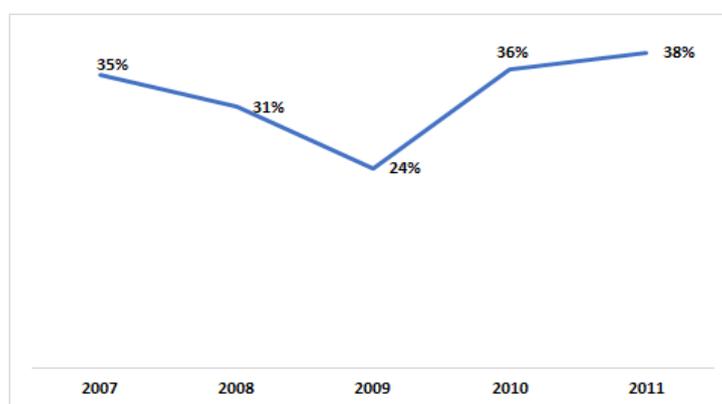
La aproximación relativamente hostil a la mesa de negociación, impulsada por la preferencia del Gobierno argentino de no mejorar su oferta inicial de 2005, fue posible por el bajo nivel de veto existente también en el ámbito interno. De hecho el Congreso continuó siendo ‘absorbido’ por el Ejecutivo. La suspensión de la Ley Cerrojo, clave para reabrir el canje, contó con un fuerte apoyo en ambas Cámaras. Diputados dio media sanción al proyecto de ley con un 84% de votos afirmativos sobre el total de los legisladores presentes (22,5% de ausencias). Una vez más, lo notorio fue el apoyo de la UCR, que aportó votos positivos aunque por sí misma no

estuviera en posición de bloquear el tratamiento de la ley. La Cámara de Senadores, por su parte, sancionaría el proyecto el 18 de noviembre de 2009 con 82% de votos afirmativos. Esta vez sólo un senador de la UCR no daría su apoyo al proyecto de ley.

Así, la absorción del Congreso por parte del Poder Ejecutivo resultó ser una segunda clave de vital importancia para cerrar el segundo canje. Incluso sin la posibilidad de llegar al *quorum* con legisladores de la coalición oficialista, Fernández consiguió de todas formas imponer su agenda, para lo cual obtuvo apoyo opositor.

Cabe recordar que la oferta de un gobierno podría resultar insostenible si el grado de conflicto en las calles es tan alto que, o bien fuerza al oficialismo a retirar su oferta o bien a modificarla sustancialmente. En cuanto a este aspecto, si bien es cierto que la confianza en el Gobierno central sufriría una erosión en comparación a los años previos (sobre todo al momento de la reapertura del canje), dicho retroceso pareció estar más motivado por otros temas de la agenda política doméstica. Nuestro relevamiento de fuentes secundarias no encuentra oposición a la reapertura del canje en las calles, lo que refleja el amplio consenso del arco político en ambas Cámaras.

Gráfico 2: Confianza en el Gobierno nacional (2007-2011)



Fuente: Latinobarómetro

Dicha erosión del apoyo público de Cristina Fernández es especialmente notoria si referimos a la aprobación de la gestión presidencial. Según datos de Latinobarómetro, en 2009 sólo el 25,5% de los encuestados aprobaba la performance

del gobierno de Fernández. Con todo, este alto nivel de rechazo a Fernández parece estar basado en factores ajenos a la reestructuración de deuda, razón por la cual no es sorprendente que la baja aprobación presidencial no se tradujera en protestas callejeras contra el canje.<sup>47</sup>

En otros términos, a modo de conclusión, podemos decir que el segundo canje prolongó las características principales del canje de 2005. Por un lado la preferencia del Gobierno se ubicó en un punto similar al canje precedente: no ofrecer mejores términos que aquéllos aceptados por los *holdins* y no ceder ante el reclamo de los ‘buitres’. Por otro lado la mayoría de los bonistas se mostró propensa a acordar en vista de los bajos precios de mercado de sus bonos y del contexto de crisis internacional, aunque esta vez existió un porcentaje más notorio de ‘buitres’ que habían adquirido los bonos argentinos defaultados, incluso tan tardíamente como el mismo año del segundo canje (2010).

Estas ‘preferencias cruzadas’ no consiguen explicar de por sí el resultado de la renegociación. El grado de veto (por acción u omisión) debe ser tenido en cuenta para explicar por qué el acuerdo parcial fue el desenlace de esta segunda renegociación. Así, actores que podían forzar al Estado argentino a revisar su posición, como el FMI y el gobierno de los EE.UU., continuaron siendo ajenos al proceso de reestructuración en razón de la ausencia de deuda con el primero y el contexto internacional que redujo el interés de la deuda argentina por parte del segundo. El resto de los actores de veto no se constituyeron como barreras que elevaran el costo de la oferta argentina y, mucho menos, consiguieran su revisión. En efecto, el Congreso se sostuvo como un actor de veto dócil que acompañó la suspensión de la Ley Cerrojo cuando el Poder Ejecutivo lo necesitó mientras que la falta de movilización en las calles completó este escenario de casi nula oposición al Gobierno central, por más que éste experimentara una notoria pérdida de confianza tras el año 2006. Es decir, si bien la popularidad de la gestión de Fernández no

---

<sup>47</sup> Si referimos los datos de Latinobarómetro para 2009 podemos hallar varias pistas que sugieren cuáles factores explican la desaprobación. En primer lugar, un 82% de los encuestados consideraba que el país era cada día más inseguro contra sólo un 1,4% afirmando lo contrario. En segundo lugar, casi un 82% de los encuestados afirmó que el progreso en la lucha contra la corrupción en las instituciones del Estado fue poco o nulo. Finalmente, en cuanto al principal problema del país, el 24% de los encuestados afirmó que era el desempleo, seguido de la delincuencia con un 21%. Recién en tercer lugar, con un 13%, se ubicó la economía y los problemas económicos/financieros. Aun así no está claro que los bonos defaultados fueran una preocupación mayor dentro de esta categoría.

alcanzó niveles significativamente altos, éstos resultaron suficientes como para impedir movilizaciones populares que dejaran trunca la segunda oferta del Gobierno.

Con todos los actores de veto ‘desactivados’ el desenlace fue un acuerdo parcial motivado por la presencia de ‘fondos buitres’, cuya preferencia es litigar y perseguir una estrategia maximalista. Puesto que estos fondos constituían una porción superior al 10% de la deuda elegible debió haber sido esperable para los *policy makers*, desde la reapertura del canje, que el mismo no iba a alcanzar un acuerdo de más del 90% de la deuda remanente. La probabilidad de alcanzar cualquier tipo de acuerdo (parcial o completo) disminuyó drásticamente luego de este último canje dado que existió una continuidad de la identidad partidaria del gobierno (centro-izquierda) que ahora se enfrentaba a un grupo de acreedores marcadamente distinto a los canjes previos.

### *5.5 Preferencias y grado de veto: la fallida negociación con los buitres y el acuerdo de 2016*

La continuidad del gobierno de Cristina Fernández tras las elecciones de 2011 y el acuerdo parcial obtenido en el segundo canje supuso un traspaso del escenario C al escenario D, esto es, un tipo de renegociación en la cual un gobierno de centro-izquierda se enfrenta a una mayoría de inversores de ‘alto riesgo’. En términos de nuestra Hipótesis 2 esto equivale a decir que nos encontramos ante el escenario donde la propensión al default es mayor. De hecho, los fondos ‘buitre’ litigaron contra el Estado argentino, obtuvieron un fallo favorable, y rechazaron cualquier tipo de conciliación.<sup>48</sup>

Los fondos de alto riesgo, por definición y tal como contemplan sus objetivos, utilizan estrategias complejas y costosas con el fin de maximizar sus ganancias (Val 2017). La compra de bonos soberanos defaulteados o próximos a entrar en default es una de estas estrategias. Su preferencia por obtener el pago del valor nominal de los bonos argentinos junto a los intereses correspondientes estuvo acompañada de solicitudes a distintos tribunales con el fin de forzar una resolución favorable a sus

---

<sup>48</sup> Val (2017) destaca a NML Capital Ltd., Aurelius Capital Master Ltd., y ACP Master Ltd. entre otros fondos que no participaron de la reestructuración (a los cuales hay que agregar algunos tenedores de bonos minoristas). La falta de información en la página oficial de la *Security and Exchange Commission* (SEC) de los EE.UU. da cuenta de la falta de regulaciones de las que estos fondos gozan, lo que dificulta cualquier tipo de análisis. A modo de ejemplo véase para Aurelius Capital Master Ltd.: <https://sec.report/CIK/0001362947>.

intereses. Uno de estos pedidos incluyó el embargo de un activo argentino, la Fragata Libertad, que finalmente pudo regresar a Argentina tras su retención en Ghana.<sup>49</sup>

Esta preferencia por no acordar y utilizar medios judiciales para obligar al Estado argentino a pagar las deudas enfrentó durante años una negativa rotunda del Gobierno argentino, que llevó la denuncia incluso ante la Organización de Naciones Unidas (ONU) una vez que el fallo del juez Griesa quedó firme.<sup>50</sup> Así, durante años la línea ‘dura’ de no pagar se sostuvo. Aunque es cierto que en un momento del litigio el Gobierno central se mostró un poco más abierto a negociar con los ‘buitres’<sup>51</sup>, la negativa de éstos a aceptar una rebaja recrudesció el discurso oficialista ‘anti-buitres’, llevando la denuncia de “terrorismo económico” ante la ONU.<sup>52</sup>

Si los fondos ‘buitre’ habían utilizado distintos medios para alcanzar su resultado preferido, el Gobierno argentino hizo otro tanto respecto a sus preferencias. Entre los puntos más álgidos de la disputa entre el Gobierno central y los buitres se halla la sanción de la ley de Pago Soberano, que ofrecía a Buenos Aires o Francia como sede de pago en vez de Nueva York una vez que el juez Griesa decidió el congelamiento de los fondos argentinos en el Bank of New York.<sup>53</sup> Aunque la ley fue sancionada esto no tuvo efectos prácticos en evitar el default en 2014, desenlace esperado en un escenario del tipo D.

En breve, las preferencias de los actores implicados alcanzaron por sí mismas para explicar por qué no se produjo un acuerdo (D). Esto se debe a que las demandas de la estrategia maximalista de fondos de inversión de alto riesgo no pueden ser atendidas por un gobierno de centro-izquierda cuyas ideas económicas dictan que la prioridad es atender el frente interno antes que el frente externo.

---

<sup>49</sup> “La retención de la Fragata Libertad fue ‘injusta’”, *Página 12*, 21 de junio de 2013. Disponible en <https://www.pagina12.com.ar/diario/elpais/1-222788-2013-06-21.html>.

<sup>50</sup> “Con un nuevo comunicado, los fondos buitres volvieron a cuestionar al gobierno”, *Cronista*, 1 de mayo de 2015. Disponible en <https://www.cronista.com/economia-politica/Con-un-nuevo-comunicado-los-fondos-buitre-volvieron-a-cuestionar-al-Gobierno-20150501-0021.html>.

<sup>51</sup> Especialmente con la reapertura del canje anunciada por cadena nacional en 2013. Véase “Guiño a los buitres: el gobierno reabre el canje y muda a Argentina el pago”, *La Política Online*, 26 de agosto de 2013. Disponible en <https://www.lapoliticaonline.com.ar/nota/nota-93315/>.

<sup>52</sup> Sobre el discurso de la Presidente Fernández ante la ONU, véase “Cristina cargó contra el ‘terrorismo económico’ de los buitres ante la ONU”, *Perfil*, 24 de septiembre de 2014. Disponible en <https://www.perfil.com/noticias/politica/CFK-cargo-contras-terrorismo-economico-de-los-buitres-ante-la-ONU-20140924-0042.phtml>.

<sup>53</sup> “El Gobierno promulgó la ley de pago soberano de deuda”, *La Nación*, 12 de septiembre de 2014. Disponible en <https://www.lanacion.com.ar/politica/promulgaron-la-ley-de-pago-soberano-de-deuda-nid1726665/>.

Siguiendo con este razonamiento el cambio de gobierno producido a fines de 2015 habría de resolver el conflicto con los ‘buitres’. Esto es esperable en tanto pasamos del escenario D al escenario B: en este último escenario los fondos de alto riesgo deben considerar que la situación doméstica es más favorable a sus intereses que en el escenario previo ya que el gobierno es encabezado por una fuerza política cuya prioridad pasa por la reinserción del Estado en los mercados de capitales.<sup>54</sup> Un acuerdo con los acreedores que padecieron el default (si los hubiera) es una precondition indispensable para tal fin, mientras que una alternancia electoral con un eventual regreso de un gobierno de centro-izquierda reacio a pagar los términos originales de los bonos podría poner en riesgo cualquier mejora ofrecida por un gobierno de centro-derecha.

El mayor grado de convergencia entre las preferencias de los fondos de alto riesgo y el nuevo Gobierno argentino que asumió a fines de 2015 (la coalición de centro-derecha “Cambiamos”) condujo entonces a una renegociación relativamente rápida en comparación al litigio previo.<sup>55</sup> De hecho, el nuevo Gobierno central realizó el pago de más de 9 mil millones de dólares a los ‘buitres’ a apenas poco más de 4 meses de asumir el poder.

¿Corrió riesgo esta determinación del nuevo Gobierno? Tras el visto bueno de los ‘buitres’ a la oferta argentina sumada a las felicitaciones del FMI y el Gobierno de los EE.UU.<sup>56</sup> el mayor reto que enfrentó el gobierno del presidente Macri fue derogar la Ley Cerrojo y la Ley de Pago Soberano, sancionadas durante los gobiernos kirchneristas. Con una minoría en ambas Cámaras, el mayor interrogante para Argentina pasaba por saber si el Congreso vetaría la decisión del Ejecutivo o si éste terminaría absorbiendo a aquél. El 65% de votos positivos obtenidos en la Cámara

---

<sup>54</sup> El pago a los ‘buitres’ fue un tema importante de la campaña. El candidato oficialista Scioli destacó el hecho de que Macri había pactado con los *holdouts* y que pagaría a estos fondos en detrimento de las clases populares. Ver Calero, César G. (2015), “Macri cierra la campaña y se ve ya en la Casa Rosada”, *El Mundo*, 20 de noviembre de 2015. Disponible en <https://www.elmundo.es/america/2015/11/20/564e643022601ddf6d8b4678.html>.

<sup>55</sup> Macri había declarado en un momento de la campaña que Argentina debía acatar el fallo de Griesa. Tiempo más adelante se desdijo pero siempre subrayando la necesidad de negociar y encontrar una salida al problema de los *holdouts*. Ver “Otro giro de Macri: ahora con los fondos buitre”, *Ámbito*, 3 de agosto de 2015. Disponible en <https://www.ambito.com/politica/otro-giro-macri-ahora-los-fondos-buitre-n3901752>.

<sup>56</sup> Valli, Patricia (2016), “Macri les pagó a los buitres y la Argentina salió del default”, *Perfil*, 23 de abril de 2016. Disponible en <https://www.perfil.com/noticias/economia/macri-les-pago-a-los-buitres-y-la-argentina-salio-del-default-0422-0102.phtml>.

Baja el 15 de marzo de 2016 junto al 77% de respaldo en la Cámara de Senadores (tradicionalmente bajo control peronista) evidenciaron que la mayoría del arco político estaba dispuesta a acompañar la decisión del presidente Macri de “normalizar” las relaciones con los mercados internacionales de capital.

Quizás la mayor diferencia radicó en la capacidad de movilización callejera de la oposición. Fuera del poder, el FpV consiguió movilizar a distintas organizaciones sociales, políticas y gremiales frente al Congreso Nacional antes de la votación en Diputados. Esta demostración de fuerza, con todo, resultó insuficiente para torcer el rumbo de la votación y evidenció la incapacidad de la movilización callejera como un “veto” a la decisión del Ejecutivo.<sup>57</sup>

En resumen, ninguno de los actores de veto pudo ejercer poder para modificar el orden de preferencias de los actores principales. Por un lado los fondos ‘buitre’ pudieron entablar negociaciones con un gobierno más afín a sus preferencias luego de años de negociar con un gobierno de centro-izquierda cuyas ideas económicas dictaban que el pago a los ‘buitres’ era irreconciliable con sus objetivos de política económica interna. Por otro lado, el gobierno de Mauricio Macri pudo cumplir su promesa de campaña, priorizando el acuerdo total con los ‘buitres’ como una precondition necesaria para reinsertar a Argentina en los mercados de capitales. Ante la ausencia de una movilización suficientemente fuerte como para elevar los costos de la oferta a niveles inaceptables para los ‘buitres’ y junto al apoyo del Congreso, el acuerdo resultó el desenlace esperable en este escenario.

En conclusión, el caso argentino presentó diversos escenarios. Mientras que en 2005 y 2010 la renegociación combinó un gobierno de centro-izquierda con una mayoría de acreedores propensos a acordar (escenario C), la etapa posterior al segundo canje presentó una mayoría de fondos ‘buitre’. Con la reelección de Cristina Fernández tras el segundo canje, esto implicó que las partes se hallaran en un escenario del tipo D cuyo desenlace esperable (Hipótesis 2) es el default (que fue lo que finalmente ocurrió). La alternancia electoral y el consecuente reemplazo de una fuerza de centro-izquierda por una de centro-derecha aumentó las probabilidades de acuerdo (escenario B), ofreciendo así margen para resolver el litigio.

---

<sup>57</sup> “Protesta contra el acuerdo frente al Congreso”, *Página 12*, 15 de marzo de 2016. Disponible en <https://www.pagina12.com.ar/diario/ultimas/20-294640-2016-03-15.html>.

Cabe destacar que a lo largo del todo el proceso los actores de veto o bien acompañaron las preferencias del Gobierno o bien no pudieron elevar los costos lo suficiente como para que aquéllas tuvieran que ser modificadas. Esto no quiere decir que dichos actores no desempeñen un papel importante: más bien indica solamente que en el caso argentino hubo un contexto permisivo a las preferencias del Ejecutivo.

## Capítulo 6. La reestructuración de deuda en Ecuador (1999-2000)

El default ecuatoriano de 1999 y la posterior reestructuración de su deuda en el 2000 se constituyó como una coyuntura crítica con resultados perdurables. Al igual que el caso argentino, Ecuador se vería envuelto en una sucesión de reestructuraciones con acreedores privados y el Fondo durante las dos décadas siguientes, y la cuestión de la deuda continúa siendo un interrogante sin respuesta al momento de escribir esta tesis.

Como se observa en el Cuadro 4, el caso ecuatoriano se ubica en el Escenario A. Recordemos que según nuestra Hipótesis 1 a medida que la mayoría de los acreedores sean de riesgo bajo/medio y el partido gobernante se ubique del centro hacia la derecha la propensión a acordar aumentará. Esto fue efectivamente lo que terminó ocurriendo en el caso ecuatoriano: tras el derrocamiento del presidente Mahuad, el gobierno de Noboa (centro-derecha) consiguió reestructurar la deuda con un 98% de participación.

Cuadro 4: Alternativas de los principales actores y posibles desenlaces de una renegociación (Ecuador 1999-2000)

		Acreedores	
		Mayoría de acreedores de riesgo bajo/medio	Mayoría de acreedores de riesgo alto
<b>Gobierno Central</b>	Partido de centro-derecha	A) Acuerdo <b>(Mahuad/Noboa 2000)</b>	B) Acuerdo/Acuerdo parcial/(No acuerdo)
	Partido de centro-izquierda	C) (Acuerdo)/Acuerdo parcial/No acuerdo	D) No acuerdo

Fuente: elaboración propia

A diferencia de la compleja reestructuración argentina los títulos de deuda que entraron en default en Ecuador se clasificaban en 5 series contra las 152 series de bonos que Argentina debió reestructurar (Cuadro 4). A esto se agrega un número

menor de jurisdicciones involucradas (2 en el caso ecuatoriano contra 8 en el caso argentino). Finalmente, si continuamos la comparación, el monto de la deuda a reestructurar sería mucho menor (6.8 mil millones *versus* más de 80 mil millones), lo que explicaría que esta reestructuración se percibiera como ‘poco importante’ para EE.UU. La combinación de estos tres factores explica por qué la estructura de los acreedores ecuatorianos fue más concentrada que en el caso argentino (2005) (Das et al. 2010).

### *6.1 Preferencias: la reestructuración del 2000*

El primer punto a destacar es la estructura de los acreedores. Tal como apuntan Das et al. (2010) y Boughton (2012) los bonos ecuatorianos estaban mayoritariamente en posesión de inversores institucionales (riesgo bajo/medio), particularmente en Londres y Nueva York. A diferencia del caso argentino, en Ecuador solo se iniciarían dos demandas judiciales contra las más de 50 que se presentaron contra el Estado argentino.

La preferencia por acordar se vio reflejada en la alta tasa de aceptación y en el reconocimiento por parte de los acreedores de que la reestructuración tomó lugar en medio de una severa crisis económica y una situación política compleja (FMI 2001) que incluía rumores de golpe de Estado. No obstante, esta preferencia de los acreedores enfrentó cierta resistencia dada la postura agresiva del gobierno. En palabras de Robert Koenigsberger, director de Gramercy Advisors en ese entonces (y miembro del *Ecuador Creditors Advisory Group*), el país “defaultó unilateralmente y luego (...) nos dejó con una oferta de tómalo o déjalo” (LADB 2000:1). De hecho, si bien se esperaba una reducción del 50% que luego terminó por debajo del 40% (Das et. al 2010), es decir, mucho menor que el recorte argentino de 2005, los inversores parecieron verse forzados por los términos legales que regían los bonos y los eventuales castigos que podían sufrir en caso de no aceptar (Bi, Chamon, Zettelmeyer 2013). Consecuentemente, la existencia de un gobierno de centro-derecha no pareció impulsar el optimismo del mercado. Así lo expresó Denis Jamison, responsable de renta fija en Lexington Management Corp., tenedor de

bonos ecuatorianos al afirmar que “la probabilidad de default todavía está ahí” (LADB 2000:2), a pesar de la reducción del 40% de la deuda.<sup>58</sup>

En lo que respecta a las preferencias del Gobierno cabe destacar que el partido a través del cual Mahuad asumió la Presidencia, la Democracia Popular (DP), podría pensarse como un partido de centro-izquierda habida cuenta de su “opción preferencial por los pobres” establecida en su Declaración de Principios (Freidenberg y Alcántara Sáez 2001). En sus orígenes este partido nació como una fuerza de izquierda vinculada principalmente a las propuestas de la Doctrina Social de la Iglesia Católica.

Este origen en la (centro)izquierda del espectro político, no obstante, no es condición suficiente para rotular a un partido como “de izquierda”. Si retomamos la definición propuesta por Levitsky y Roberts (2011:5), quienes consideran “gobiernos de izquierda solo aquellos partidos (...) que retienen aspectos significativos de su plataforma mientras gobiernan”, entonces podemos excluir políticos que hacen campaña con discursos de izquierda pero implementan políticas ‘de derecha’ al asumir el poder.<sup>59</sup>

En definitiva, más allá de los orígenes partidarios y del componente social que signa la ideología de la DP, es evidente que Mahuad gobernó con una agenda que no priorizó la redistribución de recursos sino que, antes bien, se orientó hacia la ‘normalización económica’, lo que le valió críticas de distintos sectores de la sociedad ecuatoriana<sup>60</sup> así como el rótulo de ‘centroderechista’ (Cornejo Menacho 1998, Andrade 2005) en el ámbito académico. Por dichos motivos, caracterizamos la

---

<sup>58</sup> La preferencia por evitar el litigio también se vio reflejada en las acciones de distintos fondos de cobertura que, más que amenazar directamente con llevar el caso a las cortes, buscaron ser incluidos en la mesa de negociación. Ver Scofield, Heather (2000), “The man who toppled Ecuador’s economy”, *The Globe and Mail*, 19 de enero de 2000. Disponible en <https://www.theglobeandmail.com/report-on-business/the-man-who-toppled-ecuadors-economy/article25453588/>.

<sup>59</sup> Freidenberg y Alcántara Sáez (2001) subrayan la búsqueda del “centro” del espectro político durante la presidencia de Mahuad. Este ‘viaje al centro’ (Freidenberg 2006) fue reconocido por el propio Presidente, quien en declaraciones al *Diario Hoy* afirmó ser sumamente progresista en lo social pero una persona ortodoxa en lo económico (Freidenberg 2006). Es evidente que la decisión personal de Mahuad de darle una impronta de derecha a su gobierno fue facilitada por las propias características del sistema de partidos ecuatoriano, normalmente descrito como “débilmente institucionalizado, ya que diversos indicadores han dado cuenta de la desconexión entre electores y representantes” (Freidenberg y Pachano 2016: 308).

<sup>60</sup> En la sección sobre Ecuador del Informe Anual preparado por la Comisión Interamericana de Derechos Humanos se relevan las críticas de la CONAIE (Confederación de Nacionalidades Indígenas del Ecuador) a las ‘políticas neoliberales y del Fondo Monetario Internacional’ seguidas por Mahuad.

presidencia de Mahuad como un gobierno de centro-derecha que incluyó políticas económicas orientadas a los mercados de capitales globales.

Cabe destacar la continuidad que existió al respecto con el sucesor del depuesto Mahuad, Gustavo Noboa. Noboa sostuvo la dolarización decidida por Mahuad y completó la renegociación que se estaba llevando a cabo al momento del golpe de Estado. Si bien Noboa acompañó a Mahuad como Vicepresidente del Ecuador en calidad de ‘independiente’ su agenda estuvo lejos de priorizar la redistribución de recursos a los sectores más desfavorecidos (Acosta 2001), umbral necesario para ubicar a un gobierno en el costado izquierdo del espectro ideológico.

El hecho de no superar el umbral establecido por Levitsky y Roberts (2011) para ubicar las presidencias de Mahuad y Noboa como de centro-izquierda no implica que haya habido una convergencia significativa entre las preferencias de los acreedores y las del gobierno. Es posible que esta convergencia hubiera disminuido en caso de que un gobierno de centro-izquierda gobernara el país al momento de la crisis, pero lo cierto es que incluso en presencia de un gobierno de centro-derecha los inversores destacaron la escasez de información provista por éste así como su limitada voluntad de abrir un diálogo y entablar negociaciones (FMI 2001). Aun así, como destacamos, el recorte final que ofreció el Gobierno fue menor al esperado por el mercado, lo que indica que hubo un esfuerzo genuino por acordar en términos ‘razonables’.

En este sentido resulta claro que el gobierno de Noboa priorizó cerrar un acuerdo una vez que Mahuad fue depuesto. Acosta (2001) destaca que el Gobierno ecuatoriano explicitó que, entre otros, los objetivos de la reestructuración incluían maximizar pagos por adelantado a los inversionistas y encaminar al Ecuador hacia la reapertura del acceso a los mercados internacionales. El atropello del Gobierno central por conseguir un acuerdo en medio de una situación crítica promovió que ciertos acreedores pudieran conseguir ganancias extraordinarias tras comprar los bonos defaultados a precio de descuento y llegar a un acuerdo con el Gobierno pocos meses después.<sup>61</sup>

---

<sup>61</sup> Acosta (2001) menciona como ejemplo la Telefónica de México (Telmex), que adquirió 675 millones de dólares en bonos Brady durante el período de moratoria, con un descuento de casi el 70%. Con el anuncio del acuerdo alcanzado, que elevó el precio de los bonos, Telmex embolsó ganancias multimillonarias.

## 6.2 Grado de veto: la reestructuración del 2000

La enorme crisis social que atravesó Ecuador y que supuso una interrupción momentánea en la continuidad del régimen democrático amerita que repasemos hasta qué punto los actores de veto se mantuvieron al margen en un escenario propicio para el acuerdo (A), al menos en lo que respecta a la convergencia de preferencias. En efecto, varios de los actores de veto identificados desempeñaron un rol crucial en la resolución de la reestructuración.

A diferencia del caso argentino el FMI desempeñó un papel mucho más activo sobre Ecuador (Acosta 2001). Desde un principio, como señala Fontaine (2002:3-4), el presidente ecuatoriano Mahuad “obtemperó a los requisitos del FMI, al aumentar la tarifa eléctrica y suprimir el subsidio del gas por decreto, lo cual equivalía a multiplicar su precio por cinco”. Esta intromisión en las decisiones de economía doméstica del Ecuador distó de ser ajena al proceso de reestructuración de deuda. Boughton (2012) señala que a pesar de que Ecuador no había tomado préstamos del FMI desde 1994, el Fondo todavía era un acreedor del país, así como un tutor y asesor de sus políticas y perspectivas económicas. La importancia del FMI como acreedor quedó clara a través de la prioridad que el Gobierno ecuatoriano asignó a los repagos de préstamos al FMI, que entre 1998 y 1999 fueron 8 en total (alrededor de 135 millones de dólares).

En un contexto político-económico delicado pronto quedó claro que sólo un préstamo del FMI podía salvar a Ecuador del default, habida cuenta de que los acreedores privados no tenían ningún tipo de intención de ofrecer préstamos para que Ecuador cubriera los intereses (96 millones de dólares) a pagar en agosto de 1999. Con todo, el FMI no sólo no proveyó a Ecuador dicho préstamo, sino que la insistencia del Fondo respecto a no asistir a Ecuador fue tomada como una señal a los acreedores de que el FMI estaba forzando al país a defaultear sus bonos Brady y Eurobonos (Boughton 2012). Más allá del debate en torno a este punto, el hecho es que al no actuar como un ‘salvavidas’ el FMI obligó a los bonistas a incluir al default como una posibilidad seria en sus cálculos.<sup>62</sup>

---

<sup>62</sup> Autores como Boughton (2012) señalan que la intención y esperanza del Fondo era que el período de 30 días de gracia estipulado en los bonos sirviera como un incentivo a ambas partes para acercar posiciones y evitar el default. Otras posturas, como la de Acosta (2002), descartan la ingenuidad del Fondo. Según dicho autor, el país se vio forzado a declarar la moratoria de los Bonos Brady y de los Eurobonos, con la complicidad del FMI y del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos.

Así, una vez que Ecuador entró formalmente en default en septiembre de 1999, sólo restaba encontrar la forma de que el FMI aprobara un desembolso para el país que permitiera desbloquear la renegociación con los acreedores. La Carta de Intención que el gobierno ecuatoriano envió al Fondo luego del default fue aceptada por éste. Sin embargo, los vetos que el presidente Mahuad tuvo que enfrentar en el nivel doméstico llevaron a que el Fondo abandonara su plan para aprobar el *stand-by* a fines de octubre de 1999. Como no podía ser de otra forma, esto condujo a que la renegociación se empantanara aún más. Luego de meses de búsqueda de acuerdo, dolarización y golpe de Estado mediante, el gobierno de Gustavo Noboa alcanzó un acuerdo con el FMI por poco más de 300 millones de dólares (lo que equivalía al 75% de su cuota). Ya con el préstamo en mano el gobierno pudo concluir el canje de deuda con una quita por debajo del 40% (Das et al. 2010) en julio del 2000 y una aceptación del 98% de los bonistas.

En resumen, el acuerdo con el Fondo era condición necesaria para que los acreedores aceptaran participar del canje ecuatoriano (Boughton 2012). El FMI actuó así en un primer momento como un veto al acuerdo entre el gobierno ecuatoriano y sus acreedores. Una vez que las condiciones domésticas estuvieron dadas para garantizar que el recetario del Fondo sería implementado éste aprobó el préstamo que terminó por levantar el veto a la reestructuración.

En lo que respecta al rol que desempeñó el gobierno de EE.UU., más allá de la complicidad tácita respecto al default (nota 62), no se registra un papel significativo en la reestructuración como tal. Recordemos que el canje ecuatoriano se produjo a meses de la asunción de Bush Jr. como presidente de EE.UU., cuya política de *hands-off* desalentaba la intromisión del hegemón global en los procesos de reestructuración de deuda. A esto debe agregarse las diferencias en escala ya referidas: mientras que el default argentino era ampliamente superior en cuanto al monto, el default ecuatoriano podía ser manejado por el FMI. Como punto ulterior debe considerarse que tanto Mahuad como Noboa adoptaron políticas de corte neoliberal que no ponían en duda el liderazgo de EE.UU. en la región. En Argentina, en cambio, la coalición peronista liderada por Kirchner podía sumarse como otro punto de tensión a los gobiernos de izquierda de Venezuela y Brasil, por lo que la atención del gobierno de EE.UU. fue mayor (Shay Kamlani 2008).

En otras palabras, EE.UU. volvió a ‘desactivarse’ como actor de veto. Mientras que en el caso argentino esto se debió a consideraciones estratégicas de relevancia para este hegemon, durante la reestructuración ecuatoriana el gobierno de EE.UU. nunca llegó a constituirse en un actor de presión sobre el Gobierno central.<sup>63</sup>

En lo que atañe al Congreso tanto Mahuad como Noboa enfrentaron un alto grado de fragmentación. Electo en 1998 en segunda vuelta, Mahuad contaba con poco más de 30 escaños sobre un total de 121, por lo que dependía de mayorías frágiles para la aprobación de las reformas presupuestaria y tributaria, claves para alcanzar un acuerdo con el Fondo que, a su vez, desbloqueara la negociación con los bonistas (Fontaine 2002). Si bien el gobierno contó con algunos éxitos legislativos de consideración, la reforma bancaria, vital para el ya mencionado acuerdo con el Fondo quedó trunca, provocando la ‘tardía’ ayuda del FMI (abril del 2000) en el proceso de renegociación.<sup>64</sup>

Como apuntan Freidenberg y Alcántara Sáez (2001) esta constante búsqueda de alianzas necesarias para aplicar un programa de ajuste que convenciera al FMI de intervenir generó un enorme desgaste al interior de la coalición gobernante. Incapaz de construir una clara mayoría en el Congreso, el presidente Mahuad se vio obligado a implementar algunas medidas económicas vía decretos con el fin de superar este veto, tales como el aumento de tarifas de luz, la suspensión de subsidios al gas, y la dolarización de la economía. El Fondo evaluó esta situación como sumamente inestable debido a la fuerte movilización en las calles y la pérdida de confianza en los representantes electos democráticamente, lo que terminó por fundamentar la caída del *stand-by* que debía aprobarse para octubre de 1999.

De hecho tal vez sea este último punto una de las diferencias cruciales con el caso argentino. Mientras que en Argentina el FMI no tuvo injerencia durante la renegociación con los acreedores, su rol preponderante en la reestructuración ecuatoriana logró que la movilización popular tuviera otro peso. Entre las acciones

---

<sup>63</sup> Fontaine (2002) señala como excepción la condena del gobierno de Clinton (saliente) al golpe de Estado que derrocó al presidente Mahuad. La Secretaria de Estado, Madeleine Albright, se comunicó telefónicamente con Mahuad en diciembre de 1999 para explicitar el respaldo de EE.UU. al programa de reforma económica. Ya en enero de 2000 la condena estadounidense al golpe junto a las amenazas de aislar económicamente a Ecuador obligaron al General Mendoza, militar golpista, a abandonar el triunvirato recientemente constituido y permitir que Noboa asumiera como Presidente.

<sup>64</sup> Entre los proyectos de ley que fueron apoyados por otros partidos se encuentra el Tratado de Paz con Perú, el impuesto del 1% a la circulación de capitales, la reforma tributaria y la reforma presupuestaria, ambas aprobadas en plena crisis entre mediados y fines de 1999.

dirigidas contra el gobierno de la DP se pueden señalar i) el paro del 1 de octubre de 1998; ii) el paro de transportes y cierre de carreteras en marzo de 1999; iii) la marcha de los crespones negros en la ciudad de Guayaquil (1999); iv) un nuevo paro de transportes que culminó con la toma simbólica de la capital por parte de movimientos indígenas (julio de 1999); v) y el propio golpe de Estado en enero del 2000 (Freidenberg y Alcántara Sáez 2001). Estas movilizaciones vetaron la capacidad del Gobierno de llegar a un acuerdo con el Fondo que pudiera eventualmente desbloquear las negociaciones con los bonistas.

Recordemos que el sistema de partidos ecuatoriano presentaba un bajo nivel de institucionalización por la distancia existente entre representantes y representados (nota 59). Según datos de Latinobarómetro sólo el 24% de la población ecuatoriana confiaba en el Poder Ejecutivo en el año 2000. Los niveles de confianza para el mismo año eran más bajos en respecto al Poder Judicial (19,9%) y el Congreso (11,6%). Pero, fundamentalmente, esta baja aprobación de la sociedad civil se expresó en el descontento con los partidos políticos, instituciones que sólo registraban un 7,6% de confianza en Ecuador. Este veto de la opinión pública contribuyó a la caída de Mahuad y ayuda a explicar por qué el acuerdo con el Fondo pudo alcanzarse solo una vez que la situación política se estabilizó y que la dolarización impuesta por decreto empezó a dar sus frutos.

En resumen, el caso ecuatoriano se inscribe en el escenario A de nuestra tipología y tuvo un acuerdo (98% de aceptación) como desenlace. Aunque las preferencias tienden a converger en estos escenarios, los actores de veto jugaron un rol importante a la hora de explicar el desenlace de esta negociación. La falta de apoyo doméstico (veto del Congreso y de la opinión pública) forzó al FMI a esperar a que la situación interna de Ecuador mejorara antes de cerrar un acuerdo con el gobierno de Noboa el 19 de abril del 2000. Este acuerdo, a su vez, destrabó la renegociación con los acreedores y permitió que la oferta final fuera presentada menos de 3 meses más adelante (27 de julio del 2000).

Así el caso ecuatoriano parece indicar que la convergencia entre las preferencias de un gobierno de centro-derecha y acreedores de riesgo bajo/medio no son suficientes para predecir que existirá un acuerdo. De hecho, en caso de que el deudor atravesase una profunda crisis que amenace incluso la continuidad del régimen

político, la contribución de un actor como el Fondo podría ser clave para poder ofrecer una quita incluso por debajo de las expectativas de los actores de mercado. En estos escenarios de suma inestabilidad, el control del Ejecutivo sobre los actores de veto domésticos (opinión pública y Poder Legislativo) y la contribución del FMI como auditor general del proceso de renegociación parecieran ser condiciones necesarias para alcanzar un acuerdo.

## Capítulo 7. Actores de veto durante la reestructuración de deuda en Uruguay (2002-2003)

A diferencia de los casos precedentes la reestructuración de deuda en Uruguay destaca por su carácter *preventivo*. Es decir, la renegociación no se llevó a cabo tras el default sino que, más bien, una vez que la crisis argentina estalló a fines de 2001 y sus consecuencias fueron visibles en Uruguay (cristalizada principalmente en la crisis bancaria de 2002), el gobierno uruguayo tuvo que comunicar a sus bonistas que sostener los términos de sus títulos de deuda pública (con vencimientos en 2003 y 2004) resultaba imposible. La decisión tomada por el gobierno de Batlle en este contexto de coyuntura crítica fue crucial para el futuro del Uruguay: en el largo plazo, la reestructuración probaría ser exitosa en términos de crecimiento sostenido y, a diferencia de Argentina y Ecuador, Uruguay iniciaría un camino de acceso sostenido a los mercados de capitales (nota 29).

En esta oportunidad el acuerdo que se alcanzó en Uruguay (con una aceptación superior al 90%) ubica a nuestro caso de estudio en el escenario A. El acuerdo fue la consecuencia esperable en términos de nuestra Hipótesis 1: un gobierno de centro derecha y una mayoría de acreedores de riesgo bajo a medio aumentan la propensión al acuerdo.

Cuadro 6: Alternativas de los principales actores y posibles desenlaces de una renegociación (Uruguay 2002-2003)

		Acreedores	
		Mayoría de acreedores de riesgo bajo/medio	Mayoría de acreedores de riesgo alto
<b>Gobierno Central</b>	Partido de centro-derecha	A) Acuerdo <b>(Batlle 2003)</b>	B) Acuerdo/Acuerdo parcial/(No acuerdo)
	Partido de centro-izquierda	C) (Acuerdo)/Acuerdo parcial/No acuerdo	D) No acuerdo

Fuente: elaboración propia

### 7.1 Preferencias: la reestructuración de 2003

Los bonistas uruguayos se encontraban en un punto intermedio respecto a las renegociaciones en Ecuador (2000) y Argentina (2005). La estructura puede ser considerada como ‘dispersa’ (Das et. al 2010), contrario al caso ecuatoriano, pero a la vez la relativamente alta diversificación de los bonos (46 bonos domésticos, 18 internacionales y un bono ‘Samurai’) no alcanzó los niveles argentinos donde existían más de 152 series de bonos. Más importante aún, la mayoría de los bonistas pertenecían al sector del retail (bonos domésticos, bonos denominados en Euros, y bonos Samurai) o eran inversores institucionales basados en EE.UU. (bonos denominados en dólares), de modo que los fondos de alto riesgo estuvieron ausentes (FMI 2003).

Así, desde el inicio de la renegociación, el Estado uruguayo tuvo que hacer frente a una mayoría de acreedores ‘corrientes’ con un perfil de riesgo bajo o medio que los tornaba propensos al acuerdo. Al igual que en los casos argentino y ecuatoriano la coordinación entre los acreedores fue limitada (FMI 2003), lo que apuntaló las probabilidades de acordar. De hecho esto fue lo que finalmente sucedió: tras el anuncio del canje en abril de 2003 el mismo se cerró el 29 de mayo con una aceptación del 93% (es decir, inferior al caso ecuatoriano pero claramente superior al caso argentino de 2005).

En general la bibliografía especializada así como las declaraciones de ciertos actores de mercado enfatizan que, al existir un interés genuino por parte del gobierno uruguayo respecto a los intereses de los bonistas, la gran mayoría de éstos terminó por aceptar los nuevos instrumentos de deuda ofrecidos. Edwin Gutiérrez, administrador de portfolio de la firma Aberdeen Asset Management aseguró que la aproximación ‘*market-friendly*’ de Uruguay a los acreedores y al FMI fue costosa, pero que tuvo un impacto positivo en la comunidad de inversores. Este grado de cooperación con los acreedores, también subrayado por el entonces subsecretario del Tesoro de EE.UU. John Taylor, permitió que las preferencias de los acreedores se tradujeran en una tasa de aceptación que superara el umbral del 90%.<sup>65</sup>

---

<sup>65</sup> Sobre ambas declaraciones ver Shreeharsha, Vinod (2011), “Sovereign Default: A tale of two countries”, *Global Markets*, 20 de Septiembre de 2011, disponible en <https://www.globalcapital.com/article/yvxy7ls7csl/sovereign-default-a-tale-of-two-countries>.

¿Cómo se explica esta convergencia entre las preferencias de los acreedores y del gobierno por llegar a un acuerdo? El entonces presidente Batlle (2000-2005) pertenecía al Partido Colorado, uno de los partidos tradicionales en Uruguay junto al Partido Nacional (o ‘blancos’). En lo que respecta a las ideas económicas impulsadas por Batlle, en general no quedan dudas en la literatura especializada de que “el Presidente Batlle (...) fue uno de los adalides de las reformas pro-mercado y las posturas liberales en boga en los años 1990” (Lanzaro 2013:10).<sup>66</sup>

Si observamos el nivel de sistema de partidos, cabe destacar que colorados y blancos gobernaron el Uruguay en coalición durante gran parte del período 1985-2004. Como apunta Garcé (2015), más allá de diferencias conceptuales ambos partidos compartían una agenda de gobierno orientada a liberalizar la economía y combatir la inflación. Dicha agenda incluía políticas pro-mercado orientadas a la apertura comercial, el equilibrio fiscal, y la implementación de desregulaciones y privatizaciones.

En este escenario quedaba claro que la única alternativa de izquierda la representaba un partido que había quedado al margen de la competencia por la Presidencia hasta 2004: el Frente Amplio -FA- (Garcé 2015). Así las cosas, el presidente Batlle junto a los dirigentes del Partido Colorado y el Partido Nacional fueron percibidos como un gobierno con ideas económicas vinculadas a la derecha que generan más confianza en los mercados de capitales (Campello 2015).

Estas ideas económicas de centro-derecha tradicionales y propias del Partido Colorado explican en buena medida por qué a diferencia del caso argentino y ecuatoriano el gobierno uruguayo tuvo contactos extensivos con los acreedores con varios meses de anticipación (Das et al. 2010). El FMI (2003) también destacó esta actitud ‘amigable’ del Gobierno uruguayo que se vio reflejada en una quita significativamente menor a la argentina (según Das et al. 2010 inferior al 10%) ya que desde el Gobierno central afirmaban que bastaba con extender los plazos de la deuda para seguir cumpliendo las obligaciones.<sup>67</sup>

---

<sup>66</sup> De todas formas el autor matiza esta imagen al afirmar que “paradójicamente, debió resignar su ambición fundacional (...) al llegar al gobierno, dada la dinámica pluralista de la democracia uruguaya” (Lanzaro 2013:10).

<sup>67</sup> Bazzan, Gustavo (2019), “Cómo renegociar la deuda: reflexiones del funcionario que en 2003 evitó el default de Uruguay”, *Clarín*, 3 de septiembre de 2019. Disponible en [https://www.clarin.com/economia/economia/renegociar-deuda-reflexiones-funcionario-2003-evito-default-uruguay\\_0\\_kVk1DFei2.html](https://www.clarin.com/economia/economia/renegociar-deuda-reflexiones-funcionario-2003-evito-default-uruguay_0_kVk1DFei2.html).

## 7.2 Grado de veto: la reestructuración de 2003

La convergencia de preferencias entre un gobierno de centro-derecha y acreedores de riesgo bajo a medio debería llevar a un acuerdo en la mayoría de los casos ya que ambas variables aumentan la propensión de que el desenlace de una renegociación sea tal (Hipótesis 1). No obstante, al igual que en el caso ecuatoriano, es útil recordar que incluso en estos escenarios propicios para un acuerdo el poder de los actores de veto puede disminuir esta propensión y conducir a un desenlace diferente. En consecuencia analizamos el poder de veto de los cuatro actores que identificamos previamente.

En primer lugar, el FMI desempeñó un papel relevante a lo largo de todo el proceso de renegociación (Díaz-Cassou et al. 2008). Según diversas declaraciones de los encargados uruguayos de la negociación en Washington, el Fondo presionó para que Uruguay adoptara una salida ‘a la Argentina’ tanto para su crisis bancaria de 2002 (esto es, establecer un ‘corralito’) así como para la renegociación de deuda de 2003 (es decir, una quita alta).<sup>68</sup> Sin embargo, una vez que las autoridades uruguayas lograron convencer a sus contrapartes del FMI de que una quita alta no era necesaria para evitar el default, el Fondo apoyó abiertamente la postura uruguaya en una carta del 22 de abril de 2003. Según Díaz-Cassou et al. (2008) es probable que esto haya constituido un factor importante para explicar la alta tasa de participación en el canje de deuda de Uruguay dado que los inversores eran conscientes del alto riesgo de default que una suspensión del apoyo financiero de Fondo habría implicado.

Como contrapunto, sin embargo, cabe destacar que los propios autores afirman que el FMI parece no haber desempeñado un rol sustantivo en el *diseño* de la oferta de reestructuración de Uruguay, para la cual las autoridades se apoyaron en sus propios consultores legales y financieros (Díaz-Cassou et al. 2008). En nuestros términos, el FMI intentó desempeñarse como un actor de veto que pusiera en jaque la obtención del acuerdo en Uruguay ya que un default ‘a la Argentina’ podría haber

---

<sup>68</sup> Así lo expresaron Carlos Sténeri, quien formó parte de la mesa de negociación uruguaya en Washington, y Danilo Astori, en ese entonces Senador de la oposición por el Frente Amplio. Al respecto ver ProMedia. (s/f). Uruguay Crisis 2002 Código País [Archivo de video]. Recuperado de [https://www.youtube.com/watch?v=z-nacACOikE&t=1714s&ab\\_channel=ProMedia](https://www.youtube.com/watch?v=z-nacACOikE&t=1714s&ab_channel=ProMedia). La presión del FMI para que Uruguay adoptara una vía similar a la Argentina enfrentó críticas incluso de la oposición, tal como las declaraciones del senador del Frente Amplio, Alberto Couriel, demostraron. Al respecto ver “The good debtor”, *The Economist*, 27 de febrero de 2003. Disponible en <https://www.economist.com/the-americas/2003/02/27/the-good-debtor>.

disminuido el nivel de aceptación por debajo del 90%. Con todo, fueron las propias autoridades del Gobierno uruguayo las que tuvieron que convencer al Fondo de que alcanzaba con modificar otros aspectos de la oferta, principalmente la extensión de la madurez de los bonos<sup>69</sup>, lo que fue la característica distintiva del caso uruguayo (FMI 2003). Finalmente, el Fondo habría de convencerse de que la salida uruguaya podía ser distinta a la argentina y terminó por apoyar el canje uruguayo.<sup>70</sup>

En cuanto al rol desempeñado por EE.UU., los protagonistas de la renegociación uruguaya destacaron el apoyo recibido por Uruguay durante la crisis *previa* al canje. Cabe destacar que Uruguay enfrentó una crisis bancaria durante el año 2002 que fue necesario resolver antes de solucionar el problema de la deuda.<sup>71</sup> En un conjunto de entrevistas de acceso público el ex ministro de Economía uruguayo, Isaac Alfie, declaró que el Subsecretario del Tesoro estadounidense, John Taylor, tenía orden del Presidente Bush de encontrar una solución al problema de la crisis bancaria uruguaya. Finalmente Taylor anunció un préstamo por 1500 millones de dólares, una excepción en la política exterior de Bush de no conceder préstamos en negociaciones bilaterales.<sup>72</sup>

Más allá de la discusión que pueda darse en torno a este último punto, sin ese desembolso la renegociación con los bonistas pudo haber quedado trunca ya que la resolución de la crisis bancaria era condición necesaria para encarar una negociación exitosa con los bonistas. Durante el proceso de renegociación propiamente dicho nuestro relevamiento bibliográfico no halló evidencia de un involucramiento directo de EE.UU., lo que una vez más se condice con la política de *hands off* impulsada por Bush.

---

<sup>69</sup> El entonces Ministro de Economía Alejandro Atchugarry declaró años después que el propio Fondo había contribuido a bloquear el desembolso de reservas en Uruguay hasta el momento en el que Uruguay presentó la oferta. Como mencionamos, el FMI finalmente apoyó la estrategia uruguaya. ProMedia. (s/f). Uruguay Crisis 2002 Código País [Archivo de video]. Recuperado de [https://www.youtube.com/watch?v=z-nacACOikE&t=1714s&ab\\_channel=ProMedia](https://www.youtube.com/watch?v=z-nacACOikE&t=1714s&ab_channel=ProMedia).

<sup>70</sup> “IMF support for Uruguay’s debt restructuring program”, *MercoPress*, 24 de abril de 2003. Disponible en <https://en.mercopress.com/2003/04/24/imf-support-for-uruguay-s-debt-restructuring-program>.

<sup>71</sup> Nótese que Uruguay enfrentaba una necesidad similar a la de Ecuador, cuyo gobierno precisaba una reforma del sistema bancario que nunca consiguió. Mientras que en Uruguay la crisis nunca fue una crisis de régimen político y la reforma bancaria logró aprobarse en el Congreso uruguayo, en Ecuador la reforma quedó trunca, la ayuda del FMI no llegó, y el default fue inevitable.

<sup>72</sup> Sobre ambos puntos ver ProMedia. (s/f). Uruguay Crisis 2002 Código País [Archivo de video]. Recuperado de [https://www.youtube.com/watch?v=z-nacACOikE&t=1714s&ab\\_channel=ProMedia](https://www.youtube.com/watch?v=z-nacACOikE&t=1714s&ab_channel=ProMedia).

En breve, mientras que EE.UU. impulsó la renegociación en la dirección del acuerdo al conceder un desembolso de fondos vital en 2002, el FMI se mostró más reticente en este sentido al menos en un principio. Como quedó dicho, fue tarea del Gobierno uruguayo convencer al Fondo de que una solución ‘amigable’ al problema de la reestructuración era posible. Al concentrarse en la extensión de los vencimientos más que en la quita, el gobierno de centro-derecha encabezado por Batlle supo aprovechar el apoyo concedido por el gobierno de los EE.UU. a la vez que resistió las presiones del FMI.

Soportar estas presiones no habría sido posible si el presidente Batlle no hubiera contado con un grado de control suficiente sobre la política doméstica. En este sentido cabe destacar que Batlle no disponía de una mayoría propia en el Congreso: habiendo ganado la Presidencia de la Nación en segunda vuelta, el Partido Colorado obtuvo 33 de los 99 diputados de la Cámara de Representantes y sólo 10 de los 30 senadores electos. Esta situación de debilidad relativa fue superada gracias al hecho de que la alianza entre el Frente Amplio y el Nuevo Espacio tampoco llegó a constituirse como un veto (de centro-izquierda) al no obtener una mayoría de bancas que le permitiera bloquear las iniciativas de Batlle. En este sentido el apoyo del partido Nacional (usual aliado de los colorados) fue clave.<sup>73</sup>

En efecto, con los votos de la coalición gobernante el Congreso uruguayo aprobó la Ley de Fortalecimiento del Sistema Financiero que limitaba la retirada de fondos de los ahorristas y era precondition al desembolso del Tesoro de los EE.UU que a su vez permitiría encarar la renegociación de los títulos de deuda pública. La aprobación de esta ley terminó por poner fin a la crisis bancaria de 2002 y resultó una victoria clave para el Gobierno central.<sup>74</sup> El propio presidente Batlle reconocería años después que ‘el Parlamento se portó muy bien’ en la medida en la que permitió que se votara la ley y que los discursos de la oposición (Frente Amplio) se hicieran luego de las firmas correspondientes del Poder Ejecutivo. Esta posición de ‘lealtad

---

<sup>73</sup> Los 22 diputados y 7 senadores conseguidos por el Partido Nacional le garantizaban al presidente Batlle una mayoría en el Congreso. Sin embargo, por su carácter de coalición, Batlle tuvo que enfrentar críticas de izquierda (Frente Amplio-Nuevo Espacio) e internas (Partido Nacional) durante su gobierno.

<sup>74</sup> De Barrón, Íñigo (2002): “El Congreso uruguayo aprueba la ley que limita la retirada de fondos de la banca”, *El País*, 4 de agosto de 2002. Disponible en: [https://elpais.com/diario/2002/08/05/economia/1028498407\\_850215.html](https://elpais.com/diario/2002/08/05/economia/1028498407_850215.html).

institucional' del Frente Amplio, principal partido opositor, fue destacada por sus propios dirigentes.<sup>75</sup>

Desactivado el Congreso como un veto que pudiera poner en jaque la renegociación de 2003 sólo restaba controlar la situación callejera, dominada por las protestas y saqueos. Según datos de Latinobarómetro la confianza en el Gobierno se fue deteriorando desde el estallido de la crisis a fines de 2001, pasando por el peor momento en 2002, antes de la lenta recuperación de 2003. Respectivamente, el 46%, el 33%, y el 21% de los uruguayos decían confiar en su gobierno, lo que muestra a las claras que el margen de maniobra de Batlle se fue reduciendo a medida que atravesaba la crisis bancaria y al momento de renegociar con los bonistas.

Sin embargo, nuestro relevamiento no halló manifestaciones mayores contra el canje. Aunque es cierto que hubo un debate agudo al interior del FA y que la posición del partido terminó siendo de oposición a la oferta del Partido Colorado (ya que el FA proponía una quita mayor)<sup>76</sup>, en realidad el FA nunca abandonó su posición mayoritaria de 'lealtad institucional' y se abstuvo de hacer llamamientos a protestas callejeras que pudieran comprometer la renegociación de la deuda.<sup>77</sup> Ante la ausencia de un discurso partidario opositor que incitara a tomar las calles, el gobierno de Batlle pudo concluir la reestructuración en cuestión de meses.

En conclusión, el presente apartado muestra que la convergencia entre las preferencias de un gobierno de centro-derecha que propuso una aproximación amigable a los bonistas (de riesgo bajo a medio) fue posibilitada por un nivel de veto bajo. Destacamos que las preferencias del gobierno de Batlle enfrentaron las del FMI en un primer momento. Con todo, con el correr de los meses, las autoridades uruguayas consiguieron que el FMI prestara su apoyo a la propuesta de canje. El apoyo inicial del Tesoro de los EE.UU. fue clave en la medida en la que resolver la corrida bancaria era precondition para un canje con altos niveles de aceptación. De este modo el gobierno uruguayo consiguió el favor de ambos actores de veto.

---

<sup>75</sup> ProMedia. (s/f). Uruguay Crisis 2002 Código País [Archivo de video]. Recuperado de [https://www.youtube.com/watch?v=z-nacACOikE&t=1714s&ab\\_channel=ProMedia](https://www.youtube.com/watch?v=z-nacACOikE&t=1714s&ab_channel=ProMedia).

<sup>76</sup> "Uruguay concretó con éxito el canje de deuda", *La Nación*, 16 de mayo de 2003. Disponible en <https://www.lanacion.com.ar/economia/uruguay-concreto-con-exito-el-canje-de-deuda-nid496547/>.

<sup>77</sup> Arregui, Miguel (2018), "La renegociación de la deuda en 2003 y los dilemas de la izquierda", *El Observador*, 12 de septiembre de 2018. Disponible en <https://www.elobservador.com.uy/nota/la-renegociacion-de-la-deuda-en-2003-y-los-dilemas-de-la-izquierda-201896161014>.

Finalmente cabe destacar que el gobierno de Batlle consiguió apoyo doméstico para desactivar cualquier bloqueo a la oferta de canje. Aunque su gobierno fue un gobierno de coalición que incluyó a un socio tradicional (el Partido Nacional) existió un grado de apoyo considerable desde el FA que facilitó el debate en el Congreso a pesar de las diferencias entre ambos sectores políticos respecto al diseño de la oferta uruguaya. La abstención de llamamientos por parte del FA a iniciar protestas callejeras contribuyó a que la popularidad decreciente de Batlle y los bajos niveles de confianza en el gobierno fueran lo suficientemente altos como para que las negociaciones mantuvieran su curso (lo que no sucedió en Ecuador).

En definitiva, la convergencia de preferencias (Escenario A) y el bajo nivel de veto condujo a que la renegociación de deuda terminara en un acuerdo, en consonancia con nuestra Hipótesis 1. Nuestro último capítulo discute los resultados alcanzados, retoma los principales aportes de nuestra tesis y ofrece un resumen de la misma así como preguntas de investigación futuras.

## Capítulo 8. Discusión y conclusiones

En la presente tesis propusimos indagar sobre los factores que explican el (des)acuerdo entre Estados y acreedores a la hora de renegociar títulos de deuda pública emitidos por los primeros. Si bien pudimos constatar en el Capítulo 2 que la incorporación de factores políticos no fue ajena al análisis de las renegociaciones de deuda y los defaults soberanos, nuestra tesis identificó una falta de sistematización que permitiera explicar tanto escenarios con acuerdo como escenarios sin acuerdo.

En este sentido utilizamos la teoría de las preferencias y el modelo de actores de veto como insumos teóricos fundamentales para dar respuesta a nuestros interrogantes con el fin de obtener una tipología que fuera lo más parsimoniosa posible (Capítulo 3). Una vez seleccionados los casos de estudio (Capítulo 4), nuestro desarrollo en los capítulos finales arrojó los siguientes resultados:

Cuadro 7: Resumen de casos estudiados

		Acreedores	
		Mayoría de acreedores de riesgo bajo/medio	Mayoría de acreedores de riesgo alto
<b>Gobierno Central</b>	Partido de centro-derecha	A) Acuerdo (Mahuad/Noboa 2000; Batlle 2003)	B) Acuerdo (Macri 2016)
	Partido de centro-izquierda	C) Acuerdo parcial (Kirchner 2005; Fernández 2010)	D) No acuerdo (Fernández 2014)

Fuente: elaboración propia

Se ve que ambas hipótesis propuestas en el Capítulo 3 han sido corroboradas. Nuestra primera hipótesis encuentra apoyo empírico a través de los casos ecuatoriano y uruguayo (Escenario A) dado que en ambos países se llegó a un acuerdo con más del 90% de los bonistas. El acuerdo también fue el resultado final en un escenario *a priori* menos propicio para el mismo (Escenario B) bajo el gobierno de Mauricio Macri. Los gobiernos kirchneristas en Argentina (Escenario C) obtuvieron acuerdos

parciales, lo que es esperable dentro de un escenario ambiguo. Finalmente, la negociación entre los fondos 'buitre' y el segundo gobierno de Cristina Fernández no desembocó en un acuerdo y condujo al país al default (Escenario D). Este último escenario ofrece apoyo empírico para nuestra segunda hipótesis.

En lo que refiere a la comparación de casos deben notarse algunos puntos esenciales. En primer lugar, exceptuando el caso de Ecuador, donde se produjo un golpe de estado, los actores de veto domésticos (Congreso y opinión pública) no tuvieron un peso significativo. En efecto, durante la presidencia de Mahuad la falta de aprobación de ciertas leyes cruciales sumado al casi nulo control de la situación callejera impidió llegar a un acuerdo. Sólo una vez que Noboa sucedió al depuesto Mahuad y que el control de las calles pudo ser retomado (dolarización y aprobación de leyes requeridas por el FMI mediante) los bonistas pudieron acordar con el gobierno. En el resto de los casos tanto el Congreso como la opinión pública acompañaron en mayor o menor medida el curso de la negociación, sin que los gobiernos kirchneristas o el de Jorge Batlle tuvieran que revisar su postura.

En segundo lugar el gobierno de los EE.UU. desempeñó un papel crucial como apoyo más que como factor de presión o veto para que los gobiernos acordaran en peores términos que sus preferencias. En el caso argentino el gobierno de los EE.UU. interfirió para que el FMI apoyara a Argentina sin imponer demasiadas condicionalidades: así la negociación entre bonistas y el gobierno argentino en 2005 quedó circunscrita a estos actores. En las negociaciones subsiguientes (2010, 2014, 2016) el rol de los EE.UU. osciló entre la expresión de cierta simpatía y el no involucramiento. Algo similar ocurrió en Uruguay, donde EE.UU. ofreció apoyo para solventar los problemas de liquidez en 2002, lo que permitió a la postre que el gobierno uruguayo pudiera acordar con los acreedores privados. En el caso ecuatoriano no se observó interferencia por parte de EE.UU., seguramente debido a la baja magnitud de la moratoria ecuatoriana.

Finalmente, en tercer lugar, el FMI desempeñó distintos grados de presión. El gobierno que mejor pudo resistir el veto de este actor fue el argentino, ya que (en parte debido al apoyo de EE.UU.) logró que el FMI se mantuviera al margen del diseño de la oferta. Una vez que la deuda fue liquidada en 2006 el FMI no tuvo ningún tipo de injerencia en las negociaciones post-canje en 2005. Del mismo modo

el gobierno uruguayo fue capaz de resistir la presión del FMI (aunque esto tomó varios meses) y terminar ofreciendo un trato propio (esto es, sin interferencia del Fondo) a los bonistas. Fue el caso ecuatoriano donde más efectiva fue la presión del FMI, dado que pudo haber un acuerdo entre el gobierno de Noboa y los acreedores privados sólo después de que se adoptaran las medidas solicitadas por dicho organismo.

Si bien tres de las seis unidades de análisis se ubican en los escenarios extremos de nuestra tipología (escenarios A y D) y producen los resultados esperados (acuerdo y no acuerdo, respectivamente) el caso argentino ofrece tres renegociaciones que se ubican en los escenarios intermedios (B y C). ¿Por qué, siendo cualquiera de los tres tipos ideales de resolución posibles, terminó por darse un acuerdo en el escenario B y un acuerdo parcial en el escenario C?

Parte de la respuesta se encuentra en nuestro desarrollo analítico del Capítulo 3. Las expectativas electorales seguramente cumplen un rol en el cálculo de los inversionistas. Por ello, una vez que se produjo una alternancia en el poder, parte del atractivo de la oferta del gobierno de Cambiemos residía justamente en provenir de un gobierno de centro-derecha, más afín a sus preferencias. Un retorno de una fuerza de centro-izquierda, en cambio, podría retrotraer la negociación a un default, por lo que la llegada de Cambiemos al poder seguramente apuntaló los incentivos de los fondos de alto riesgo por acordar.

En cuanto al acuerdo parcial obtenido en 2005 y 2010 sostenemos que el nivel de quita pudo haber desempeñado un rol importante. Ante una estrategia sumamente agresiva que propuso una quita superior al 70% en 2005 es probable que incluso inversionistas convencidos de que llegar a un acuerdo es mejor que poseer un bono defaultado terminaran optando por convertirse en *holdouts*. Aunque es un ejercicio contrafáctico, es probable que de haber realizado una quita más amistosa (como en el caso ecuatoriano) el gobierno argentino habría alcanzado un grado de acuerdo superior al 90%, impidiendo así que el problema de los *holdouts* ‘buitre’ estallara menos de 10 años después. Ya en 2010 el acuerdo parcial era esperable puesto que los ‘buitres’ se habían hecho con un porcentaje significativo de la deuda remanente (34%), lo que impidió desde un primer momento que un gobierno de

centro-izquierda que no estaba dispuesto a pagar los términos originales pudiera llegar a un acuerdo más extensivo.

En lo que respecta a los aportes de nuestra tesis destaca la poco explorada aplicación del modelo de actores de veto a los procesos de reestructuración de deuda soberana. Nuestro trabajo vinculó los campos de la ciencia política (a través del esquema conceptual de Tsebelis) y la política económica internacional (por la naturaleza de nuestro objeto de estudio) con el mayor nivel de parsimonia posible. Si bien buscar un alto nivel de parsimonia no está exento de limitaciones nuestras hipótesis produjeron los resultados esperados una vez que nuestro marco teórico fue aplicado a los casos de estudio, lo que es especialmente cierto para los escenarios A y D de nuestra tipología.

En contraposición a lo anterior, los límites que enfrentamos también son evidentes. Por un lado, la recolección de datos obvió la incorporación de testimonios de actores clave en los procesos estudiados. Así, nuestra tesis se apoyó exclusivamente en el uso de fuentes secundarias que la privó de añadir el componente subjetivo (expectativas, razonamiento, sesgos, etc.) a un proceso que se desarrolla entre actores que no cuentan con información perfecta y pueden cometer errores de cálculo. A esta consideración habría que sumar también los límites propios de la parsimonia: por ejemplo, el presente trabajo no incluyó un análisis sobre el impacto que los términos legales de los títulos públicos pueda llegar a tener sobre el acuerdo o desacuerdo durante la renegociación, reduciendo la explicación del resultado a dos variables principales.

Estas últimas consideraciones abren una puerta a futuras investigaciones: ¿qué rol desempeñaron los términos legales en nuestros casos? ¿Afectan en alguna medida a nuestras hipótesis? ¿Y cómo operan las expectativas de los actores para alcanzar un acuerdo? ¿Creían los negociadores en verdad que iban a alcanzar el resultado al que terminaron llegando? Tales interrogantes requieren más estudios que continúen comparando casos ‘exitosos’ con casos ‘fallidos’ de renegociaciones. Nuestro trabajo, sin embargo, termina aquí mismo.

## Bibliografía

Abdullah, F. A. "Development of an Advanced Warning Indicator of External Debt Servicing Vulnerability", *Journal of International Business Studies* 16, (Fall 1985), 135-41.

Acosta, Alberto (2001), "Dolarización y endeudamiento externo: ¿un matrimonio por interés?", en Salvador Marconi R. (ed.), *Macroeconomía y economía política en dolarización*, Ediciones ABYA-YALA, Quito, Ecuador.

Acosta, Alberto (2002), "Ecuador deuda externa y migración, una relación incestuosa", *IDIUC*, Instituto de Investigaciones, Universidad de Cuenca, 15 de julio de 2002.

Alfaro, Laura (2014), "Sovereign Debt Restructuring: Evaluating the Impact of the Argentina Ruling", *Harvard Business Law Review*. Disponible en <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:14010997>.

Alfaro, Laura y Kanczuk, Fabio (2005), "Sovereign debt as a contingent claim: a quantitative approach", *Journal of International Economics*, 65, pp. 297-314.

Allee, Todd y Elsig, Manfred (2017), "Veto players and the design of preferential trade agreements", *Review of International Political Economy*, DOI: 10.1080/09692290.2017.1316298.

Amador, Manuel (2003), "A Political Economy Model of Sovereign Debt Repayment", *Stanford Graduate School of Business*. Disponible en <http://www.stanford.edu/amador/>.

Anand, Kartik y Gai, Prasanna (2018), "Pre-emptive sovereign debt restructuring and holdout litigation", *Deutsche Bundesbank*, N°21/2018.

Andrade A., Pablo (2005), "Democracia liberal e inestabilidad política en Ecuador. Apuntes para una interpretación política", *Oasis*, N°11, pp. 167-189.

Andreasen, Eugenia et al. (2016), "The Political Economy of Sovereign Defaults", *Journal of Monetary Economics*, Volume 104, pp. 23-36.

Andritzky, Jochen R. et al. (2007), "The impact of macroeconomic announcements on emerging market bonds", *Emerging Markets Review*, 8, pp. 20-37.

Arias Vargas, Francisco J. et al. (2016), "Metodología del Estudio de Casos", en Arias Vargas, Francisco J. (ed.), *Casos empresariales en agronegocios Perú-Colombia*, Editorial Lasallista, Antioquía, Colombia, Agosto 2016.

Arregui, Miguel (2018), "La renegociación de la deuda en 2003 y los dilemas de la izquierda", *El Observador*, 12 de septiembre de 2018. Disponible en <https://www.elobservador.com.uy/nota/la-renegociacion-de-la-deuda-en-2003-y-los-dilemas-de-la-izquierda-201896161014>.

Asonuma, Tamon (2016), "Serial Sovereign Defaults and Debt Restructurings", *IMF Working Paper*, International Monetary Fund, WP/16/65, Marzo 2016.

“Aurelius Capital Master, Ltd.”, Securities and Exchange Commission. Disponible en <https://sec.report/CIK/0001362947>.

Balkan, Erol M. (1992), “Political instability, country risk and probability of default”, *Applied Economics*, 24, 999-1008.

Batenstein, Ben; Maki, Sydney; Gertz, Marisa (2019) "One Country, Nine Defaults: Argentina Is Caught in a Vicious Cycle", *Bloomberg*, 11 de septiembre de 2019, disponible en <https://www.bloomberg.com/news/photo-essays/2019-09-11/one-country-eight-defaults-the-argentine-debacles>.

Bazzan, Gustavo (2019), “Cómo renegociar la deuda: reflexiones del funcionario que en 2003 evitó el default de Uruguay”, *Clarín*, 3 de septiembre de 2019, disponible en [https://www.clarin.com/economia/economia/renegociar-deuda-reflexiones-funcionario-2003-evito-default-uruguay\\_0\\_kVk1DFei2.html](https://www.clarin.com/economia/economia/renegociar-deuda-reflexiones-funcionario-2003-evito-default-uruguay_0_kVk1DFei2.html).

Beker, Víctor (2016), "Modern Financial Crises: Argentina, United States and Europe", en Moro, B. y Beker, Víctor A. (2016), *Modern Financial Crisis*, Financial and Monetary Policy Studies 42, Springer International Publishing, Suiza, 2016.

Benson, Drew y Raszewski, Eliana (2010), “Argentina Offers 66% Haircut on Defaulted Bonds”, BLOOMBERG NEWS, 15 de abril de 2010. Disponible en <http://www.bloomberg.com/news/2010-04-15/argentina-offers-new-bonds-to-holders-of-20-billion-debt-to-end-default.html>.

Bi, Ran; Chamon, Marcos; y Zettelmeyer, Jeromin (2013), “The Problem that Wasn’t: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings”, *European Banks for Reconstruction and Development*, Febrero 2013.

Block, Steven A. y Vaaler, Paul M. (2004), “The price of democracy: sovereign risk ratings, bond spreads and political business cycles in developing countries”, *Journal of International Money and Finance*, 23, pp. 917-946.

“Boudou: ‘La reapertura del canje de deuda tendrá mucha aceptación’”, *Cronista*, 23 de octubre de 2009. Disponible en <https://www.cronista.com/economia/Boudou-La-reapertura-del-canje-de-deuda-tendra-mucha-aceptacion-20091023-0103.html>.

Boughton, James M. (2012), *Tearing Down Walls. The International Monetary Fund 1990-1999*, International Monetary Fund, Washington D.C., 2012.

Brewer, Thomas L. y Rivoli, Pietra (1990), “Politics and Perceived Country Creditworthiness in International Banking”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 22, No. 3, pp. 367-369.

Buccheit, Lee (2013), "Sovereign debt restructuring: the legal context", *BIS Papers*, No. 72, Seminario Sovereign risk: a world without risk-free assets, Basilea, Julio 2013.

Buchheit, Lee C. y Mitu Gulati, G. (2017), "Restructuring sovereign debt after NML v Argentina", *Capital Markets Law Journal*, Vol. 12, No. 2, Abril 2017.

Buchheit, Lee C. y Mitu Gulati, G. (2018), "Reestructuración de Deuda Soberana y el Poder Ejecutivo Norteamericano", *Capital Markets Law Journal*, Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2018-55, Noviembre 2018. Disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3243663](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3243663).

Burbridge, Martín (2019), "Defaultadores: pese a las crisis el retorno compensa las pérdidas", *Cronista*, 24 de febrero de 2019, disponible en <https://www.cronista.com/finanzas-mercados/Defaultadores-pese-a-las-crisis-el-retorno-compensa-las-perdidas-20190224-0016.html>.

Burgess, Katrina y Levitsky, Steven (2003), "Explaining Populist Party Adaptation in Latin America. Environmental and Organizational Determinants of Party Change in Argentina, Mexico, Peru, and Venezuela", *Comparative Political Studies*, Vol. 36, No. 8, Octubre 2003, pp. 881-911.

Calero, César G. (2015), "Macri cierra la campaña y se ve ya en la Casa Rosada", *El Mundo*, 20 de noviembre de 2015. Disponible en <https://www.elmundo.es/america/2015/11/20/564e643022601ddf6d8b4678.html>.

Campello, Daniela (2015), *The Politics of Market Discipline in Latin America: Globalization and Democracy*, Cambridge University Press, New York, 2015.

Capoccia, Giovanni (2016), "Critical Junctures", en *The Oxford Handbook of Historical Institutionalism*, Fioretos, Orfeo; Falleti, Tulia G., y Sheingate, Adam (eds.), Oxford University Press, Oxford, 2016.

Cibeira, Fernando (2004), "'La Argentina está cumpliendo paso a paso' con el Fondo", *Página 12*, 14 de enero de 2004. Disponible en <https://www.pagina12.com.ar/diario/elpais/1-30368-2004-01-14.html>.

Citron, Joel-Tomas y Nickelsburg, Gerald (1987), "Country Risk and Political Instability", *Journal of Development Economics*, 25, pp. 385-392.

Comisión Interamericana de Derechos Humanos (1999), "Capítulo IV-Desarrollo de los Derechos Humanos en la región - Ecuador", *Informe Anual de la Comisión Interamericana de Derechos Humanos 1999*. Disponible en <https://www.oas.org/es/cidh/informes/IA.asp>.

"Con un nuevo comunicado, los fondos buitres volvieron a cuestionar al gobierno", *Cronista*, 1 de mayo de 2015. Disponible en <https://www.cronista.com/economia-politica/Con-un-nuevo-comunicado-los-fondos-buitres-volvieron-a-cuestionar-al-Gobierno-20150501-0021.html>.

Cornejo Menacho (1998), "Ecuador. Conjunción de crisis", *Nueva Sociedad*, Nro. 158, Noviembre-Diciembre 1998, pp. 21-27.

“Cristina cargó contra el ‘terrorismo económico’ de los buitres ante la ONU”, *Perfil*, 24 de septiembre de 2014. Disponible en <https://www.perfil.com/noticias/politica/CFK-cargo-contr-a-el-terrorismo-economico-de-los-buitres-ante-la-ONU-20140924-0042.phtml>.

Cuadra, Gabriel y Sapriza, Horacio (2008), “Sovereign default, interest rates and political uncertainty in emerging markets”, *Journal of International Economics*, 76, pp. 78-88.

Damill, Mario; Frenkel, Roberto; Rapetti, Martín (2005), "La deuda argentina: historia, default y reestructuración", *CEDES*, Buenos Aires, abril de 2005.

Das, Udaibir S. et al. (2010), “Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts”, *IMF Working Paper*, WP/12/203.

De Barrón, Íñigo (2002): “El Congreso uruguayo aprueba la ley que limita la retirada de fondos de la banca”, *El País*, 4 de agosto de 2002. Disponible en: [https://elpais.com/diario/2002/08/05/economia/1028498407\\_850215.html](https://elpais.com/diario/2002/08/05/economia/1028498407_850215.html).

“Década Votada”, base de datos elaborada por Andy Tow. Disponible en <https://decadavotada.andytow.com/>.

“Deuda: el Gobierno lo negaba, pero al final mejoró la oferta de Dubai”, *La Nación*, 17 de octubre de 2004. Disponible en <https://www.lanacion.com.ar/politica/deuda-el-gobierno-lo-negaba-pero-al-final-mejoro-la-oferta-de-dubai-nid645761/>.

Díaz-Cassou, Javier et al. (2008), “Recent Episodes of Sovereign Debt Restructurings. A Case-Study Approach”, *Documentos Ocasionales* N.º 0804, Banco de España.

Eaton, Jonathan y Gersovitz, Mark (1981), “Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis”, *The Review of Economic Studies*, Vol. 48, No. 2, pp. 289-309.

Eaton, Jonathan, Gersovitz, Mark; Stiglitz, Joseph (1986), "The pure theory of country risk", *European Economic Review*, 1986, vol. 30, issue 3, pp. 481-513.

“El Gobierno promulgó la ley de pago soberano de deuda”, *La Nación*, 12 de septiembre de 2014. Disponible en <https://www.lanacion.com.ar/politica/promulgaron-la-ley-de-pago-soberano-de-deuda-nid1726665/>.

“El Gobierno reestructuró el 98,8% de la deuda pública local y despejó horizonte financiero”, *Télam*, 4 de septiembre de 2020, disponible en <https://www.telam.com.ar/notas/202009/510453-canje-de-deuda-adhesion-guzman.html>.

Feder, Gershon, and L. V. Uy. "The Determinants of International Creditworthiness and Their Policy Implications", *Journal of Policy Modelling* 7 (1985), 133-56.

Fernández, Nelson (2019), “¿Qué es la salida de la deuda “a la uruguaya” que propone Alberto Fernández?, *La Nación*, 27 de septiembre de 2019, disponible en: <https://www.lanacion.com.ar/politica/que-es-salida-a-uruguaya-deuda-propone-nid2291727>.

Fisch, Jill E. y Gentile, Caroline M. (2004), “Vultures or Vanguard?: The Role of Litigation in Sovereign Debt Restructuring”, *Faculty Scholarship*. Paper 1051. Disponible en [http://scholarship.law.upenn.edu/faculty\\_scholarship/1051](http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1051).

Fontaine, Guillaume (2002), “Crisis de la gobernabilidad y dolarización en el Ecuador. Una mirada retrospectiva al golpe de Estado del 21 de enero 2000”, *Documentos del Instituto Internacional de Gobernabilidad*, No 97, 06/2002.

Freidenberg, Flavia (2006), “Izquierda vs. derecha. Polarización ideológica y competencia en el sistema de partidos ecuatoriano”, *Política y Gobierno*, Vol. XIII, Núm. 2, II Semestre de 2006, pp. 237-278.

Freidenberg, Flavia y Alcántara Sáez, Manuel (2001), *Los dueños del poder. Los partidos políticos en Ecuador (1978-2000)*, FLACSO, Quito, 2001.

Freidenberg, Flavia y Pachano, Simón (2016), *El sistema político ecuatoriano*, FLACSO, Quito, 2016.

Ganapolsky, Eduardo J. J. y Schmukler, Sergio L. (2001), “Crisis Management in Capital Markets: The Impact of Argentine Policy during the Tequila Effect”. Disponible en <https://www.researchgate.net/publication/250651709>.

Garcé, Adolfo (2015), “Cuando gobiernan los partidos. Cambios y continuidades en los dos primeros mandatos del Frente Amplio en Uruguay (2005-2014)”, en Leiras, Santiago (coord.), *América del Sur en los comienzos del nuevo milenio: entre la continuidad y el cambio*, Eudeba, Buenos Aires, Argentina, 2015.

Gill, Nathan (2015), "Eight Defaults and 180 Years Later, Ecuador to Repay Bondholders", *Bloomberg*, 18 de Noviembre de 2015, disponible en <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-19/eight-defaults-and-180-years-later-ecuador-to-repay-bondholders>.

Gohil, Akshay S. (2020), “The ‘Great Game’ of sovereign debt restructuring: solving the holdout problem. A critical analysis of the pari passu and collective action clauses in international sovereign bond contracts”. Disponible en <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>.

“Guiño a los buitres: el gobierno reabre el canje y muda a Argentina el pago”, *La Política Online*, 26 de agosto de 2013. Disponible en <https://www.lapoliticaonline.com.ar/nota/nota-93315/>.

Hagan, Sean (2020), "Sovereign Debt Restructuring: The Centrality of the IMF's Role", *Peterson Institute For International Economics*, Working Paper 20-13.

Hatchondo, Juan C. et al. (2009), “Heterogeneous Borrowers in Quantitative Models of Sovereign Default”, *International Economic Review*, Vol. 50, No. 4.

- Hatchondo, Juan C. y Martínez, Leonardo (2010), "The Politics of Sovereign Defaults", *Economic Quarterly*, Vol. 96, N. 3, pp. 291-317.
- Helleiner (2005), "The Strange Story of Bush and the Argentine Debt Crisis", *Third World Quarterly*, Vol. 26, No. 6, pp. 951-969.
- Henisz, Witold J. y Mansfield, Edward D. (2006), "Votes and Vetoes: The Political Determinants of Commercial Openness", *International Studies Quarterly*, 50, 189-211.
- Hymans, Jacques E. C. (2011), "Veto Players, Nuclear Energy, and Nonproliferation. Domestic Institutional Barriers to a Japanese Bomb", *International Security*, Vol. 36, No. 2, pp. 154-189.
- "IMF support for Uruguay's debt restructuring program", MercoPress, 24 de abril de 2003. Disponible en <https://en.mercopress.com/2003/04/24/imf-support-for-uruguay-s-debt-restructuring-program>.
- International Monetary Fund (2001), "Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises - Restructuring International Sovereign Bonds", 24 de enero de 2001.
- International Monetary Fund (2003), "Reviewing the Process for Sovereign Debt Restructuring within the Existing Legal Framework", 1 de Agosto de 2003.
- Jiménez Chaves, Viviana E. y Comet Weiler, Cornelio (2016), "Los estudios de casos como enfoque metodológico", *ACADEMO Revista de Investigación en Ciencias Sociales y Humanidades*, Diciembre 2016, Vol. 3, Nro. 2.
- Jones, Marc; Arnold, Tom; Jourdan, Adam (2020) "Argentina debt deal in sight as serial defaulter looks to avoid 'zombie land'", *Reuters*, 3 de junio de 2020. Disponible en <https://cn.reuters.com/article/instant-article/idUSKBN23A0PB>.
- Kazez, Ruth (2009), "Los estudios de caso y el problema de la selección de la muestra. Aportes del Sistema de Matrices de Datos", *Revista Subjetividad y Procesos Cognitivos*, N°13, julio de 2009, pp. 71-89.
- Kohlscheen, Emanuel (2010), "Sovereign risk: constitutions rule", *Oxford Economic Papers*, 62, pp. 62-85.
- "La Argentina ofreció 75% de quita a los acreedores", Infobae, 22 de septiembre de 2003. Disponible en <https://www.infobae.com/2003/09/22/74819-la-argentina-ofrecio-quita-75-los-acreedores/>.
- "La retención de la Fragata Libertad fue 'injusta'", Página 12, 21 de junio de 2013. Disponible en <https://www.pagina12.com.ar/diario/elpais/1-222788-2013-06-21.html>.
- LADB (2000), "Bondholders Approve Ecuador's Debt Restructuring Proposal", *Larin America Digital Beat*, University of New Mexico, 18 de agosto de 2000.
- Lanzaro, Jorge L. (2013), "Centro presidencial: estudio sobre Alto Gobierno en Uruguay", *Instituto de Ciencia Política*, Universidad de la República.

Latinobarómetro, Análisis Online. Disponible en <https://www.latinobarometro.org/la>.

Lee, Suk H. (1991), "Ability and willingness to service debt as explanation for commercial and official rescheduling cases", *Journal of Banking and Finance*, 15, pp. 5-27.

Lequesne-Roth, Caroline (2018), "La fin des 'vautours'? Retour sur le contentieux stratégique des dettes souveraines", *Revue internationale de droit économique*, 2018/3, págs. 351-367.

Levitsky, Steven y Roberts, Kenneth M. (2011), "Introduction: Latin America's 'Left Turn': A Framework for Analysis", en *The Resurgence of the Latin American Left*, Levitsky, Steven y Roberts, Kenneth M. (eds.), The Johns Hopkins University Press, Baltimore, 2011.

Lijphart, A. (1971) "Comparative Politics and the Comparative Method", *The American Political Science Review*, Vol. 65: 3, Washington DC: American Political Science Association.

Lupu, Yonatan (2015), "Legislative Veto Players and the Effects of International Human Rights Agreements", *American Journal of Political Science*, 59 (3).

Macluf, Jesús E.; Delfín Beltrán, Luis A.; Gutiérrez González, Leonor (2008), "El estudio de caso como estrategia de investigación en las ciencias sociales", *Ciencia Administrativa* 2008-1, pp. 7-10.

Mamone, Ignacio (2020), "Time for a haircut: political regimes and sovereign debt restructurings", *International Interactions*, 2020, vol. 46, no. 3, pp 372-401.

Manzoni, Carlos (2020) "Default o no default: qué pasaría con la economía argentina en cada uno de esos escenarios", *La Nación*, 15 de marzo de 2020, disponible en <https://www.lanacion.com.ar/economia/deuda-publica-default-o-no-default-que-pasaria-con-la-economia-argentina-en-uno-y-otro-caso-nid2343261>.

Martínez, Juan y Santiso, Javier (2003), "Financial Markets and Politics: The Confidence Game in Latin American Emerging Economies", *International Political Science Review*, Vol. 24, No. 3, pp. 363-395.

Miller, Marcus y Thomas, Dania (2006), "Sovereign debt restructuring: the Judge, the vultures and creditor rights", *Warwick Economic Research Papers*, August 2006.

Moser, Christoph (2007), "The Impact of Political Risk on Sovereign Bond Spreads – Evidence from Latin America", *German Development Economics Conference*, Göttingen, No. 24, Verein für Socialpolitik, Ausschuss für Entwicklungsländer.

Muse-Fisher, John (2004), "Starving the Vultures: *NML Capital v. Republic of Argentina* and Solutions to the Problem of Distressed-Debt Funds", *California Law Review*, 2004, pp. 1671-1726.

Nelson, Stephen C. y Steinberg, David A. (2018), "Default Positions: What Shapes Public Attitudes about International Debt Disputes?", *International Studies Quarterly*, pp. 1-14.

- Nemiña, Pablo y Val, María E. (2018), “El conflicto entre la Argentina y los fondos buitres. Consecuencias sobre los procesos de reestructuración de deuda soberana”, *Cuadernos de Economía Crítica*, vol. 5, núm. 9, págs. 45-68.
- Nogués, Julio y Grandes, Martín (2001), “Country Risk: Economic Policy, Contagion Effect or Political Noise?”, *Journal of Applied Economics*, Vol. IV, No. 1, pp. 125-162.
- Nunnenkamp, Peter y Picht, Harmut (1989), “Willful Default by Developing Countries in the 1980s: A Cross-Country Analysis of Major Determinants”, *Weltwirtschaftliches Archiv*.
- O’Reilly, Robert F. (2005), “Veto points, veto players, and international trade policy”, *Comparative Political Studies*, Vol. 38 No. 6, 652-675.
- “Otro giro de Macri: ahora con los fondos buitres”, *Ámbito*, 3 de agosto de 2015. Disponible en <https://www.ambito.com/politica/otro-giro-macri-ahora-los-fondos-buitre-n3901752>.
- Padua, J. et al. (1979), *Técnicas de investigación aplicadas a las ciencias sociales*, Fondo de Cultura Económica, Chile, 1994.
- Pantzalis, Christos et al. (2000), “Political elections and the resolution of uncertainty: The international evidence”, *Journal of Banking & Finance*, 24, pp. 1575-1604.
- Peritz, Lauren (2020), “When are International Institutions Effective? The Impact of Domestic Veto Players on Compliance with WTO Rulings”, *International Studies Quarterly* 64, 220–234.
- Pitchford, Rohan y Wright, Mark L. J. (2012), "Holdouts in Sovereign Debt Restructuring: A Theory of Negotiation in a Weak Contractual Environment", *The Review of Economic Studies*, Vol. 79, No. 2, Abril 2012, pp. 812-837.
- Porzecanski, Arturo C. (2017), “Sovereign Debt Restructuring After Argentina”, disponible en <https://www.researchgate.net/publication/316527253>.
- ProMedia. (s/f). Uruguay Crisis 2002 Código País [Archivo de video]. Recuperado de [https://www.youtube.com/watch?v=z-nacACOikE&t=1714s&ab\\_channel=ProMedia](https://www.youtube.com/watch?v=z-nacACOikE&t=1714s&ab_channel=ProMedia).
- “Protesta contra el acuerdo frente al Congreso”, *Página 12*, 15 de marzo de 2016. Disponible en <https://www.pagina12.com.ar/diario/ultimas/20-294640-2016-03-15.html>.
- Putnam, Robert D. (1988), "Diplomacy and Domestic Politics: The Logic of Two-Level Games", *International Organization*, Vol. 42, No. 3., pp. 427-460.
- Reinhart, Carmen y Rogoff, Kenneth (2004), "Serial Default and the "Paradox" of Rich-to-Poor Capital Flows", *American Economic Review*, Mayo 2004.
- Relea, Francesc (2004), “Kirchner: ‘No pagaremos deuda a costa del hambre y exclusión de millones de argentinos’”, *El País*, 1 de marzo de 2004. Disponible en [https://elpais.com/diario/2004/03/02/internacional/1078182016\\_850215.html](https://elpais.com/diario/2004/03/02/internacional/1078182016_850215.html).

Saiegh, Sebastián M. (2009), "Coalition Governments and Sovereign Debt Crises", *Economics & Politics*, Julio 2009, Vol.21, No2.

Scaletta, Claudio (2004), "El FMI y el Banco Mundial no cumplen su rol", Página 12, 3 de noviembre de 2004. Disponible en <https://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-43140-2004-11-03.html>.

Scofield, Heather (2000), "The man who toppled Ecuador's economy", *The Globe and Mail*, 19 de enero de 2000. Disponible en <https://www.theglobeandmail.com/report-on-business/the-man-who-toppled-ecuadors-economy/article25453588/>.

Shay Kamlani, Deirdre (2008), *The Four Faces of Power in Sovereign Debt Restructuring: Explaining Bargaining Outcomes Between Debtor States and Private Creditors Since 1870*, tesis presentada al Departamento de Relaciones Internacionales de la London School of Economics and Political Science, Londres, Febrero 2008.

Shreeharsha, Vinod (2011), "Sovereign Default: A tale of two countries", *Global Markets*, 20 de Septiembre de 2011, disponible en <https://www.globalcapital.com/article/yvxky7ls7csl/sovereign-default-a-tale-of-two-countries>.

Simpson, Lucio (2006), "The Role of the IMF in Debt Restructurings: Lending Into Arrears, Moral Hazard, and Sustainability Concerns", *United Nations Conference on Trade and Development*, G-24 Discussion Paper Series, No. 40, May 2006.

Smink, Verónica (2009), "Argentina reabre el canje de deuda", *BBC News*, 23 de octubre de 2009. Disponible en [https://www.bbc.com/mundo/economia/2009/10/091022\\_0021\\_argentina\\_deuda\\_rb](https://www.bbc.com/mundo/economia/2009/10/091022_0021_argentina_deuda_rb).

Stake, R. (1994) "Case Studies", en Denzin N. y Lincoln, Y. et al., *The Sage Handbook of Qualitative Research*. California: Sage.

Stone, Randall W. (2008), "The International Monetary Fund: A Review of the Recent Evidence", *The Review of International Organizations* 3 (2), pp. 123-149 disponible en [https://www.researchgate.net/publication/226751152\\_The\\_International\\_Monetary\\_Fund\\_A\\_Review\\_of\\_the\\_Recent\\_Evidence](https://www.researchgate.net/publication/226751152_The_International_Monetary_Fund_A_Review_of_the_Recent_Evidence).

Stone, Randall W. (2008b), "The Scope of IMF Conditionality", *International Organization* 62 (04), pp. 589-620, disponible en [https://www.researchgate.net/publication/23565366\\_The\\_scope\\_of\\_IMF\\_conditionality](https://www.researchgate.net/publication/23565366_The_scope_of_IMF_conditionality).

Strickland, Tapas (2014), "Sovereign Debt Restructuring: Recent Issues and Reforms", *Bulletin of the Reserve Bank of Australia*, Diciembre 2014, pp. 73-79.

Sturzenegger, Federico y Zettelmeyer, Jeromin (2005), "Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005", *IMF Working Paper*.

Tapia, Evelyn (2020), "Ecuador, 190 años renegociando deuda externa", *El Comercio*, 19 de julio de 2020, disponible en <https://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-renegociando-deuda-externa-gobiernos.html>.

"The good debtor", *The Economist*, 27 de febrero de 2003. Disponible en <https://www.economist.com/the-americas/2003/02/27/the-good-debtor>.

Todd, Alexandria L. (2015), "Defaulting the Purpose: The Future of Foreign Sovereign Debt Restructuring in the Wake of Argentina's Debt Crisis", *Brooklyn Law Review*, Volume 81, Issue 1, 2015.

Tomz, Michael y Wright, Mark L. J. (2007), "Do Countries Default in 'Bad Times'?", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5, pp. 352-360.

Torija Zane, Edgardo (2016), "Sovereign Debt Restructurings: Lessons learned from legislative steps taken by certain countries and other appropriate action to reduce the vulnerability of sovereigns to holdout creditors", Side-Event of the Second Committee of the UNGA organized by UNCTAD, 26 October 2016, UN Headquarters, New York.

Trebesch, Christoph (2008), "Delays in Sovereign Debt Restructurings. Should we really blame the creditors?", *Proceedings of the German Development Economics Conference*, Zurich 2008 44, Verein für Socialpolitik, Research Committee Development Economics.

Trebesch, Christoph (2018), "Resolving sovereign debt crises: The role of political risk", *Kiel Working Paper*, No. 2111, Kiel Institute for the World Economy (IfW).

Tsebelis, George (2006), *Jugadores con veto. Cómo funcionan las instituciones políticas*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.

"Uruguay concretó con éxito el canje de deuda", *La Nación*, 16 de mayo de 2003. Disponible en <https://www.lanacion.com.ar/economia/uruguay-concreto-con-exito-el-canje-de-deuda-nid496547/>.

Val, María E. (2017), "El accionar de los 'fondos buitres': una caracterización a partir del conflicto con la República Argentina", *Relaciones Internacionales*, N°52/2017, págs. 163-180.

Val, María E. (2019), "Los resultados del canje de deuda argentino de 2005: una problemática multidimensional", *Revista Pilquen*, Vol. 22, N°4, oct/dic 2019.

Valencia, Alexandra y Ellsworth, Brian (2021), "Candidato a presidencia de Ecuador dice que no cumplirá condiciones de acuerdo con el FMI", *Reuters*. Disponible en <https://www.reuters.com/article/ecuador-deuda-idLTAKBN29P2L6>.

Valli, Patricia (2016), "Macri les pagó a los buitres y la Argentina salió del default", *Perfil*, 23 de abril de 2016. Disponible en <https://www.perfil.com/noticias/economia/macri-les-pago-a-los-buitres-y-la-argentina-salio-del-default-0422-0102.phtml>.

Van Rijckeghem, Caroline y Weder, Beatrice (2008), "Political institutions and debt crises", *Public Choice*, 138, pp. 387-408.

Wende, Pablo (2004), "Kirchner descarta pago efectivo a acreedores y traba más un acuerdo", *Ámbito*, 10 de Mayo de 2004. Disponible en <https://www.ambito.com/economia/kirchner-descarta-pago-efectivo-acreedores-y-traba-mas-un-acuerdo-n3272707>.

Yin, R. (1994), *Case study research: Design and methods*, California: Sage.

Zoli, Edda (2005), "How does fiscal policy affect monetary policy in emerging market countries?", *BIS Working Papers*, no 174, Abril 2005.

## ANEXO

### Cuadro 1: Mecanismos causales

#### 1) Voluntad de pago (gobierno deudor)

Como el nombre de esta variable indica, la probabilidad de default incrementa significativamente cuando no hay voluntad (*willingness*) de un gobierno para pagar la deuda contraída. Para estos autores un default puede ser explicado por la voluntad del soberano al momento de pagar/no pagar sus obligaciones.

#### 2) Noticias/Anuncios políticos

A modo de ejemplo, Moser (2007) analiza el impacto del ‘riesgo político’ sobre los spreads de bonos soberanos (como indicador de default). Para el autor ciertas noticias y anuncios políticos (principalmente el cambio de Ministro de Finanzas/Economía) incrementan de manera instantánea el spread de los bonos soberanos aumentando así el riesgo de default.

#### 3) Alternancia política (oficialismo-oposición), Elecciones

Pantzalis et al. (2000) aseguran, en base a un estudio de 33 países durante 1974-1995, que las elecciones y la expectativa de una alternancia política moldean las perspectivas de default para un Estado. Esto es así porque los mercados tienden a responder a nueva información disponible respecto a la política monetaria y fiscal de un país. De este modo, eventos políticos de importancia mayor como las elecciones son seguidos de cerca por los inversores, quienes revisan sus expectativas en base al resultado de tales eventos.

#### 4) Tipo de régimen/Forma de gobierno

Mamone (2020) observa diferencias entre gobiernos autoritarios y democráticos al momento de pagar deudas con acreedores externos. Alcanzar acuerdos rápidamente es difícil en democracia por diversos motivos: existen numerosos frenos y contrapesos institucionales, el gobierno debe considerar el impacto electoral de un eventual acuerdo con los acreedores, y esta decisión es tomada en un marco de alta transparencia y deliberación pública. Por ello las democracias no sólo necesitan más tiempo que los regímenes autoritarios para alcanzar un acuerdo sino que, a pesar del supuesto costo reputacional que implica el default, los gobiernos democráticos

cuentan con mayores incentivos a nivel doméstico que hacen más probable la quita de deuda.

#### 5) Comportamiento del gobierno

Díaz-Cassou et. al (2008) observan variables políticas/no-económicas tales como la transparencia y cooperación del gobierno, la existencia de tradiciones de ‘cultura de crédito’ así como la actitud con la que un gobierno encara un proceso de renegociación de deuda y el marco institucional en el cual se desarrolla. Estas variables aumentan o disminuyen la probabilidad de default.

#### 6) Incertidumbre/Inestabilidad política

Brewer y Rivoli (1990) centran su análisis en la inestabilidad política entendida como cambio en la cabeza de gobierno y el grupo gobernante durante un período de tiempo determinado. No obstante, también incluyen otros factores como la (in)existencia de conflictos armados. De este modo, la inestabilidad política (recambio electoral o golpe de Estado contra los gobiernos) es una variable que explica en gran medida la percepción de solvencia (*creditworthiness*) de un Estado.