



Centro de
Investigaciones
en Política y
Economía
Internacional

Análisis CIPEI N°1
09/2020

El proceso de reestructuración de la deuda argentina 2020: ¿demasiado poco?

Por

José Fernández Alonso



FACULTAD DE CIENCIA POLÍTICA
Y RELACIONES INTERNACIONALES
UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO

UNR

Universidad
Nacional
de Rosario

El proceso de reestructuración de la deuda argentina 2020: ¿demasiado poco?

Por José Fernandez Alonso¹

El viernes 4 de septiembre se concretó el canje de los instrumentos de deuda soberana argentina con jurisdicción extranjera alcanzados por el proceso de reestructuración instrumentado por el gobierno del Frente de Todxs. Esta operación, habilitada tras la aceptación en mayoría de los tenedores de los bonos "elegibles" -conforme el argot jurídico-financiero-, implicó el cierre de un enrevesado complejo de negociaciones extendido por poco más de ocho meses entre funcionarios de la administración presidida por Alberto Fernández y representantes de los acreedores privados del país, grandes fondos de inversión extranjeros en buena medida. Del mismo modo, y en continuidad con lo recién anunciado, el mentado intercambio de títulos "viejos" por otros "nuevos" habilitó la progresión de la carta u hoja de ruta proyectada por el gobierno argentino en búsqueda de un reordenamiento integral del endeudamiento soberano nacional. En este sentido, conviene advertir que al cierre de las tratativas con los tenedores de títulos públicos emitidos bajo jurisdicción extranjera, los decisores político-económicos de la gestión Fernández iniciaron negociaciones con los poseedores de obligaciones públicas emitidas bajo jurisdicción local para avanzar luego en las discusiones con los acreedores oficiales del país: el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Club de París, en lo principal. Como última etapa de este esquema, se inscribe la reestructuración de las deudas a nivel subnacional.

Lejos de resultar una excepcionalidad propia de un "país errático" e "incumplidor serial de sus compromisos financieros externos" tal cual el relato propugnado por ciertos acreedores durante las negociaciones y replicado afanosamente por vastos sectores de la oposición y medios masivos de comunicación, lo cierto es que los procesos de reestructuración de deuda soberana resultan una constante del sistema financiero internacional contemporáneo. Conforme exponen Cruces y Trebesch (2013), desde 1970 hasta 2013, se registraron 187 episodios de reestructuración de deuda de Estados con acreedores privados, esto es, con

¹ Doctor en Relaciones Internacionales por la Universidad Nacional de Rosario (UNR). Máster en Agente Financiero y Negocio Bancario por la Universidad de Alcalá de Henares (UAH). Investigador adjunto del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET). Docente de Economía Internacional en la Licenciatura en Relaciones Internacionales de la Facultad de Ciencia Política y Relaciones Internacionales de la UNR. Co-coordinador del Grupo de Estudios sobre Finanzas Internacionales. Investigador del Centro de Investigaciones en Política y Economía Internacional (CIPEI).

bancos y tenedores de títulos públicos. Estos procesos de reestructuración alcanzaron a 80 Estados, categorizados casi en su totalidad como en desarrollo y/o emergentes. Aunque resulte una verdad de perogrullo, conviene reparar que la existencia de un número mayor de reestructuraciones que de Estados reportados da cuenta que muchos de ellos se vieron obligados a revisar las condiciones en las que renegociaron sus deudas al poco tiempo, poniendo en evidencia la ineficacia de los procesos para generar un alivio financiero y un horizonte sostenible en el cumplimiento de las obligaciones soberanas. En breve, soluciones de reestructuración -sean mediante recortes de capital y/o intereses, de extensión de plazos de maduración, de reescritura de las condiciones contractuales, o una combinación de las opciones anteriores- que terminaron reportándose como “demasiado poco” (Guzmán y Stiglitz, 2016). De acuerdo con lo expuesto por Guzmán y Lombardi (2018), la necesidad de revisión de las condiciones alcanzadas en los procesos de reestructuración con tenedores privados de títulos públicos en el período posterior de tres años alcanzó al 49,2% de los casos registrados entre 1970 y 2013. Al extenderse el período temporal a cinco años, los autores precitados advierten que el 54,7% de los casos cayeron en cesación de pagos y/o debieron encarar una nueva reestructuración.

A tales efectos, resulta imperioso en paralelo al caso de la República Argentina, cuatro Estados condujeron sus respectivos procesos de reestructuración con acreedores privados, a saber: Líbano, Kenia, Zambia y Ecuador. Según las proyecciones de instituciones internacionales y especialistas en el tema, la crisis derivada de la pandemia asociada al COVID-19 no hará sino multiplicar los episodios de reestructuración (Marchesi y Masi, 2020; Bolton et. al, 2020).

El propósito del presente artículo es el de analizar el proceso de reestructuración de deuda soberana argentina bajo legislación extranjera conducido bajo la administración de Fernández. Para el desarrollo de tal objetivo, se propone considerar específicamente el modo en el que se canalizaron los tres problemas presentes en todo proceso de reestructuración conforme el entender de Buchheit et. al. (2020): 1. las diferencias respecto al horizonte temporal en el cual arribar a un acuerdo; 2. Información asimétrica y; 3. el problema de la coordinación entre los acreedores.

Se entiende que el abordaje del modo en el que se encauzaron estos problemas en el transcurso de las negociaciones entre la República Argentina y sus acreedores internacionales permite echar luz no solo sobre la estructura y la dinámica que asumirán el endeudamiento soberano del país en lo venidero sino también sobre el modo en el que se encarrilarán los procesos de reestructuración de las deudas soberanas a escala global.

El proceso de reestructuración de la deuda argentina en problemas

A semejanza de lo ocurrido con la mayor parte de los gobiernos que se sucedieron desde la vuelta democrática en 1983, la administración Fernández (diciembre de 2019, en adelante) inició sus funciones en el contexto de una crisis de deuda soberana. En este marco, conviene recordar que tras los resultados obtenidos en las primarias abiertas simultáneas obligatorias (PASO) en agosto de 2019, el entonces presidente Mauricio Macri y su alianza Cambiemos -renombrada Juntos por el Cambio en vistas a la contienda electoral- reconoció las limitaciones del país para honrar sus compromisos financieros precipitando una reprogramación de los pagos y vencimientos de diversos títulos públicos de corto plazo². Este aplazamiento -denominado eufemísticamente como “reperfilamiento” por el equipo político-económico del gobierno- implicó una postergación de pago de aproximadamente 13.000 millones de dólares para el año 2020 y valió para que las calificadoras de riesgo catalogaran al país como en situación de “*default* selectivo” al haberse quebrantado los términos contractuales incorporados en los instrumentos afectados por la decisión gubernamental (Cronista, 31 de agosto de 2019). En paralelo a la reprogramación de las obligaciones de corto plazo, la gestión de Macri envió un proyecto de ley al Congreso en aras de reprogramar compromisos financieros de mediano y largo plazo. De acuerdo con las formulaciones de no pocos referentes políticos y académicos (del entonces candidato Fernández, entre ellos), el reconocimiento de las dificultades del gobierno de Macri para honrar las obligaciones soberanas devenía una resultante lógica del esquema de endeudamiento ejecutado por la gestión desde diciembre de 2015, la cual había sido por cierto anticipada en los primeros meses de 2018 con la reversión de los flujos de capital desde los países en desarrollo hacia los desarrollados y la solicitud de un crédito extraordinario con el FMI por aproximadamente 57.000 millones de dólares.

Fue en este escenario crítico, condicionado por una deuda soberana bruta algo superior a los 323.000 millones dólares y vencimientos de capital e intereses mayores a 66.700 millones de dólares³, en el cual Fernández asumió la presidencia de la Nación. Habida cuenta de la gravitación del problema de marras en la agenda política-económica nacional, el mandatario del Frente de Todxs convocó a Martín Guzmán, uno de los referentes académicos de mayor renombre nacional e internacional en materia de reestructuración de deudas soberanas, para ocupar el Ministerio de Economía y encabezar desde allí las negociaciones con los acreedores del país.

² La reprogramación de estas obligaciones se instauró mediante un decreto de necesidad y urgencia (DNU 596/2019) fechado el 28 de agosto de 2019.

³ Datos correspondientes al Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) (2020) y a la Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC) (2020).

La empresa por la reestructuración de la deuda operó como eje estructurante de la agenda gubernamental, lo cual dio cuenta del interés del gobierno por llegar a pronto a un acuerdo con los acreedores privados. Esto es, en otros términos, la determinación de no extender una crisis de deuda en el tiempo a los fines de evitar reeditar la restricción financiera reportadas en las experiencias de gobierno anteriores. En coincidencia con lo formulado por Nemiña y Val (2020, p. 7), se remarca que apenas asumido el gobierno “promovió la Ley 27.544 de Sostenibilidad de la Deuda Externa, que el Congreso sancionó casi por unanimidad. La ley habilita a encarar una reestructuración que permita restablecer la sostenibilidad de la deuda, uno de los nueve principios básicos aplicables a las reestructuraciones de deuda soberanas aprobados en 2015 por la Asamblea General de las Naciones Unidas, a instancias del Grupo de los 77 países más China, y que Argentina incorporó como legislación de orden público ese mismo año”.

La primera oferta de reestructuración fue formalmente presentada el 21 de abril. Dicha propuesta alcanzó a 21 instrumentos de deuda soberana nominados en dólares, euros y francos suizos por un total nominal cercano a los 66.700 millones de dólares. Para su reestructuración, se formuló la emisión de 10 bonos nuevos (5 en dólares y 5 en euros), con una reducción de capital de hasta 12% en títulos cortos y un promedio de tasa de interés del 2,3%, lo cual resultaba en un Valor Presente Neto (NPV) de alrededor de 40 dólares. Asimismo, se aspiraba a un “período de gracia” de tres años, al comenzar a pagar intereses en 2023 (esto es, al promediar del período presidencial) y se resolvía no reconocer los intereses acumulados y no pagados a la fecha de los bonos en circulación. En términos globales, esta primera propuesta propendía a una reducción de deuda cercana a los 41.500 millones de dólares (Ministerio de Economía, 2020a). Llegado este punto, conviene marcar que estos términos se planteaban en línea con un informe publicado por el FMI semanas anteriores respecto a las condiciones que garantizarían recuperar y preservar la sostenibilidad de la deuda soberana argentina (IMF, 2020).

Como era de prever, la oferta inicial conoció pronto el rechazo de los tenedores de los títulos alcanzados por el proceso de reestructuración. En este contexto, resulta imperioso comenzar por señalar que el universo de las contrapartes en las negociaciones por la reestructuración resultó muy disímil al reportado en los episodios de 2005 y 2010. En este sentido, conviene advertir que no se trató de una multiplicidad de actores de carácter disímil y dispersos en diversas latitudes, sino de un contingente de tenedores de títulos públicos -fondos de inversión, en su mayor parte- los cuales convergieron pronto en tres grandes asociaciones o comités, a saber: el Grupo *Ad Hoc* de Bonistas Argentinos, el Comité de Acreedores de Argentina y el Grupo de Bonistas del Canje.

Esta mayor uniformidad y capacidad asociativa de los acreedores no implicó la resolución inmediata del problema de coordinación arriba mencionado. En este

respecto, debe recalcar que cada uno de estos agentes contaron con incentivos diferentes, tanto en términos económicos como contractuales, todo lo cual fue evidenciado sobretodo en las primeras etapas de negociación.

Lejanos en propósito y posibilidades de presentar aquí un análisis exhaustivo de estos comités, es de notar que los mayores puntos de divergencia estuvieron entre el Grupo *Ad Hoc* de Bonistas Argentinos y el Comité de Acreedores de Argentina con el Grupo de Bonistas del Canje. En este marco, ha de destacarse que mientras que mientras aglutinaron a tenedores institucionales de títulos públicos emitidos durante el gobierno de Macri; el último grupo reunió a inversores también su mayor parte institucionales con instrumentos de deuda soberana reestructurada en los tramos de 2005 y 2010.

En consideración de lo antedicho, se advierte que este último grupo construyó su posición negociadora a partir de la idea que ya habían experimentado un recorte de sus acreencias en los canjes anteriores, por lo que los mayores ajustes debían recaer en todo caso sobre el resto de los tenedores de bonos. Del mismo modo, este grupo de acreedores argüía que las cláusulas de acción colectivas (CAC) contenidas en los títulos públicos en su poder eran más favorables que las presentes en los bonos emitidos por la administración Macri y en los ofrecidos en el canje, en conformidad con los lineamientos de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (*ICMA*, por sus siglas en inglés) emanados en 2014⁴. Este grupo, compuesto por *Monarch*, *BH*, *Cyrus*, entre otros, aseguran tener el 32% de los bonos a reestructurar por un total de 21.000 millones de dólares. El mismo presentó una propuesta de renegociación basado en un esquema de dos bonos nominados en dólares y euros con vencimiento de 2033 y 2040, con un año de gracia para el pago de intereses y una tasa del cupón incremental. En términos concretos, el valor presente neto de la propuesta se ubicaba en niveles superiores a lo formulado primeramente por el país al reportarse entre una franja de 54 a 68 centavos por dólar.

El Comité Ad Hoc de Bonistas Argentinos (*AHBG*, por sus siglas en inglés) fue, por su parte, el grupo que tuvo una posición más férrea. Liderado por el fondo de inversión *BlackRock* (quien expuso una propuesta en solitario el 8 de mayo), *Ashmore* y *Fidelity*, este comité presentó su contraoferta primera de esquema de bonos semejante a la planteada por Argentina, aunque muy diferente en materia de pretensiones de alivio efectivo de deuda. En este respecto, se advierte que la primera contraoferta de este grupo planteaba un período de gracia solo para 2020 y un cupón variable con un promedio de 4,4% anual. De esta manera, el

⁴ A modo ilustrativo, baste señalar que mientras que los bonos emitidos en el proceso de reestructuración de 2005/2010 contaban con cláusulas que exigen la aceptación del 85% para la aprobación de una modificación contractual, los emitidos a partir de 2014 exigen umbrales menores para extender los términos del canje a todos los tenedores de títulos públicos objeto de la reestructuración y evitar así las obstrucciones eventuales de los denominados "fondos buitres". Estudios detallados respecto a las CAC pueden encontrarse en Manzo (2019) y Fernández Alonso (2019).

valor presente de los títulos nuevos se ubica entre 58 a 67 centavos por dólar. En breve, una cifra harto alejada a los 40 centavos planteados por el gobierno argentino.

Finalmente, el Comité de Acreedores de Argentina (ACC, por su sigla en inglés), conformado por *Fintech Advisory* y *Gramercy*, formuló una propuesta que consideraba un año de gracia y un cupón promedio de 5,03%. Asimismo, y en concordancia con la propuesta anterior, se reclamaba el pago de los intereses y capital vencido al momento del canje.

Las diferencias de propuestas entre estos grupos fueron sorteándose en el transcurrir de las negociaciones al punto de generar un comunicado conjunto y forzar una nueva oferta del gobierno, la cual se acercó a las pretensiones económicas de los diferentes grupos al tiempo de hacer lugar a buena parte de las respectivas demandas jurídico-contractuales. Concretamente, las principales modificaciones de la nueva propuesta de Argentina fueron las siguientes: se redujo la quita de capital a 3% en los bonos globales (emitidos entre 2016 y 2018); se incrementó el cupón promedio de los títulos nuevos a 3,2%; se redujo el período de gracia a un año, se incluyó un título que reconoce los intereses acumulados y no pagados hasta el 22 de abril; se permitió que los bonos elegibles de la reestructuración anterior mantuviesen las condiciones de sus contratos (denominadas técnicamente *Indenture 2005*); por último, se habilitó a que los tenedores de bonos en euros y francos suizos pudieran optar por canjearlos por títulos en dólares (Ministerio de Economía, 2020b).

Así pues, el 4 de agosto el Ministro de Economía Guzmán anunció que había llegado a un acuerdo con los tres grandes grupos de tenedores de títulos públicos abriéndose un breve período de consultas para ultimar los términos contractuales de los bonos a emitir y consumir consecuentemente la operatoria del canje (Ministerio de Economía, 2020c).

El acuerdo, alcanzado a ocho meses y medio de anunciado el inicio del proceso de reestructuración, se ubicó en un tiempo menor al promedio de los episodios reportados entre 1998 y 2010: trece meses (Das et. al., 2012). La resolución relativamente pronta de las negociaciones marcó la convergencia de los diferentes actores involucrados de cerrar el proceso de reestructuración lo más cercano en el tiempo. Son diversas las causas motoras que pueden identificarse en esta concurrencia de intereses por cerrar pronto un trato. Por una parte, y conforme lo anunciado líneas arriba, la determinación del gobierno nacional de no reeditar un escenario aciago de confrontación con los acreedores. Por otra parte, la urgencia de los diferentes agentes de garantizarse un elemento de seguridad ante un panorama nacional e internacional atravesado por la incertidumbre derivada de la pandemia. La solución de este problema inherente a todo proceso de reestructuración estuvo íntimamente asociada a aquel otro referido a la información asimétrica. En este marco, deviene imperioso marcar que la pandemia, de externalidades aún insondables, trastocó toda previsión

respecto a la capacidad de pago del país, tanto para el gobierno nacional como para los grupos de tenedores de títulos públicos alcanzados por la reestructuración. En este contexto, no pudieron prosperar cuestionamientos por parte de los acreedores en torno a que el gobierno nacional podía aprovecharse del proceso de negociación con información asimétrica "al conocer con mejor detalle su capacidad para pagar y ofreciendo consiguientemente una quita de deuda superior"⁵ (Buchheit et. al, 2020).

Reflexiones finales

El cierre del canje de la deuda en jurisdicción extranjera marcó un hito en la estrategia de reestructuración del gobierno del Frente de Todxs. En este sentido, se indica que la aceptación del 93,55% del capital alcanzado por la reestructuración redundó en un reordenamiento cuasi pleno al extenderse las condiciones del canje al 99,9% del total de los bonos elegibles merced la activación de las respectivas CAC. Esta solución resulta un logro a la luz de la experiencia reciente de la República Argentina al inhibir la judicialización de la crisis de la deuda.

Para alcanzar el acuerdo, el gobierno nacional debió ajustar efectivamente su oferta inicial a las demandas económicas y contractuales de los grupos de acreedores. A tales efectos, se menciona que la quita final no se correspondió con las pretensiones originales del gobierno las cuales habían sido formuladas a tono con el informe del FMI respecto a las condiciones para recuperar la sostenibilidad de la deuda soberana argentina. Si bien excede a esta comunicación indagar sobre los intereses subyacentes del organismo en tanto acreedor del país cuya deuda se reestructurará en los próximos meses, se impone reconocer que se trató de un arreglo labrado en un escenario atravesado por las desmejoras de los indicadores económicos y sociales y la agudización de las incertidumbres derivadas de la pandemia.

Para concluir, se repara que el gobierno agenció una reducción no menor de los compromisos financieros fruto de la reducción de la tasa de interés promedio del 7% al 3,09% y la quita de capital promedio del 1,9% (Ministerio de Economía, 2020d). En términos concretos, la reestructuración de la deuda en jurisdicción soberana implica una merma de los compromisos financieros externos cercano a los 32.000 millones de dólares. Adicionalmente, pudo modificar raudamente el perfil de vencimientos de capital e intereses, lo cual habilita a que el gobierno destine mayores recursos para la recuperación de la economía en el corto y mediano plazo y desplace consiguientemente el grueso de las obligaciones para 2028. Sólo el paso del tiempo, con la resolución de las externalidades de la pandemia del COVID-19 mediante, podrá marcar que si el alivio derivado de la

⁵ Traducción propia.

reestructuración fue suficiente o “demasiado poco”, tal cual lo reportado en la mayor parte de los episodios de los últimos decenios al entender de Stiglitz y el propio Guzmán (2016).

Referencias Bibliográficas

- Buchheit, L.; Chabert, L.; DeLong, Ch. y Zettelmeyer, J., (2020). The Restructuring Process. Ali Abbas, S.; Pienkowski, A. y Rogoff, K. (Eds.), *Sovereign Debt. A Guide for Economists and Practitioners*. Oxford University Press.
- Bolton, P., Buchheit, L., Gourinchas, P., Gulati, M., Hsieh, Ch., Panizza, U., Weder di Mauro, B. (2020). Born Out of Necessity: A Debt Standstill for COVID-19. *CEPR Policy Insight*, No 103. https://cepr.org/active/publications/policy_insights/viewpi.php?pino=103
- Cruces, J. y Trebesch, Ch. (2013). Sovereign Defaults: The Price of Haircuts. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5(3), 85-117.
- Das, U.; Papaioannou, M. y Trebesch, Ch. (2020). “Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts”. *IMF Working Paper WP/12/203*. International Monetary Fund.
- Fernandez Alonso, J. (2019). “Crisis de deuda soberanas: aproximaciones en torno al debate contemporáneo de los mecanismos de reestructuración”. *Estudos Internacionais Revista de Relações Internacionais da PUC Minas* 7(1):7-24.
- Guzmán, M. y Stiglitz, J. (2016). Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring that Works. Guzmán, M., Ocampo, J. y Stiglitz, J. *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*. Columbia University Press.
- Guzman, M. y Lombardi, D. (2017). Assessing the Appropriate Size of Relief in Sovereign Debt Restructuring (December 12, 2017). *Columbia Business School Research Paper*, No. 18-9. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3088081>
- International Monetary Fund (IMF) (2020). Technical Assistance Report—Staff Technical Note On Public Debt Sustainability. *IMF Country Report* No. 20/83. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/03/20/Argentina-Technical-Assistance-Report-Staff-Technical-Note-on-Public-Debt-Sustainability-49284>
- International Capital Market Association (ICMA) (2014). “Standard Aggregated Collective Action Clauses (‘CACs’) For the Terms and Conditions of Sovereign Notes,” ICMA (August). <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Primary-Markets/primary-market-topics/collective-action-clauses>
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) (2020). *Informes mensuales de la deuda*. Julio 2020. Buenos Aires. <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/deudapublica/informes-mensuales-de-la-deuda>
- Manzo, A. (2019). “¿Gobernanza financiera?: comparación de las matrices políticas de las que emergieron las CACs 2003 y 2014”. *Revista Direito GV*, 15(1).

- Marchesi, S. y Masi, T. (2020). Debt restructuring in the time of COVID-19: Private and official agreements. *Voxeu*.
<https://voxeu.org/article/debt-restructuring-time-covid-19>
- Ministerio de Economía (2020a). "Propuesta de Reestructuración de la Deuda Externa Pública".
<https://www.argentina.gob.ar/noticias/el-presidente-y-el-ministro-de-economia-presentaron-los-terminos-de-la-oferta-argentina>
- Ministerio de Economía (2020b). "Comunicado: La República Argentina Anuncia la Enmienda a la Invitación al Canje".
<https://www.argentina.gob.ar/noticias/la-republica-argentina-anuncia-la-enmienda-a-la-invitation-al-canje>
- Ministerio de Economía (2020c), "Comunicado: Argentina y tres grupos de acreedores alcanzan acuerdo de reestructuración de deuda".
<https://www.argentina.gob.ar/noticias/la-republica-argentina-anuncia-la-enmienda-a-la-invitation-al-canje>
- Ministerio de Economía (2020d), " Restauración de la sostenibilidad de la Deuda Pública, "
https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/restauracion_de_la_sostenibilidad_de_la_deuda_publica_0.pdf
- Nemiña, P. y Val., M. E. (2020). La reestructuración de la deuda argentina ante la pandemia global. *Análisis Carolina*, 2020/04.
<https://www.fundacioncarolina.es/wp-content/uploads/2020/04/AC-19.-2020.pdf>
- Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC) (2020). *Operaciones de deuda pública*. Enero 2020.
<https://www.opc.gob.ar/informes/operaciones-de-deuda-publica-enero-2020-2/>