



Universidad
Nacional
de Rosario



FACULTAD DE CIENCIA POLÍTICA
Y RELACIONES INTERNACIONALES

UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO

Noviembre 2021

Tesina de grado

Licenciatura en Relaciones Internacionales

La renegociación por la reestructuración de la deuda soberana argentina con los acreedores privados poseedores de instrumentos bajo jurisdicción extranjera durante 2020

Autora: Roldán, Valentina

Legajo N° R-1820/1 DNI 38596054

valentinaroldansimonella@gmail.com

Tutor: Dr. José Fernández Alonso



Agradecimientos

A mis papás, Cristina y Raúl por haberme dado y enseñado absolutamente todo en esta vida.

A mis hermanas, Carolina y Victoria, por siempre tenerme como una más, por todos los consejos y el inmenso soporte durante toda la carrera universitaria.

A mis abuelos, que me inculcaron el valor de la educación y gracias a ellos, hoy soy la segunda generación de universitarias de la familia. Donde sea que estén, estarán orgullosos.

A mis amigos de toda la vida, la banda del superior, la Élite, los chicos de la facultad, de la beca y de Alumni. Gracias por siempre acompañarme y entender mis tiempos.

A José, por toda la enseñanza, paciencia, incansable buena voluntad y todo siempre con una sonrisa. Gracias por ser mi mentor, mi modelo a seguir, pero sobretodo gracias por formarme con valores.

A esta casa de estudios, la hermosa FcPolit, por ser inclusiva, acogedora y progresista. Gracias por brindarme inconmensurables aprendizajes, por abrirme la cabeza y por hacerme conocer a las más maravillosas personas. Gracias por ser mi segunda casa.

A la Universidad Publica, laica, gratuita y de calidad. Prometo luchar para defenderla y enaltecerla.

¡Gracias, gracias, gracias!

Resumen

La presente tesina propone analizar la renegociación por la reestructuración de la deuda soberana argentina con los acreedores privados poseedores de instrumentos bajo jurisdicción extranjera durante 2020.

Esta investigación trabaja sobre la hipótesis de que *la estrategia de negociación de la Administración Fernández durante la reestructuración en 2020 osciló desde una posición cerrada y centrada en el principio de sostenibilidad a una de mayor concesión debido a la necesidad política-económica de llegar a un acuerdo, una contraparte unificada y la necesidad de reducir la incertidumbre en el contexto de la pandemia del COVID-19.*

Para ello, en el desarrollo del trabajo se caracterizan a los grupos de acreedores que participan de la negociación, se indaga sobre la estructura de la deuda a reestructuras, se analiza el principio de sostenibilidad de la deuda, se pormenoriza en las ofertas y contra ofertas, y finalmente se avalúan los resultados del canje concretado.

La investigación consignada en la presente tesina se basa en la teoría de doble nivel de Putnam y considerando un diseño metodológico de tipo cualitativo, descriptivo analítico.

Palabras clave

Deuda soberana – reestructuración de deuda – Argentina – Acreedores privados.

Índice

Resumen	2
Introducción	5
1. Capítulo 1	17
1.1. La antesala de la negociación	17
1.2. Estructura, composición y características de la deuda con los acreedores privados con legislación extranjera	20
1.3. Los grupos de tenedores de títulos públicos argentinos alcanzados por el proceso de reestructuración de 2020	22
1.4. El rol del FMI en el proceso de negociación	25
1.5. A modo de recapitulación	26
2. Capítulo 2	28
2.1. La sostenibilidad de la deuda	28
2.2. La estrategia argentina	31
2.3. La pandemia por el COVID-19	36
2.4. Ofertas y contraofertas	38
2.5. A modo de recapitulación	45
3. Capítulo 3	48
3.1. Concreción del canje	48
3.2. Resultados del canje	49
3.3. Canje de deuda con acreedores privados con legislación nacional	55
3.4. A modo de recapitulación	57
Conclusiones	59

Índice de Tablas y Gráficos

Grafico 1: Evolución de la Deuda global.	9
Tabla 1: Indicadores de sostenibilidad de la deuda pública.	31
Tabla 2: Ofertas y contraofertas presentadas públicamente durante la negociación.	44
Tabla 3: Detalle de la oferta final argentina.	50
Tabla 4: Principales características de la propuesta acordada.	52
Tabla 5: Valor de las propuestas de Argentina para cada bono elegible.	70
Tabla 6: Bonos elegibles para el canje.	71

Introducción

En teoría, la deuda soberana es una herramienta que tienen los Estados para financiar su déficit en la balanza de pagos, para poder costear obras de infraestructura y potenciar el desarrollo productivo del país. En la práctica, la deuda soberana se convirtió en un mecanismo de los Estados para enmendar de manera provisoria problemas financieros, que pasaron a ser estructurales. La toma de deuda externa por parte de los Estados se transformó en un mecanismo automático, convirtiéndose en un serio problema ya que los países (sobre todo aquellos no desarrollados y en vías de desarrollo) no tienen en cuenta la sostenibilidad de la misma, los costos futuros que implica afrontar los pagos y las trabas que una deuda abultada le ponen al desarrollo del Estado. Es por esto que la deuda externa ya no es sólo un obstáculo para el desarrollo sino también una pesada carga muy difícil de afrontar en las condiciones actuales.

Esta situación desemboca en crisis de deuda soberana ya que la carga financiera es tan alta para los Estados, que no están en condiciones de afrontar los compromisos que han contraído con anterioridad. Llegado este punto, sólo existen dos salidas: la cesación de pagos o declaración de *default*, y la reestructuración de la deuda soberana. La primera implica declarar que no se van a pagar las obligaciones contraídas y una salida del sistema financiero internacional. La segunda, implica una renegociación con los acreedores, en donde se puedan modificar las condiciones de pago y/o tasas de interés para que el país pueda hacer frente a sus obligaciones, y demostrando así su voluntad de honrar los pagos de la deuda contraída.

En la Argentina, la deuda externa ha sido uno de los principales problemas económicos desde comienzos de los años ochenta. Más allá del peso que pueda atribuírsele, es evidente que la magnitud del endeudamiento representa una restricción para llevar adelante una política económica que pueda revertir las condiciones de desindustrialización, desempleo y pobreza por las que atraviesa el país. (Kulfas & Schorr, 2012).

Esta situación es la que motivó a realizar la presente investigación, la cual tiene por objeto responder la siguiente pregunta de investigación: ¿De qué modo se estructuró la estrategia de República Argentina en las negociaciones con los acreedores privados en marco del proceso de reestructuración de 2020?

La investigación consignada en la presente tesina tiene como objetivo principal, analizar la estrategia de negociación argentina en el transcurso de la negociación por la restauración de deuda soberana argentina durante el 2020 con los acreedores privados. Con el fin de alcanzar dicho objetivo, se establece un conjunto de objetivos específicos, a saber: 1) Identificar y caracterizar a los grupos de tenedores de títulos públicos argentinos alcanzados por el proceso de reestructuración de 2020; 2) Analizar los discursos y acciones de la administración Fernández y de los grupos de los acreedores privados del país en el marco del proceso de reestructuración de la deuda soberana argentina en 2020; 3) Indagar las variaciones de la estrategia de la administración Fernández en el marco de las negociaciones con los grupos de acreedores privados del país en el contexto del proceso de reestructuración de la deuda soberana argentina en 2020.

Esta tesina de grado sostiene como hipótesis de trabajo que la estrategia de negociación de la Administración Fernández durante la reestructuración en 2020 osciló desde una posición cerrada y centrada en el principio de sostenibilidad a una de mayor concesión debido a la necesidad política-económica de llegar a un acuerdo, una contraparte unificada y la necesidad de reducir la incertidumbre en el contexto de la pandemia del COVID-19.

Es relevante mencionar brevemente los orígenes del fenómeno de endeudamiento argentino. La deuda externa tuvo su génesis durante el período de la última dictadura militar. A mediados de los años setenta, la economía internacional presentaba una liquidez elevada, bajas tasas de interés y bancos ávidos de encontrar nuevos destinos de colocación. De esta forma, comenzaron a ingresar al país grandes cantidades de capitales extranjeros. El contexto macroeconómico era el de una economía que inicio un fuerte proceso de apertura, que dio lugar a una reforma financiera, que liberalizó la actividad financiera. (Kulfas & Schorr, 2012). Durante este periodo los capitales que ingresaron se orientaban a actividades financieras especulativas y no hacia inversiones productivas. Así se desató una bicicleta financiera de capitales que finalmente se fugaban al exterior. Este proceso concluyó con una fuerte crisis de deuda de la que se tuvo que hacer cargo el gobierno de Alfonsín, iniciando negociaciones para reestructurar la deuda soberana y su intento fallido de generar una mesa de negociación común entre los Estados Latinoamericanos en el llamado “club de deudores” para aumentar el poder de negociación de los Estados frente a los acreedores. Durante el gobierno de Menen, se implementó el Plan Brady, como forma de reestructurar la deuda externa, junto con la convertibilidad y reformas estructurales que se llevaron adelante de la economía,

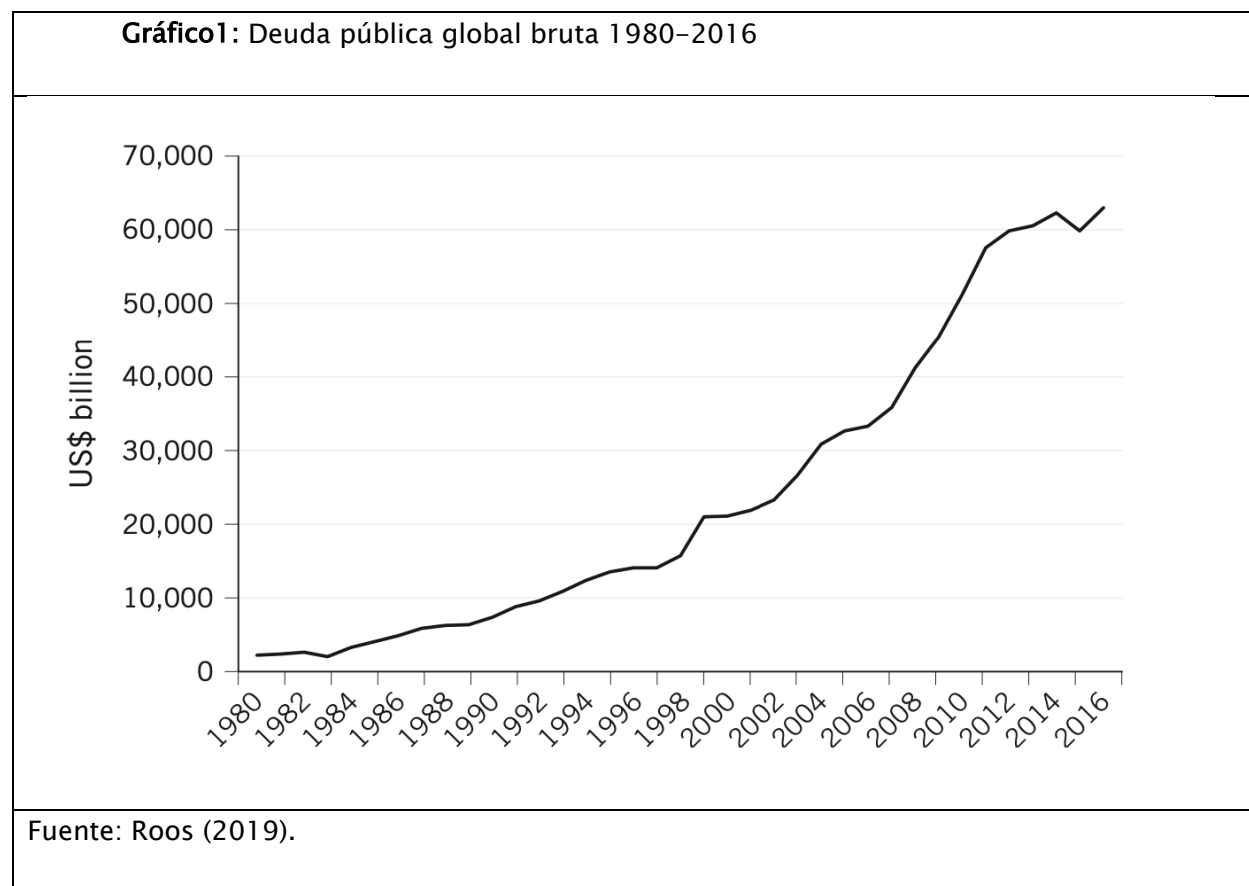
liberalizándola, conforme a los lineamientos del Consenso de Washington. Este esquema fue mostrando signos de agotamiento a fines del milenio, y desencadenó la gran crisis del 2001 y la declaración del *default* generalizado de la deuda externa.

Como solución a esta cesación de pagos, luego de arduas negociaciones con los acreedores privados, el Gobierno de Kirchner logró el mega canje de 2003 –2005, consiguiendo así una nueva reestructuración de deuda pero esta vez se ubicó en un lugar central la cuestión de la viabilidad del desarrollo económico: se buscó una fuerte quita en el capital e intereses, así como también una extensión en los plazos del pago de la deuda para que afrontarla no implique resignar el desarrollo económico del país.

Según Arslanalp, Bergthaler, Stokoe, y Tieman (2020, p. 58) “la definición de deuda importa y mucho (...) Podría ser más exacto decir que no existe una sola medida de la deuda soberana”. Es por esto que en este trabajo se entiende como deuda soberana al conjunto de obligaciones contraídas por el Estado nacional y sus instituciones, que tiene un país con acreedores extranjeros. En esta investigación, se utilizan como sinónimos deuda soberana, deuda externa, deuda externa publica y deuda pública.

La acumulación de deuda soberana global se ha ido intensificando con el paso de las décadas, alcanzando máximos históricos, como se evidencia en el cuadro 1. Esto ha llevado a que Roos (2019) se plantee por qué los Estados pagan sus deudas, incluso cuando esto significa someter a sus poblaciones a políticas restrictivas e hipotecar su crecimiento; por qué no ir al *default*. El autor continúa, “a pesar de la frecuencia e intensidad de las crisis financieras internacionales en las últimas décadas, el monto total de deuda soberana pendiente de hecho

se ha disparado a un récord de \$ 60 billones, o más del 80 por ciento del PIB mundial (...) Con muchos países en desarrollo incluso reduciendo su relación deuda / PIB en las últimas dos décadas, la tendencia global al alza aún plantea la pregunta de cómo los gobiernos nacionales pueden sostener una carga de deuda soberana tan enorme y por qué continúan cumpliendo voluntariamente con sus obligaciones externas. en tiempos de crisis” (Roos, 2019). En esta misma línea, Kolb (2011) afirma que en la actualidad los problemas de la deuda soberana son más importantes que nunca, y se espera que lleguen a la vida de todos nosotros en un grado sin precedentes en el futuro. Fernández Alonso (2020) también destaca que “el estallido de la pandemia acentuó la curva alcista de los niveles de endeudamiento de los Estados como así también la estructura asimétrica de los mercados internacionales de deuda soberana”.



Según Brooks and Lombardi (2015) un proceso de reestructuración de deuda es cuando “se debe realizar uno o ambos de los dos tipos siguientes de canje: reprogramación de la deuda, que implica extender los pagos contractuales en el futuro y, posiblemente, reducir las tasas de interés de esos pagos; y reducción de la deuda, que implica reducir el valor nominal de la deuda pendiente. Las reestructuraciones a menudo ocurren después de un incumplimiento, pero también es posible realizar una reestructuración anticipada de la deuda que se adelanta al incumplimiento” (Brooks & Lombardi, 2015).

Guzman y Stiglitz (2016) afirman que la reestructuración no es un juego de suma cero; pero “los arreglos institucionales existentes hacen que la suma sea demasiado negativa, ya que retrasan el inicio de las reestructuraciones y conducen a “soluciones” que no promueven la recuperación económica, lo que hace que las recesiones sean más severas y persistentes en general”. Como se carece de un marco institucional para la solución de crisis de deudas con acreedores privados, éstos se ejecutan según un enfoque de mercado, donde se resuelven según el poder de negociación y no por principios como la eficiencia y equidad. Los autores continúan con que “particularmente preocupante es el hecho de que la mayoría de los países que están iniciando reestructuraciones de deuda se encuentran en una posición particularmente débil y, por lo tanto, especialmente vulnerables a la presión de los acreedores para acordar condiciones adversas a sus intereses a largo plazo”. Ambos autores proponen que el cambio más importante que podría realizarse es la posibilidad de llegar a un acuerdo sobre “la

restauración de la inmunidad soberana y el reconocimiento de que ningún gobierno puede renunciar a la inmunidad soberana ni para sí mismo ni para los gobiernos sucesores”.

Continuando con este aspecto, Guzmán y Lombardi (2017) desarrollaron y propusieron un modelo para calcular la cantidad de alivio que es adecuado en un proceso de reestructuración de deuda soberana “definido como aquel que restaura la sostenibilidad”. De acuerdo a ese modelo, los autores evidencian que los montos del alivio de las reestructuraciones de deuda soberana hasta la fecha han sido *demasiado pequeños*. A su vez, Reinhart y Rogoff (2010) afirman que cuando la deuda externa bruta alcanza el 60% del PIB”, el crecimiento anual de un país disminuye un 2%, y para niveles de deuda externa superiores al 90%, el crecimiento del PIB se reduce aproximadamente a la mitad. De esta forma se expone la correlación entre una pesada deuda soberana que pagar y la imposibilidad de crecimiento económico, incluso evidenciando una caída.

Fernández Alonso (2020b) expone que los procesos de reestructuración de deuda soberana resultan una constante del sistema financiero internacional contemporáneo, y no son eventos esporádicos. Para justificar su postura rescata a los autores Cruces y Trebesch (2013), quienes plantean que desde 1970 hasta 2013, se registraron 187 casos de reestructuración de deuda de Estados con acreedores privados. El autor repara en que es un mayor número de reestructuraciones que de Estados, por lo que este hecho 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”.

La investigación propuesta se inserta dentro del marco general del racionalismo como gran teoría del conocimiento en ciencias sociales, ya que se consideran a los actores egoístas y racionales, con conocimiento de las variables en juego dentro de la negociación y los diferentes aspectos que la componen. Se considera al Estado como un actor importante pero no el único (Lorenzini, 2019).

Para analizar la negociación de Argentina con los acreedores privados durante el 2020, se propone llevar adelante la investigación centrándose en la Teoría de Juegos de Doble Nivel de R. Putnam (1988) ya que resulta relevante para comprender esta negociación internacional, su interrelación con la política nacional interna y las implicancias mutuas que tienen entre ellas. En la obra “Diplomacia y política nacional: la lógica de los juegos de doble nivel” (1988), Putnam establece que “es inútil debatir si la política nacional realmente determina las relaciones internacionales o viceversa. La respuesta a esta cuestión es, evidentemente, que las dos influyen a veces. Las preguntas más interesantes de plantear son el cuándo y cómo influyen” (p.69).

Putnam ofrece un marco para analizar las negociaciones internacionales, teniendo en cuenta también el nivel interno de política nacional:

“La política de muchas negociaciones internacionales puede concebirse provechosamente como un juego de doble nivel. En el nivel nacional, los grupos persiguen sus intereses presionando al gobierno para que adopte políticas favorables, y los políticos buscan poder construyendo coaliciones entre esos grupos. En el nivel internacional, los gobiernos nacionales buscan maximizar su propia capacidad para

satisfacer las presiones internas, minimizando al mismo tiempo las consecuencias adversas de los acontecimientos internacionales. Los miembros del gobierno y de los altos cargos de la Administración no pueden ignorar ninguno de los dos juegos, mientras sus países, aun siendo soberanos, sean interdependientes” (p. 79).

En esta línea, Putnam reconoce los antecedentes teóricos que buscaban evidenciar la relación entre ambos niveles o mesas de juego. Entre éstos se encuentra, J. Rosanau con su propuesta de *linkage* y E. Haas con la noción de *spillover*.

Para abordar la negociación entre Argentina y los tenedores de títulos públicos, se propone complementar el análisis de Putnam con las salvedades y adaptaciones realizadas por Nemiña y Zelicovich (2016) a la Teoría de Juego de Doble Nivel (1988). Los autores realizan una investigación con el objeto de evaluar la pertinencia del marco conceptual propuesto por Putnam para el análisis de negociaciones internacionales bilaterales y multilaterales. Nemiña y Zelicovich (2016) concluyen que “el esquema de doble nivel puede ser utilizado satisfactoriamente en el estudio de negociaciones internacionales no limitadas exclusivamente a las bilaterales entre estados”. Sin embargo plantean una serie de adaptaciones y salvedades para su aplicación:

“En términos esquemáticos podemos señalar dos grandes cuestiones. Primero, la inclusión de actores no estatales o múltiples estados requiere tomar en cuenta las particularidades que implican sobre la dinámica del proceso de negociación, y los objetos de negociación. [...] En segundo lugar, estos casos requieren adaptar tres aspectos de la lógica argumental de Putnam, que en función de ganar simpleza no logra

captar las particularidades de estas negociaciones. Aquí pueden señalarse la necesidad de incorporar la idea de racionalidad limitada del negociador, la posibilidad de que éste no sea un individuo sino también un equipo (con sus correspondientes conflictos internos), la posibilidad de que factores azarosos intervengan en la negociación —por ende, la necesidad de considerar entonces la inclusión de la triangulación de fuentes como mecanismo para asignar causalidades— y la consideración de la negociación como un proceso dinámico, cuyas etapas y fases suelen solaparse y desarrollarse de manera simultánea” (p. 446).

Se considera que dichas salvedades enriquecen la investigación y hacen pertinente la Teoría de Juego de Doble Nivel (1988) al caso estudiado por no tratarse de una negociación internacional entre dos actores estatales.

Teniendo estas teorías en consideración, se propone llevar adelante el análisis bajo el marco general de la Economía Política Internacional (EPI). A pesar de existir multiplicidad de definiciones, y de su utilización en varias disciplinas, se rescata lo manifestado por Fernández Alonso (2020a) quien retoma a Underhill (2000) planteando tres supuestos principales para definir a la EPI. El primer supuesto es que la economía y la política son esferas que no pueden ser separadas; el segundo, la interacción política es el medio por el cual las estructuras económicas se constituyen y transforman; el tercero, existe una estrecha vinculación entre el nivel nacional e internacional, por lo cual resulta imposible disociarlos en el análisis.

El diseño de investigación es de tipo cualitativo, descriptivo analítico. Cea D’Ancona (1997) caracteriza a este tipo de diseño como específico y organizado ya que dan como

resultado un diagnóstico o descripción, donde las preguntas aparecen guiadas por taxonomías, esquemas de definiciones, o esquemas descriptivos.

Las fuentes disponibles para llevar adelante la investigación son fuentes primarias y secundarias. Las fuentes primarias están compuestas por documentos oficiales y estadísticos emitidos por el Gobierno de la República Argentina, discursos oficiales emitidos por sus representantes, informes de organismos internacionales, documentos de negociación, así como también las posturas negociadoras de los actores y sus propuestas. Las fuentes secundarias se componen por artículos de revistas científicas, diarios y medios tanto locales como internacionales, publicaciones, capítulos de libros y libros relacionados con la temática.

Las técnicas de recolección de datos utilizadas son la observación de datos estadísticos y el fichaje bibliográfico ya que se basa en la búsqueda de artículos y bibliografía vinculado al tema. Esto implica, a su vez, una categorización u ordenamiento del material disponible. Las técnicas de análisis utilizadas son el análisis bibliográfico, ya que se basa en el análisis de la documentación catalogada y fichada anteriormente, el análisis estadístico descriptivo para dar cuenta de la variación de la estrategia argentina en el transcurso de la negociación, y el análisis de contenido para los documentos del proceso de negociación.

El recorte de este proyecto está dado por el proceso de negociación de reestructuración de la deuda soberana argentina con los bonistas privados. Dicho fenómeno tiene como protagonista al Estado Argentino, quien decidió renegociar su deuda con los acreedores privados. Por este motivo se estudia el periodo del 2020, momento durante el cual se desarrollaron las negociaciones. El recorte temporal está delimitado por dos fechas

consideradas como hitos en el proceso: el 21 de abril de 2020, día en el cual Argentina emitió formalmente la primera oferta de canje; y el 4 de septiembre, día en el que se concretó el canje de los instrumentos de deuda soberana argentina con jurisdicción extranjera.

Tras esta introducción, la presente tesina se despliega en tres capítulos de desarrollo y unas consideraciones finales a modo de conclusión. El *primer capítulo* se centra en analizar y describir a los actores involucrados en la negociación, y en caracterizar a la deuda que es objeto de la negociación. El *segundo capítulo* ahonda sobre el proceso de negociación entre el gobierno argentino y los acreedores privados, detallando las diferentes ofertas y contraofertas. Por su parte, el *tercer capítulo* evalúa los resultados del canje de la deuda soberana con los tenedores de bonos. Por último, las *conclusiones finales* reanudan la hipótesis de investigación y los objetivos planteados, y exponen las variaciones en la estrategia argentina.

Capítulo 1: Actores de la negociación

En este capítulo se propone describir y caracterizar a los actores involucrados en la negociación por la reestructuración de la deuda soberana argentina con los acreedores privados con jurisdicción extranjera. A su vez, se analiza cómo se llegó a la situación de fuerte insostenibilidad de deuda y su crisis, para luego ahondar en las características de la deuda que es objeto de dicha negociación y se evalúan sus particularidades. Adicionalmente, se contempla el rol del Fondo Monetario Internacional dentro de la negociación.

1.1 La antesala de la negociación

Desde el inicio de su mandato, la Administración Fernández dejó de manifiesto el lugar central que ocuparía la reestructuración de la deuda soberana dentro su estrategia de gobierno. Evidencia de ello fue la designación de Martín Guzmán como Ministro de Economía, un académico especialista en la temática. Esta designación fue una sorpresa en el medio local e internacional, pero fue tomada con buenos signos y como una clara muestra del objetivo del gobierno, y el peso que la deuda soberana iba a tener sobre este mandato. Guzmán es Doctor en Economía, reconocido nacional e internacionalmente como referente en el estudio de la sostenibilidad de las deudas soberanas y sus reestructuraciones; su mentor Stiglitz, un reconocido economista heterodoxo, ganador del premio Nobel en Economía (Ministerio de Economía, 2019). Nemiña y Val (2020b) sostienen que esta designación fue un indicador, no sólo de la importancia dada a la crisis de endeudamiento, que supeditó el avance en otros frentes a la concreción de un acuerdo con los inversores extranjeros, sino que de la orientación que tendría el gobierno para darle solución, centrada en la búsqueda de la sostenibilidad.

El gobierno del Frente de Todos, se encomendó la tarea de solucionar la crítica situación de endeudamiento del país, incluso desde la campaña. De esta forma se trazó como objetivo de gobierno reestructurar la deuda para que ésta sea sostenible, y en fin ultimo, pagarla, “lo hace retomando los principios de la heterodoxia económica mundial y el ejemplo del canje de 2005 de Néstor Kirchner. Busca garantizar el pago de la deuda, aunque poniendo como límite la recuperación de la actividad local.” (Cantamutto, 2020, p. 3).

A su vez, en las primeras declaraciones publicas del gobierno quedó de manifiesto que la renegociación de la deuda ocuparía el lugar central de la economía. También, incluso antes de asumir su cargo, Alberto Fernández inició una gira por Europa para ir consiguiendo apoyos políticos para las negociaciones futuras (Pérez, 2019).

De esta forma, el gobierno desde su asunción en diciembre de 2019 diseñó y llevó adelante una estrategia de renegociación sostenible de la deuda externa en cuatro etapas progresivas y consecutivas: 1) reestructurar los títulos bajo legislación extranjera, y con los bonos regidos por ley local, 2) negociar un nuevo acuerdo con el FMI, 3) refinanciar los pagos al Club de París y 4) iniciar una renegociación de las deudas subnacionales (Nemiña & Val, 2020a).

La problemática de la crisis de deuda soberana y el proceso de reestructuración de deuda que atraviesa hoy en día la economía argentina se puede asociar directamente con el gobierno inmediato anterior, el gobierno de Cambiemos ya que desde el inicio de su gestión adoptó una estrategia agresiva de endeudamiento en dólares (Telechea, 2020). La administración Macri, llevó adelante un programa neoliberal que implicó una apertura comercial y una desregulación financiera. Este modelo rentístico estrechó los vínculos con el capital

financiero global especulativo. El gobierno de la alianza Cambiemos efectuó la reedición de un proyecto neoliberal, de acumulación rentística y financiera, iniciado durante la última dictadura militar y profundizado durante la década de 1990.

La deuda aumentó en 95,6 mil millones de dólares en los cuatro años de la Administración Macri, y la formación de activos externos de los residentes, es decir, la fuga de capitales entre diciembre de 2015 y octubre de 2019 superó los 86 mil millones (BCRA, 2020b). Esto significa que el grueso de los dólares no quedó en el país, o al menos escapó de los circuitos formales de Argentina (Brenta, 2020).

Según la nota técnica que confeccionó el personal del FMI (2020), a pedido de Argentina sobre la sostenibilidad de la deuda pública, “la deuda pública de Argentina, que se situó cerca del 90 por ciento del PIB a fines de 2019, es insostenible”. Además, el 78% de la deuda del gobierno nacional, interna más externa, estaba denominada en moneda extranjera. Estos datos reflejan una deuda muy por encima del umbral crítico considerado sostenible para los países emergentes (IMF, 2013).

En la opinión del equipo técnico, el alivio de la deuda necesario debería reducir las necesidades de financiamiento bruto de Argentina a un promedio de alrededor del 5% del PIB, y no superior al 6% del PIB para cualquier año en el mediano y largo plazo. Además destacan la necesidad de mantener el servicio de la deuda en moneda extranjera alrededor del 3% del PIB a mediano y largo plazo (IMF, 2020).

Es por esto que se puede evidenciar que la carga de deuda que dejó como saldo el gobierno de Cambiemos fue extremadamente alta e insostenible para el país. Por esto, el país

se encontraba en una situación de crisis de deuda. El diagnóstico y decisión de ubicar en el centro de la estrategia económica y de toda la gestión de la administración Fernández parece así, una imperiosa necesidad más que una opción que eligió el gobierno.

Como se mencionó en la introducción, Reinhart y Rogoff (2010) afirman que cuando la deuda externa bruta alcanza el 60 por ciento del PIB, el crecimiento anual de un país disminuye dos por ciento, y para niveles de deuda externa superiores al 90%, el crecimiento del PIB se reduce aproximadamente a la mitad.

1.2 Estructura, composición y características de la deuda con los acreedores privados con legislación extranjera

Según datos del Ministerio de Economía (2020a), a febrero de 2020 la deuda pública bruta del Estado nacional sumaba 324.370 millones de dólares. El total de deuda a reestructurar y que sería objeto de la renegociación de deuda soberana con los acreedores privados con legislación extranjera era 66.496 millones de dólares, cifra que también incluía deuda denominada en otras monedas (OPC, 2020b). Se puede observar que el monto que sería objeto de la negociación representaba el 20% del total de aquella deuda.

Otro aspecto importante a destacar sobre la composición de la deuda, es que la totalidad de los 66.496 millones de dólares susceptibles de ser reestructurados poseía algún tipo de Cláusula de Acción Colectiva. Las Cláusulas de Acción Colectivas son un compromiso contractual que poseen algunos bonos y le generan la obligación de entrar en un acuerdo o canje al 100% de los acreedores, si determinada cantidad o porcentaje lo acepta. Estas cláusulas son favorables al deudor y tiene como objetivo facilitar el arreglo de las negociaciones de

deuda cuando una masa crítica lo haya aceptado, y así evitar (o limitar lo máximo posible) las estrategias buitres. También se evitan los remanentes, llamados *holdouts*, bonistas que no aceptan la oferta del Gobierno y con posibilidades de litigar contra el país en tribunales extranjeros y judicializar la resolución del acuerdo.

Cabe destacar que para esta reestructuración, al porcentaje que se necesitaba para activar las Cláusulas de Acción Colectivas era de entre 50% y 85% de aceptación de la oferta argentina. Dentro del universo y variedad de bonos a reestructurar en esta negociación, había dos grandes grupos de bonos emitidos por el gobierno: los emitidos en 2005 y 2010 por los gobiernos de Néstor Kirchner y Cristina Fernández de Kirchner, en el marco del canje de la deuda defaultada en 2001, que representaban aproximadamente un tercio del total; y los bonos emitidos a partir del 2016, durante la administración de Mauricio Macri, que representaban aproximadamente dos tercios del total. Los umbrales de las Cláusulas de Acción Colectivas eran distintos en cada grupo de bonos. A los primeros, durante la negociación se los denominó técnicamente *Indenture 2005*, y a los segundos *Indenture 2016*.

Para que la reestructuración propuesta por el gobierno fuera extensible en el caso de los bonos de 2005 y 2010, se debía contar con “la aprobación del 85% del capital agregado de todas las series afectadas por la modificación y, a la vez, el 66,666% del capital individual de cada una de las series afectadas” (PxQ, 2020). En el caso de los bonos emitidos en 2016 y 2017, se debía contar con “la aprobación del 66,666% del capital agregado de todas las series y el 50% del capital de cada serie para que las cláusulas fueran activadas” (PxQ, 2020).

Las Cláusulas de Acción Colectivas de los títulos emitidos a partir de 2016 son más robustas que las de los bonos previos, es decir, el porcentaje de aceptación para activarlas, es más bajo, favoreciendo al deudor (Manzo, 2019).

1.3 Los grupos de tenedores de títulos públicos argentinos alcanzados por el proceso de reestructuración de 2020

El proceso de negociación con los acreedores privados con legislación extranjera se lleva adelante con los administradores de títulos, “que se trata de empresas dedicadas a proveer de tal servicio a tenedores cuya identidad permanece en la opacidad” (Arelovich, 2020). Estas empresas representan a los tenedores de bonos de deuda soberana y son quienes median e interceden por ellos en la negociación.

En el caso estudiado, el universo de tenedores privados, la contraparte en la negociación, resultó muy diferente a la reestructuración de 2005 y 2010. En este caso, se puede caracterizar a la contraparte como más homogénea, más especializada y tiene una mayor concentración geográfica que en el canje de 2003–2005 (Nemiña & Val, 2020c). A su vez, se calcula que fondos de inversión estadounidenses (entre los que destacan *Blackrock, Fidelity, Pimco, Templeton y Greylock*), poseen cerca del 35% del universo de bonos (Fortuna, 2020). Estos fondos de inversión, tienen el conocimiento técnico especializado, el capital, los contactos y la influencia que les permite negociar con mayor dureza, e intentar limitar la aplicación de las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) (Nemiña & Val, 2020c).

De esta manera, cabe destacar que en esta negociación no se trató con “una multiplicidad de actores de carácter disímil, dispersos en diversas latitudes” (Fernandez Alonso,

2020b), como lo fue en el proceso de 2003–2005, sino de un universo de tenedores de bonos, en su mayor parte, eran fondos de inversión. Esto hizo que fuera mas simple para ellos agruparse rápidamente en tres grandes asociaciones de bonistas o comités: el Grupo Ad Hoc de Bonistas Argentinos, el Comité de Acreedores de Argentina y el Grupo de Bonistas del Canje. Los grupos buscaron de esta forma, reforzar su posición negociadora mediante la articulación de organizaciones representativas ad hoc, y contaron además con asesores financieros y legales para las negociaciones y la elaboración de propuestas propias. (Nemiña & Val, 2020b).

De acuerdo con el análisis realizado por Nemiña y Val (2020b) los grupos se constituían por: el primero, Grupo Ad Hoc de Bonistas Argentinos (*Ad Hoc Argentine Bondholder Group – AHBG*), estaba formado por los mayores acreedores institucionales y es el que presentaría la estrategia menos cooperativa y estaba integrado por los fondos de inversión *BlackRock, Fidelity* y *Ashmore*, entre otros; el segundo, Comité de Acreedores de Argentina (*Argentina Creditor Committee – ACC*) estaba integrado en principio por fondos que habían participado de manera cooperativa del canje 2010 y parecían ser los más flexibles y dialogantes; el tercero, Grupo de Bonistas del Canje (*Exchange Bondholder Group – EBG*) poseían las mayores cantidades de bonos emitidos en los canjes de 2005 y 2010 e incluye al fondo *Monarch*.

A pesar de que cada uno de los grupos estructuró sus diversas estrategias alternando diferentes niveles de confrontación y cooperación a lo largo de toda la negociación, es importante destacar que en general todos ellos hicieron sentir en todo momento su poder y fuerte presión sobre el gobierno. Esto se evidenció en que constantemente demandaron mejoras en las ofertas y presentaron sus contraofertas.

La mayor uniformidad y capacidad asociativa de los acreedores antes mencionada, no implicó la resolución inmediata ni una coordinación total entre los grupos ya que cada uno de los comités tuvieron diferentes intereses y objetivos, tanto en términos económicos como contractuales; lo que se vio reflejado sobretodo en las primeras etapas de negociación.

Los mayores aspectos en los cuales los grupos tuvieron diferencias fueron entre el Grupo Ad Hoc de Bonistas Argentinos y el Comité de Acreedores de Argentina en relación a Grupo de Bonistas del Canje. Cabe recalcar que los dos primeros grupos reunían a tenedores institucionales de títulos públicos emitidos durante la administración de Macri; el último grupo aglutinó a inversores también su mayor parte institucionales con instrumentos de deuda soberana reestructurada de 2005 y 2010.

Continuando con este punto, el último grupo presentó una posición negociadora más confrontativa y se sustentó en el hecho de que sus bonistas ya habían pasado por los procesos de reestructuración de 2005 y 2010, donde ya habían sufrido un recorte por lo que en este nuevo canje los que debían ceder y donde debían recaer los ajustes eran sobre los tenedores del resto del universo de bonos. Además, como se mencionó anteriormente los bonos que se emitieron como consecuencia del canje del 2005 y 2010 tenían CAC mucho más favorables a los bonistas que las que contenían los bonos emitidos por la Administración Macri y aglutinados en los otros dos grupos. Adicionalmente, este grupo aseguraba poseer el 32% de los bonos a reestructurar, representando un total de 21.000 millones de dólares (Fernandez Alonso, 2020b).

1.4 El rol del FMI en el proceso de negociación

Finalmente, es importante destacar el rol del Fondo Monetario Internacional (FMI) durante la negociación con los acreedores privados con jurisdicción extranjera. En esta ocasión, el FMI mostró públicamente su apoyo al país durante las negociaciones y emitió dos documentos técnicos donde destacó que los acreedores deberían compartir el costo para resolver la crisis de deuda que atravesaba el país. También en todo momento destacó la importancia de que Argentina pudiera recuperar una estructura de deuda que sea sostenible. En una de las notas técnicas (2020), el FMI afirmó que para que el país pudiera restablecer la sostenibilidad de la deuda necesitaría recortar el stock de esta con acreedores privados y multilaterales al 40% del PIB (desde el 48% actual), reducir el servicio de la deuda anual a un promedio del 3% del PBI (desde el 6% actual), y establecer un alivio del stock de deuda con los acreedores privados de entre 50.000 y 85.000 millones de dólares, mientras que sugirió establecer un periodo de gracia en el pago de intereses hasta 2024. Estas recomendaciones técnicas fueron muy bien vistas por el gobierno argentino y se tomaron con agrado porque reforzaban su posición negociadora frente a los acreedores privados (Nemiña & Val, 2020b).

El FMI es otro de los grandes acreedores que tiene Argentina, ya que durante la Administración Macri contrajo un préstamo de cantidades históricas, reconocido como la erogación más grande realizada por el Fondo en su historia. De esta forma, el FMI se posicionó como un socio, ya que su objetivo final es poder cobrar la deuda que Argentina contrajo, por lo que si el país consigue una reducción mayor durante la reestructuración con los bonistas

privados, eso significa que iba a disponer de un mayor stock de dólares para pagar la deuda al Fondo.

1.5 A modo de recapitulación

En este capítulo se abordó el primer objetivo específico de investigación, y por tanto se identificaron a los diferentes actores involucrados en la negociación por la reestructuración de la deuda soberana argentina con los acreedores privados con jurisdicción extranjera. Estos fueron, por un lado, el gobierno nacional, y por otro, los acreedores privados representados por 3 grupos o comités.

El gobierno de Alberto Fernández le otorgó un lugar central a la problemática de la abultada deuda soberana que heredó de la administración anterior y su reestructuración. Por este motivo, designó un Ministro de Economía especialista en la temática, el académico Martín Guzmán. Para reestructurar la deuda soberana, el gobierno diseñó una estrategia de 4 etapas, donde se atacaría el problema por tramos de deudas diferenciados; estas son: 1) los títulos bajo legislación extranjera, y con los bonos regidos por ley local, 2) la deuda con el FMI, 3) la deuda con el Club de París y 4) deudas subnacionales.

La primera parte de dicha estrategia estuvo orientada a reestructurar la deuda con los acreedores privados con jurisdicción extranjera. La deuda elegible para esta negociación ascendía a 66.496 millones de dólares (OPC, 2020b). Dentro de la composición de dicha deuda, es importante destacar que: existían partes denominadas en otras monedas; que la totalidad de la misma tenía algún mecanismo de Cláusula de Acción Colectiva; y que contractualmente existían dos tipos de bonos con diferentes umbrales para las Cláusulas de Acción Colectivas,

los *Indenture* 2005, engloba a los bonos resultante de los canjes 2005–2010, y los *Indenture* 2016, que incluye a los bonos emitidos a partir de 2016.

Los tenedores de los bonos que fueron la contraparte de esta negociación en su mayor parte eran fondos de inversión. Se la puede caracterizar como más homogénea, más especializada y tiene una mayor concentración geográfica que en el canje de 2003–2005. Además, poseen conocimiento técnico especializado, el capital, los contactos y la influencia que les permite negociar con mayor dureza, e intentar limitar la aplicación de las CAC. Los tenedores de bonos que se agruparon rápidamente en tres grandes grupos de bonistas o comités: el Grupo Ad Hoc de Bonistas Argentinos, el Comité de Acreedores de Argentina y el Grupo de Bonistas del Canje. El primero, estaba formado por los mayores acreedores institucionales y es el que presentaría la estrategia menos cooperativa y estaba integrado por los fondos de inversión *BlackRock*, *Fidelity* y *Ashmore*, entre otros; el segundo, estaba integrado por fondos que habían participado de manera cooperativa del canje 2010 y parecían ser los más flexibles y dialogantes; y el tercero, poseían las mayores cantidades de bonos emitidos en los canjes de 2005 y 2010 e incluye al fondo *Monarch*.

En este contexto, el FMI tuvo un rol de cierta importancia en la negociación, ya que a pesar de no estar vinculado legalmente de ninguna forma, apoyó públicamente a Argentina. Para respaldar este posicionamiento, y luego de un análisis detallado de la situación del país, el FMI emitió dos documentos técnicos donde remarcó lo vital de recomponer la sostenibilidad de la deuda soberana argentina y, para ello, que destacó que los acreedores deberían compartir el costo para resolver la crisis de deuda que atravesaba el país (IMF, 2020).

Capítulo 2: El proceso de negociación para reestructurar la deuda

En este capítulo se detalla la negociación para reestructurar la deuda soberana argentina con acreedores privados con legislación extranjera. También, se analiza el concepto de sostenibilidad de deuda, utilizado por la Administración Fernández como eje estructurante de la estrategia argentina en la negociación y se evalúa a la estrategia de negociación argentina. A su vez, se considera el impacto que la pandemia por el COVID-19 tuvo en la negociación.

2.1 La sostenibilidad de la deuda

El objetivo principal del Gobierno, expresado por el Ministerio de Economía, en relación a la deuda en moneda extranjera fue “restaurar la sostenibilidad de la deuda en el marco de un proceso ordenado, negociando sobre la base de la buena fe para reestructurar los contratos de deuda de una forma consistente con la capacidad de pago de una economía que necesita recuperar el crecimiento con inclusión social” (Secretaría de Finanzas, 2020).

Por este motivo, la estrategia de la Administración Fernández se orientó a un canje preventivo, lo que significa que, reconociendo la insostenibilidad de la deuda y la imposibilidad de la Argentina de hacer frente a los diferentes vencimientos, el gobierno inicia una negociación para conseguir una reestructuración de la deuda sin declararse en *default* o sin dejar saldos impagos. La Argentina comenzó entonces conversaciones y tratativas con los acreedores extranjeros, mientras continuó sirviendo los pagos de intereses de la deuda que totalizaron unos USD 1.912 millones (Secretaría de Finanzas, 2020). De esta forma, se evitaría llegar a una situación de incumplimiento de los pagos y *default*, que sólo genera mayores costos e incertidumbre en el mercado.

Consecuentemente, el gobierno promovió en el frente interno la sanción de la Ley 27.544 de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública emitida bajo Ley Extranjera, que fue aprobada por el Congreso en febrero de 2020 casi por unanimidad. Este es un indicador importante que evidenció el consenso generalizado sobre la situación de crisis de deuda existente y la insostenibilidad de la misma, a la vez que brindó un respaldo a la política en relación a la deuda soberana con acreedores extranjeros impulsada por la administración. A su vez, este hecho permitió mostrar un frente político unificado a nivel nacional a los grupos de acreedores en las negociaciones por la reestructuración de la deuda. La ley facultó al Ministerio de Economía a llevar adelante las acciones necesarias para reestructurar la deuda soberana con acreedores con jurisdicción extranjera y restablecer la sostenibilidad de la deuda (Nemiña & Val, 2020b).

El principio de sostenibilidad de la deuda es uno de los nueve principios básicos aplicables a las reestructuraciones de deuda soberanas según la resolución aprobada por la Asamblea General de Naciones Unidas en 2015, impulsada por el Grupo de los 77 países más China (ONU, 2015), y que Argentina incorporó el mismo como ley internalizada en ese mismo año. La Ley 27.207 de Declaración de orden público a los Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana otorga una definición del principio de sostenibilidad:

Las reestructuraciones de la deuda soberana deben realizarse de manera oportuna y eficiente y crear una situación de endeudamiento estable en el Estado deudor, preservando desde el inicio los derechos de los acreedores y a la vez promoviendo el crecimiento económico sostenido e inclusivo y el desarrollo sostenible, minimizando los

costos económicos y sociales, garantizando la estabilidad del sistema financiero internacional y respetando los derechos humanos.

El concepto de sostenibilidad de la deuda fue el pilar central de las negociaciones y en la forma de entender el manejo de las cuentas públicas para la administración Fernández. El Ministro de Economía, Guzmán, ha escrito varios artículos de investigación referenciando a esta concepción y su rol clave en las reestructuraciones. Esta articulación puede relacionarse directamente a lo planteado por Prebisch en el contexto de las crisis de deuda latinoamericanas en los 80, donde afirmó que la solución a la problemática de la deuda no puede ser a expensas del desarrollo nacional, por lo cual el teórico de la dependencia planteaba que el arreglo de la deuda no podía ser vía ajuste en desmedro de la implementación de políticas de reactivación económica (Fernandez Alonso, 2020a).

Adicionalmente, Guzmán recalcó en consecutivas ocasiones que Argentina pagaría la deuda pero no a cualquier costo, el país honraría sus compromisos pero en relación con la capacidad de pago de una economía que necesitaba recuperar el crecimiento. Evidencia de esto fue la declaración de Guzmán en mayo del 2020 que tuvo mucho eco y repercusión: "No estamos pidiendo que pierdan, sino que ganen menos. Forzar una mayor austeridad para pagar más no solo sería económicamente desastroso, sino también inaceptable política y moralmente y, en última instancia, insostenible" (Ámbito, 2020a).

El diagnóstico de situación sobre la sostenibilidad de la deuda, realizado por *staff* del FMI en marzo, dictaminó que "el superávit primario requerido para reducir el actual nivel de deuda pública y las actuales necesidades de financiamiento bruto hacia niveles manejables y

consistentes con un crecimiento potencial satisfactorio, no es económica, ni políticamente factible” (2020, p.1). A su vez, en la nota técnica el FMI afirmó que para reestablecer la sostenibilidad de la deuda pública argentina, se requeriría una decisiva operación de deuda, donde los acreedores privados realicen una contribución apreciable que reduzca el nivel de deuda hacia niveles consistentes con la capacidad de sostener la deuda de Argentina. Como puede evidenciarse en la tabla 1, al finalizar la administración Macri, la deuda soberana representaba casi el 90% del PBI y más del 300% de las exportaciones en moneda extranjera.

Tabla 1: Indicadores de sostenibilidad de la deuda pública		
	2015	2019
Deuda total del Gob. Nacional (respecto del PBI)	53%	89%
Deuda con privados y org. mult. (ídem)	23%	54%
Deuda externa (ídem)	14%	43%
Deuda en moneda extranjera (respecto de las exportaciones)	213%	314%
Intereses (respecto de los recursos tributarios)	8%	18%

Fuente: Telechea (2020)

2.2 La estrategia argentina

La intención del gobierno fue dejar de manifiesto la corresponsabilidad de la deuda por ambas partes, por esto se busca hacerlos participes en los costos de esta crisis. En este aspecto, se retoman los principios de la heterodoxia económica y se toma como ejemplo el canje de 2005 de Néstor Kirchner. En resumen se garantiza el pago de la deuda, aunque

poniendo como límite la recuperación de la economía; pagar, pero creciendo (Cantamutto, 2020, p. 3).

A pesar de las similitudes con la estrategia del canje de 2005, la Administración Fernández esgrimió una estrategia mucho más cooperativa, tanto en su aspecto financiero como político y retórico. Se buscó generar consensos mediante el diálogo y el reconocimiento de los derechos de los inversores, aunque siempre dejando en claro el límite basado en el principio de sostenibilidad. La explicación de ello, podría ser en parte, debido a la contraparte en la negociación. Como se mencionó en el capítulo anterior, el universo de los acreedores es mucho más homogéneo y se encuentra concentrado, a la vez que se encuentran organizados y tienen *expertise* técnico y recursos como para negociar con mayor dureza.

Una evidencia que sustenta la caracterización de cooperativa de la estrategia nacional, fue la creación, a inicios del 2020 de la Unidad de Sostenibilidad de la Deuda Pública Externa (Perfil, 2020). Esta unidad se incorporó dentro del Ministerio de Economía y depende de la Secretaría de Finanzas, y funcionaría de nexo con los acreedores privados (Argentina.gob.ar, 2020a). Reforzando la posición de diálogo, se invitó a los acreedores a presentar sus puntos de vista sobre el proceso de reestructuración de la deuda. A esta invitación le sucedieron reuniones de bonistas con la Unidad de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Externa, el Secretario de Política Económica y el Ministro de Economía (Ámbito, 2020b). A fines de marzo, se publicaron los Lineamientos para la Sostenibilidad de la Deuda, que agregaron transparencia al proceso de diálogo con los acreedores (Secretaría de Finanzas, 2020).

Mientras tanto, la administración Fernández utilizó los primeros meses del año para reforzar la posición negociadora y conseguir apoyos a nivel internacional y nacional.

En continuidad con los desarrollos teóricos de Putnam (1988), revisitados por Zelicovich y Nemiña (2016), puede advertirse que el nivel internacional (nivel 1) en el proceso de reestructuración de la deuda soberana argentina implica adentrar en el esquema de negociación del país con diversos Estados, organismos de créditos multilaterales y acreedores privados, en lo principal.

En este nivel, la administración Fernández se preocupó y ocupó en conseguir el apoyo de las economías centrales europeas y del FMI. Es por esto que el presidente Alberto Fernández inició su primera gira presidencial por Europa en finales de enero de 2020 con ese propósito. Visitó Italia, Alemania, España y el Vaticano. (France24, 2020). Fruto de esta reunión, el Papa Francisco expresó su apoyo a Argentina en la resolución de su crisis de deuda (Ámbito, 2020b). El presidente también consiguió el apoyo de los primeros mandatorios de los Estados que visitó. Ya en 2019, había visitado Europa para reunirse con el Presidente de Gobierno del Reino de España Pedro Sánchez y el primer ministro de Portugal António Costa, y que Fernández calificó de positivas, al señalar que fueron muy valiosas, debido a que comparten un pensamiento común y una misma visión del mundo (Infobae, 2019).

A su vez, Guzmán consiguió el respaldo del G-20, en el contexto de la reunión anual de Ministros de Economía y Hacienda, donde los representantes de cada país miembro lo dejaron evidenciado (BCRA, 2020a).

Adicionalmente, la administración Fernández logró el apoyo de un conjunto de economistas reconocidos mundialmente, obteniendo así un respaldo técnico de la Academia. El mentor del ministro de Economía y premio Nobel de Economía, Joseph Stiglitz, encabezó la lista de signatarios de la carta abierta dirigida a los acreedores argentinos. Dicha carta abierta titulada “Es fundamental reestructurar la deuda privada argentina” (Stiglitz et al., 2020), fue firmada por más de cien economistas de las universidades más prestigiosas del mundo y donde se instó a los acreedores privados a aceptar la primera propuesta de reestructuración de la deuda del país. La carta también está firmada por otro premio Nobel, Edmund Phelps, y otros economistas altamente respetados como Jeffrey Sachs, Dani Rodrik y el francés Thomas Piketty. En su opinión, las tasas de interés que ofreció el país son razonables dentro del actual entorno de tasas de interés.

Los economistas resaltaron que la pandemia por el COVID-19 produjo la peor recesión global de los tiempos modernos y generó una gran presión sobre las finanzas públicas, especialmente en los países en desarrollo que ya estaban muy endeudados. En este contexto, Argentina ha conducido su proceso de reestructuración de la deuda pública de manera constructiva, de buena fe y con el apoyo de todos los sectores políticos internos (Stiglitz et al., 2020).

Los académicos concluyeron que la quita de deuda es la única forma de combatir la pandemia y encaminar a la economía argentina hacia la sostenibilidad. Para realizar dicha afirmación, los autores rescataron proyecciones de los organismos internacionales: el Banco Mundial estimó que la pobreza urbana en Argentina era del 35,5 % y la pobreza infantil, del

52,3 %; la ONU consideró que el impacto del shock sobre el país sería un de los peores en la región; el FMI proyectó una contracción del PBI del 5,7 % para 2020 (Stiglitz et al., 2020).

Siguiendo la propuesta teórica de Putnam (1988) para analizar las negociaciones internacionales, el nivel 2 discurre principalmente en el foro nacional. En esta tesis, el análisis de este nivel implica abordar el juego de negociación entre el Poder Ejecutivo nacional, el Poder Legislativo nacional, la oposición al gobierno, los sindicatos, cámaras empresariales y las provincias. En este nivel, el gobierno logró el apoyo del Poder Legislativo, mediante la aprobación de la ya mencionada Ley de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública casi por unanimidad. De esta forma, oficialismo y oposición mostraron un frente común y unificado en el aspecto de la reestructuración de la deuda.

Además, el poder ejecutivo consiguió el apoyo de todos los gobernadores (del oficialismo y la oposición) y el jefe de Gobierno porteño, con excepción del puntano Alberto Rodríguez Saá, y lo expresaron públicamente (Telam, 2020).

Las cámaras empresariales y la Central General de los Trabajadores (CGT) también mostraron su apoyo. Las principales cámaras empresarias, que componen el denominado Grupo de los Seis, también manifestaron “su apoyo al gobierno en la negociación frente a los acreedores privados para lograr un acuerdo viable y sostenible en el tiempo. Éstas emitieron un comunicado mediante la entidad que nuclea a la Asociación de Bancos Argentinos, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, la Cámara Argentina de Comercio, la Cámara Argentina de la Construcción, la Sociedad Rural Argentina y la Unión Industrial Argentina. A su vez, la CGT brindó su apoyo en un encuentro con el presidente el 23 de mayo. Allí, estuvieron presentes los

representantes de los trabajadores: Héctor Daer, de la Federación de Asociaciones de Trabajadores de la Sanidad Argentina (FATSA); Carlos Acuña, del Sindicato de Obreros de Estaciones de Servicio, Garages, Playas de Estacionamiento Y Lavaderos de Autos (SOESGyPE); y Gerardo Martínez, de la Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina (UOCRA). (0223 Digital, 2020).

Finalmente, otro indicador relevante en el nivel 2 que evidencia el apoyo interno a la Administración Fernández, fue el índice de popularidad del presidente y su imagen positiva. En abril del 2020, momento en el que el gobierno envió la primera propuesta a los acreedores, el presidente contaba con una imagen positiva que ascendía al 92% según la encuesta realizada por la consultora Datos Claros (Página12, 2020). Según la consultora Seido, la imagen positiva del presidente escaló a 74% (El Economista, 2020). A pesar de las diferencias entre las mediciones, la imagen presidencial se encontraba en número sumamente robusto, lo cual reflejaba el apoyo de la sociedad al gobierno en el contexto de la pandemia.

2.3 La pandemia por el COVID-19

Si las negociaciones para reestructurar la deuda con los acreedores privados con legislación extranjera ya era de por sí compleja, estalló la pandemia causada por el COVID-19. Argentina declaró el Aislamiento Social y Preventivo Obligatorio (ASPO) el 20 de marzo y se extendió por varios meses (Boletín Oficial de la República Argentina, 2020). El confinamiento para prevenir el esparcimiento del virus, afectó duramente la economía nacional e internacional.

Las implicancias que la pandemia tuvo en la negociación fueron determinantes a la hora de llegar a un acuerdo con los acreedores. En primer lugar, se impuso fuertemente el factor de

incertidumbre porque no existía ninguna garantía de cuándo terminaría la cuarentena, ni qué efectos concretos tendría sobre la economía. Existían diversas estimaciones, pero en la práctica al momento de negociar, reinó la incertidumbre (Fernandez Alonso, 2020b). En segundo lugar, y no menos importante, sería la primera negociación virtual de la historia. Por lo que al factor de incertidumbre generalizada por los indicadores macroeconómicos del país, se le sumaba la incertidumbre de una negociación realizada por videoconferencia en la que comunicacionalmente se perdía mucho. De esta manera, el gobierno perdió la posibilidad de leer lo gestual, toda la parte no verbal, las conversaciones informales y las charlas de pasillo. En tercer lugar, este factor generó una dilatación y prolongación adicional en las negociaciones, lo que llevó a la administración Fernández a ir extendiendo la moratoria con los bonos que iban venciendo debido a la fuerte carga fiscal que estaba destinando internamente a alivios para el COVID-19, que presentaba un escenario sanitario y económico crítico (Nemiña & Val, 2020b).

De esta forma, la Argentina afrontaba un proceso muy complicado en un contexto inédito en la historia, lo cual se perfilaba como un escenario negativo y de mayores desventajas para el país. Ante esta situación, no demoraron en llegar las críticas al gobierno, cuestionándolo en por qué se destinaban recursos humanos, monetarios y de tiempo en esta misión cuando el país se encontraba en una situación límite de salubridad con una economía fuertemente golpeada. Adicionalmente, se planteaba que el gobierno estaba negociando a ciegas ya que desconocía por completo cómo iban a desempeñarse todos los indicadores macroeconómicos de la economía.

Los más optimistas, plantearon que no tenía sentido aplazar la negociaciones ya que la pandemia terminaría pronto, y mejor resolver el problema con los acreedores mas temprano que tarde. Los menos optimistas argumentaron que el Estado necesitaría grandes sumas de dinero para destinar a la salud y al sostenimiento de sectores de la población que se encontraba confinada en su casa sin poder trabajar, y en consecuencia sin tener un salario u ingreso para sostener su grupo familiar. En este escenario, y mirando en retrospectiva, para el estado argentino era vital conseguir un alivio en la carga del pago de deuda de este año (y de toda la administración Fernández) en una situación de fuerte crisis económica causada por la pandemia donde todos los indicadores de la economía cayeron abruptamente, y adicionalmente donde el gobierno necesitó realizar un fuerte gasto público.

2.4 Ofertas y contraofertas

Luego de una serie de rondas de negociación con los acreedores de manera virtual, el 21 de abril de 2020, Argentina publicó su primera oferta a los tenedores de bonos regidos por ley extranjera emitidos en virtud del *Indenture* de 2005 y el *Indenture* de 2016 (Secretaría de Finanzas, 2020).

Según el Ministerio de Economía (2020b) la oferta de canje alcanzaba a 21 series de bonos, emitidos bajo legislación de New York y del Reino Unido, y denominados en dólares, euros y francos suizos, que totalizaban 65.620 millones de dólares. La propuesta ofrecía el canje de los bonos elegibles por diez nuevos bonos (cinco denominados en dólares y cinco en euros), amortizables en cuotas anuales, con vencimiento en 2030, 2036, 2039, 2043, y 2047. Esta oferta implicaba una quita de capital del 5,4%, por lo que el stock de deuda bajo

legislación extranjera se reducía en 3.671 millones de dólares, de 65.620 millones de dólares a 61.949 millones de dólares. A lo largo de la vida de los bonos, la carga de intereses se reducía en 38.675 millones de dólares (pasando de 59.671 millones de dólares a 20.996 millones de dólares), lo cual significaba la reducción del cupón promedio de los bonos del 7 % al 2,3 %. Además, sumando la quita de capital, se lograba una reducción neta de 42.346 millones de dólares en los servicios totales. A su vez, la estructura de vencimientos se modificaba significativamente, a causa de la combinación entre una reducción de los cupones de interés, del período de gracia y una extensión de plazos. Se contemplaba un periodo de gracia de tres años para el pago de intereses y amortizaciones, de esta manera la duración promedio de los bonos aumentaba de 5,9 a 11 años. Finalmente, el alivio estaba concentrado en los primeros años, acumulando 47.752 millones de dólares en el período 2020–2028 (OPC, 2020c). Adicionalmente, en esta oferta se establecía que no se iban a reconocer los intereses acumulados devengados y no pagados a la fecha de los bonos negociables.

Esta oferta resultaba en un Valor Presente Neto (NPV) en promedio de entre 39 y 44 dólares por cada 100 dólares para los bonos nominados en esa moneda, y entre 33 y 38 dólares para los nominados en euros. También contaba con la sujeción de todos los títulos a la ley de Nueva York bajo *Indenture* 2016, contando con la cláusula RUFO (*Rights Upon Future Offers*) durante un periodo de cinco años (exceptuando los de vencimiento en 2047) (Nemiña & Val, 2020b).

Esta oferta contó con el apoyo del grupo de economistas antes mencionado, quienes en la carta abierta expresaron que Argentina presentó a sus acreedores privados una oferta

responsable, que refleja adecuadamente la capacidad de pago del país: un período de gracia de tres años con un recorte menor del capital y otro significativo de los intereses (Stiglitz et al., 2020). Además, la propuesta está en línea con el análisis técnico del FMI, que indica que será necesaria una quita sustancial de la deuda por parte de los acreedores privados de Argentina para que la probabilidad de recuperar la sostenibilidad de la deuda sea elevada (IMF, 2020).

Esta oferta inicial fue prontamente rechazada por los tres grupos de acreedores, y lo dejaron de manifiesto en el primer comunicado en conjunto de los tres comités.

Posteriormente, no pudieron mantener una postura coordinada y fueron presentando contraofertas de manera individual.

De esta forma, entre abril y agosto se sucedieron múltiples diálogos y contraofertas entre el gobierno y los grupos de acreedores. A esta altura de la negociación, los puntos de conflicto se agruparon alrededor de dos cuestiones: por un lado, la búsqueda de un nuevo Valor Presente Neto (NPV) de la oferta que fuera aceptable para los acreedores y la vez, compatible con el principio de sustentabilidad de la deuda planteada por el gobierno; por el otro, el marco contractual, que consistía en definir el *Indenture* al que estarían sujetos los nuevos bonos resultantes del canje.

Luego del rechazo de la primera oferta, la Administración Fernández intentó aplicar una doble estrategia, la de redesignación y la estrategia de canjes parciales (*PacMan*) (Buchheit & Gulati, 2020). La redesignación implica reagrupar a los acreedores luego de que hayan manifestado su decisión sobre la oferta, para así facilitar que se logren los mínimos necesarios para reestructurar determinadas series de títulos dependiendo de sus Cláusulas de Acción

Colectica (CAC). La estrategia de canjes parciales o estrategia *PacMan* consiste en ir lanzando ofertas sucesivas ligeramente mejoradas para sumar nuevas adhesiones y poder reducir secuencialmente la cantidad de títulos pendientes de reestructuración, en una situación similar al juego *PacMan*.

Como se señaló en el capítulo anterior, existía una diferencia contractual entre los dos grupos de bonos elegibles: *Indenture* de 2005 (los bonos del 2005 y 2010) y el *Indenture* de 2016 (los bonos post 2016). Ellos estaban sujetos a diferentes contratos de fideicomiso o trust *Indentures*, lo que implicaba diferentes derechos y obligaciones para las partes. Fue por este motivo que la cuestión contractual de los nuevos títulos que se emitirían como consecuencia del canje, se constituyó en un tema central de discusión durante las negociaciones.

El Grupo de Bonistas del Canje (EBG), que representaba mayoritariamente los intereses de los bonos del 2005–2010, presentó una contraoferta en solitario que consistió en un articulado de dos bonos nominados en dólares y euros con vencimiento de 2033 y 2040, y con un año de gracia para el pago de intereses. En promedio, el valor presente neto de esta propuesta era de entre 54 a 68 dólares por cada 100 dólares, y representaba un aumento sustancial a la oferta inicial del gobierno. Mientras que la contra propuesta del Comité Ad Hoc de Bonistas Argentinos (AHBG) planteaba un período de gracia solo para 2020 y un cupón variable con un promedio de 4,4% anual, por lo que el Valor Presente Neto (NPV) de los títulos nuevos promediaba entre 58 a 67 dólares por cada 100 dólares. Finalmente, el Comité de Acreedores de Argentina (ACC) emitió una oferta que consideraba un año de gracia y un cupón

promedio de 5,03%. Adicionalmente, y acordando con la propuesta anterior, se reclamaba el pago de los intereses y capital vencidos al momento del canje (Fernandez Alonso, 2020b).

Como respuesta, el gobierno llevó adelante dos acciones durante el mes de julio. En primer lugar, anunció públicamente que enviaría al Congreso el proyecto de ley para reestructurar la otra parte de la deuda con los acreedores privados, la de los títulos en moneda extranjera bajo ley local. Con esto, se buscó despejar las dudas respecto a los pagos futuros en moneda extranjera y asegurarle a los acreedores extranjeros con los que estaba negociando que la deuda con jurisdicción local no tendría trato diferencial.

En segundo lugar, la Administración Fernández realizó un ajustes a su propuesta y formalizó las mejoras a en una segunda oferta. La nueva propuesta incorporó una reducción de las quitas de capital; adelantamiento del devengamiento de intereses (calculándose desde la fecha de emisión en septiembre de 2020) y aumento de las tasas de cupón, pagaderos en marzo y septiembre de cada año; reducción de la vida promedio de los bonos nuevos de 13,6 a 11,4 años; posibilidad de que los bonos 2005–2010 (*discount* y *par*) mantengan el *Indenture* 2005; reconocimiento de una parte de los interés vencidos; incorporación de un mínimo de participación como condición para la efectivización del canje (OPC, 2020d).

Esta oferta tuvo un Valor Presente Neto (NPV) de 54,4 y 50,8 dólares en promedio por cada 100 dólares para los bonos en dólares y en euros, respectivamente, y alrededor de 12 dólares superior a la oferta original. Pero aun así, esta cifra no satisfizo a los acreedores ya que sus propuestas se encontraban entre 55 y 61 dólares.

En este juego de contraofertas, flexibilizaciones y rechazos fueron acercándose las posiciones (tabla 4) durante los meses siguientes, pero no sin roces y denuncias de falta de compromiso y buena fe. Aún así, según la Secretaría de Finanzas durante estos meses “se desarrolló un proceso de diálogo constructivo con los acreedores que fue acompañado por propuestas de ambas partes para alcanzar un acuerdo” (2020, p. 15).

Las diferencias entre los grupos de acreedores se fueron diluyendo con el transcurso de las negociaciones al punto de converger en un comunicado conjunto y forzar una nueva oferta del gobierno, la cual se acercó a las pretensiones económicas de los diferentes grupos y los satisfizo en las cuestiones jurídico–contractuales.

Concretamente, las principales modificaciones de la nueva propuesta de Argentina, la tercera y última, fueron las siguientes: se redujo la quita de capital a 3% en los bonos emitidos post 2016; se incrementó el cupón promedio a 3,2%; se redujo el período de gracia a un año; se reconocen la totalidad de los intereses acumulados y no pagados hasta el 22 de abril, en un nuevo bono; se permitió que los bonos elegibles de la reestructuración anterior (bonos 2005–2010) mantuviesen las condiciones de sus contratos; se habilitó a que los tenedores de bonos en euros y francos suizos pudieran optar por canjearlos por títulos en dólares (OPC, 2020f).

Tabla 2: Ofertas y contraofertas presentadas públicamente durante la negociación.

Oferta / fecha	Autor	USD bonos	EUR bonos
Oferta 1 22/4	Argentina I	40,4	36,9
Contraoferta 1 15/5	AHBG	63,3	57,8
Contraoferta 2 15/5	BG + EBG	61,2	56,8
Oferta 2 26/05	Argentina II	47,3	41,5
Contraoferta 3 27/05	AHBG/EBG	61,6	56,6
Contraoferta 4 14/06	AHBG/EBG	60,5	54,3
Contraoferta 5 17/06	BG	54,7	51,0
Contraoferta 6 1/7	ACC	56,9	53,2
Oferta 4 5/7	Argentina III	54,4	50,8

Fuente: Nemiña y Val (2020b)

La oferta final argentina tuvo un valor estimado promedio de 55,8 dólares por cada 100, para los bonos en dicha moneda, alrededor de 14 dólares superior a la oferta original. Las últimas propuestas de los acreedores se habían encontrado entre 57 y 62 dólares. Finalmente esta oferta es 1,4 dólares por cada 100 dólares superior a la oferta argentina anterior (OPC, 2020f).

El punto culmine de la negociación fue la unificación de los tres comités. Si hasta entonces el gobierno había segmentado las negociaciones, fue a finales de julio cuando los inversores consiguieron actuar de manera coordinada, rechazar unánimemente la nueva oferta (anunciada por Argentina como la definitiva) y forzar al gobierno a presentar una oferta superadora. El momento definitorio fue que los tres comités dejaron de manifiesto que entre

ellos acumulaban más un tercio de la deuda elegible, evidenciando su poder de veto sobre la operatoria debido a las CAC.

Fue así como el 4 de agosto, el Ministro de Economía Guzmán, anunció que Argentina había llegado a un acuerdo con los tres grupos de acreedores para reestructurar la deuda soberana de legislación extranjera (Argentina.gob.ar, 2020b). Los tres grupos de acreedores, declararon tener el 60% de los bonos elegibles emitidos bajo el *Indenture* 2005 y 51% de los bonos del *Indenture* 2016, por lo que se conseguían los mínimos necesarios para activar las Clausulas de Acción Colectiva de ambos tipos de *Indenture*.

Luego de este anuncio, se abrió un breve período de consultas para ultimar los términos contractuales de los bonos a emitir y consumir consecuentemente la operatoria del canje (Fernandez Alonso, 2020b).

2.5 A modo de recapitulación

En este capítulo se abordó el segundo objetivo específico de investigación, en el cual llevó a analizar los discursos y acciones del gobierno y de los grupos de los acreedores privados del país en el marco del proceso de reestructuración de la deuda soberana argentina en 2020.

El objetivo central del gobierno, en relación con la deuda externa con acreedores privados con jurisdicción extranjera, era conseguir la sostenibilidad de la deuda. Esto es, que la deuda externa tenga niveles que le permitan al Estado financiarse al mismo tiempo que mantiene sendas de crecimiento y desarrollo.

Con este objetivo en mente, el gobierno orientó un canje preventivo con los bonistas, lo que significó iniciar con la negociación para reestructurar dicha deuda al mismo tiempo que honraba sus compromisos, debido a que era altamente insostenible.

El principio de sostenibilidad de la deuda fue utilizado por Guzmán como el centro de la estrategia argentina y representó un límite innegociable durante las negociaciones. Esto se conecta con lo planteado por Prebisch, quien afirmó que la solución a las problemáticas de la deuda externa nunca debe coartar el desarrollo del país. Por esta razón, el gobierno planteó que se iba a necesitar un esfuerzo de los acreedores para que resignen una parte de sus ganancias, y de esta forma también planteó la corresponsabilidad de los acreedores para compartir los costos de la crisis.

A pesar de las similitudes en este aspecto con la estrategia del canje de 2005, la Administración Fernández llevó adelante una estrategia cooperativa en el aspecto técnico y en lo político discursivo. Intentó generar canales de diálogos y consultas entre las partes para llegar a un consenso. En parte, esta estrategia es consecuencia de enfrentarse a una contraparte de la negociación con capacidad de organización, de presión y poder económico.

Para reforzar su posición negociadora, el gobierno buscó conseguir apoyo en los dos niveles de negociación. En el nivel internacional consiguió el apoyo de Italia, España, Portugal, Alemania, el Papa, el G-20, el FMI y un numeroso grupo de economistas y académicos de renombre internacional (entre ellos 2 Premios Nobel). En el nivel nacional, el gobierno logró un consenso interno generalizado que se vio materializado en la aprobación en el congreso casi

por unanimidad la Ley de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública, a la vez que consiguió el apoyo público de todos los gobernadores, sindicatos y cámaras empresariales.

Otro factor crucial en las negociaciones fue la pandemia por el COVID-19. Ella logró complejizar (aun más) las negociaciones incorporando fuertemente el factor de incertidumbre, tanto en relación con la economía global como la nacional. Además, las negociaciones debieron realizarse de manera virtual, lo que comunicacionalmente dificultó ampliamente la tarea de lograr entendimientos. También, la delicada situación de salubridad obligó al Estado a realizar un gran gasto público por lo que se vio imperiosa la necesidad de lograr que el canje le otorgara un alivio financiero.

Luego de 8 meses de negociación, y de varias ofertas y contraofertas, Argentina alcanzó un acuerdo con los acreedores, pero no sin haber realizado concesiones en todos los niveles de la negociación. En la balanza, ponderó más la necesidad de cerrar el acuerdo rápidamente que el de conseguir una quita mayor.

Capítulo 3: Resultados de la negociación

En este capítulo se evalúan los resultados de la negociación y del canje de deuda. Se consideran como factores decisivos el porcentaje de aceptación de la oferta y el porcentaje final que ingreso al canje. También se interpreta la extensión temporal de la negociación.

Adicionalmente, se menciona brevemente el canje realizado con los acreedores privados con legislación nacionales, a los cuales se les otorgo el mismo trato que a los con legislación extranjera.

3.1 Concreción del canje

Luego del anuncio de que los tres grupos de acreedores aceptaban la oferta, se continuó con el cronograma vigente, por el cual la totalidad de los acreedores tenían un plazo para aceptar o rechazar la propuesta hasta el 24 de agosto. Fue así como, tras recibir la afirmativa de ellos, la propuesta se efectivizó y se produjo la operación de canje el 4 de septiembre (OPC, 2020f).

Según las cifras oficiales (Argentina.gob.ar, 2020c), los tenedores del 93,55% del monto total de capital pendiente de todos los bonos elegibles aceptaron la invitación de la República Argentina para canjear sus bonos elegibles por los nuevos bonos. De esta manera Argentina consiguió los consentimientos requeridos para activar las respectivas Clausulas de Acción Colectivas y canjear el 99,01% del monto total de capital pendiente de todas las series de bonos elegibles.

3.2 Resultados del canje

La conclusión del canje de deuda con los acreedores privados de legislación extranjera marcó un punto importante dentro de la Administración Fernández debido a que éste fue uno de los objetivos de gobierno, y sobre el cual giró gran parte de la estrategia de gobierno. En gran medida esto fue así porque durante su mandato, el gobierno del Frente de Todxs debía enfrentar enormes sumas por pago de deuda, por lo que resultó imperioso aliviar los pagos y donde esta situación se vio agravada debido al contexto de pandemia donde se necesitó realizar un gran gasto público.

Dicha reestructuración de deuda permitió reducir ampliamente la tasa interés de los bonos del 7% en promedio a una tasa promedio del 3.07%. También se observa una reducción significativa en el cupón máximo de los nuevos instrumentos: del 8,28% de interés máximo en los bonos al 5% de interés como máximo en los nuevos bonos (Secretaría de Finanzas, 2020). El acuerdo implica una quita de 61% en la carga total de intereses a lo largo de la vida de los títulos. Además, se consiguió una quita del 1,9% del monto de capital adeudado (OPC, 2020a). Concretamente, la reestructuración de la deuda implicó una disminución de los pagos financieros externos cercano a los 32.000 millones de dólares (Fernandez Alonso, 2020b).

Tabla 3: Detalle de la oferta final argentina

BONOS EN DOLARES						
Características	USD 2029	USD 2030	USD 2035	USD 2038	USD 2041	USD 2046
Emisión	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020	04/9/2020
Vencimiento	9/7/2029	9/7/2030	9/7/2035	9/1/2038	9/7/2041	9/7/2046
Monto a emitir*	2.095,1	13.800,0	20.089,7	5.092,5	5.033,6	0,0
Plazo en años	8,8	9,8	14,8	17,3	20,8	25,8
Cupones	1%	Desde 0,125% hasta 1,750%	Desde 0,125% hasta 5,000%	Desde 0,125% hasta 5,000%	Desde 0,125% hasta 4,875%	Desde 0,125% hasta 5,000%
1er Pago de intereses	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021
Pago de intereses	Sem.	Sem.	Sem.	Sem.	Sem.	Sem.
Cuotas amortización	10	13	10	22	28	44
1ra amortización	9/1/2025	9/7/2024	9/1/2031	9/7/2027	9/1/2028	9/1/2025
Valor nominal	100	97	97	100	100	97
VPN (<i>exit yield</i> 10%)	58,5	53,77	51,9	59,5	52,5	50,8

BONOS EN EUROS						
Características	USD 2029	USD 2030	USD 2035	USD 2038	USD 2041	USD 2046
Emisión	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020	4/9/2020	04/9/2020
Vencimiento	9/7/2029	9/7/2030	9/7/2035	9/1/2038	9/7/2041	9/7/2046
Monto a emitir*	574,4	3.100,0	2352,0	5.769,1	6.473,2	0,0
Plazo en años	8,8	9,8	14,8	17,3	20,8	25,8
Cupones	0,5000%	0,125%	Desde 0,125% hasta 4,000%	Desde 0,125% hasta 4,250%	Desde 0,125% hasta 4,500%	Desde 0,125% hasta 4,125%
1er Pago de intereses	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021	9/7/2021
Pago de intereses	Sem.	Sem.	Sem.	Sem.	Sem.	Sem.
Cuotas amortización	10	13	10	22	28	44
1ra amortización	9/1/2025	9/7/2024	9/1/2031	9/7/2027	9/1/2028	9/1/2025
Valor nominal	100	97	97	100	100	97
VPN (<i>exit yield</i> 10%)	56,2	51,3	47,8	55,2	48,8	47,1

Fuente: Nemiña y Val (2020b)

Adicionalmente, pudo modificar de gran manera el perfil de vencimientos de capital e intereses, lo que le permite al gobierno disponer de recursos para la recuperación económica en el corto y mediano plazo, y para enfrentar la crisis sanitaria por el COVID-19. La vida promedio de los bonos se situó en 11,1 años, casi un 50% más que la duración original de los bonos que en promedio era de 5,9 años. De esta manera, la mayor carga de obligaciones de esta deuda se aplazó al 2028. Consecuentemente, la Argentina enfrentará vencimientos de los títulos externos por aproximadamente 4.500 millones de dólares en el período 2020-2024 en lugar de los 30.200 millones de dólares pautados originalmente. (Secretaría de Finanzas, 2020). Mientras que los pagos de amortizaciones e intereses en el período 2020-2030 ascendían a 42.400 millones de dólares (OPC, 2020e). El canje implica un alivio financiero muy relevante entre 2020 y 2023, es decir el período que abarca el gobierno de A. Fernández, y un saldo también favorable (aunque más exiguo) para 2024-2028. Sin embargo, la situación se modifica en el tramo 2029-2035, donde los nuevos pagos superarán con creces a los vigentes hasta el momento, lo que lleva a que algunos analistas cuestionen la sostenibilidad de la deuda a mediano y largo plazo de este nuevo esquema reestructurado (IEFE, 2020).

Tabla 4: Principales características de la propuesta acordada

	Acuerdo (04-ago)
Bonos elegibles	21 bonos (13 en USD, 7 en EUR y 1 en CHF) por USD 66.072 millones
Bonos en reconocimiento del capital	10 (5 en USD y 5 en EUR)
Vencimientos	2030, 2035, 2038, 2041 y 2046
Tratamiento de intereses corridos	Entrega de bonos en USD y EUR 2029, cupón 1% para USD y 0,5% para EUR , con Indenture 2016.
Instrumento contingente	No incluye
Primer pago de intereses	09/07/2021
Frecuencia de pago de intereses	Primer cupón irregular y luego semestral
Incremento de tasa cupón (step up)	USD: de 0,125% a 5% EUR: de 0,125% a 4,5%
Cupón promedio	USD: 3,75% EUR: 3,11%
Primera amortización	09/07/2024
Frecuencia de amortización	Semestral
Cantidad de cuotas de amortización	De 10 a 44 cuotas
Vida promedio (años)	11,1
<i>Indenture</i>	Mantiene Indentures originales
Quita nominal	3% para los nuevos bonos 2030, 2035 y 2046, sin quita para el resto

Fuente: OPC (2020a).

El canje de deuda alcanzó al 99,1% de los bonos elegibles, lo que significó una reestructuración casi plena de la deuda con los acreedores privados de jurisdicción extranjera. Este hecho es un gran logro para la administración ya que dispuso las posibilidades de judicialización de la deuda y estrategias buitres, que atormentaron a la Argentina en el pasado reciente. Es clave remarcar el accionar de las CAC, que ayudaron enormemente a reducir los niveles de *holdouts*, o bonistas que quedan por fuera de la reestructuración por no aceptarla.

Estos resultados son consecuentes con la afirmación de que las CAC son un factor importante a la hora de reducir los niveles de *holdouts* en los procesos de reestructuración de deudas (Fang et al., 2020).

Para conseguir una tasa de adhesión tan alta, el gobierno tuvo que realizar diversas concesiones durante la negociación que lo llevaron a alejarse de su postura inicial. El gobierno tuvo que realizar una elección entre un alivio mayor y la aceptación. Fue este uno de los motivos que llevó al gobierno a ceder en diversos aspectos de la negociación en pos de lograr los mínimos necesarios para disipar un posible escenario de default generalizado a toda la deuda, en el caso de no conseguir acuerdo. La Administración Fernández evitó a toda costa caer en una situación de default de la totalidad de la deuda y/o de su judicialización.

Este hecho se ve evidenciado en la distancias entre la primera y la última oferta de canje: con respecto a la oferta original presentada el 22 de abril, se redujeron las quitas de capital que en la oferta inicial era de 5,4% al 1,9% en la oferta final; se adelantaron los devengamientos de intereses y se redujo el período de gracia de tres años para el pago de intereses y amortizaciones a 1 año; se aumentaron las tasas de cupón de un interés inicial del 2,3% al 3,07%; se aumentó la duración promedio de los bonos de 11 años a 11,1 años; los bonos mantuvieron sus *Indentures* originales en la oferta final, mientras que en la inicial todos los bonos se sujetaban al *Indenture* 2016. Además en la oferta inicial no se reconocían los intereses acumulados devengados y no pagados a la fecha de los bonos negociables, cosa que sí terminó ocurriendo en la oferta final. Finalmente, la oferta inicial tenía un Valor Presente Neto (NPV) en promedio de 40,9 dólares por cada 100 dólares para los bonos nominados en esa

moneda, y de 36,9 dólares para los nominados en euros, mientras que en la oferta final el Valor Presente neto aumentó a 55,8 dólares para los bonos en dólares y 52,2 dólares para los bonos en euros.

El acuerdo con los acreedores fue alcanzado en 8 meses, por lo que se consiguió reestructurar la deuda en una cantidad de tiempo menor al promedio de 13 meses para llegar al canje de las reestructuraciones realizadas entre 1998 y 2010 (Das et al., 2012). De esta forma, se puede considerar como una reestructuración rápida de la deuda en donde se llegó a un acuerdo relativamente rápido debido a la necesidad de los diferentes actores involucrados de conseguir de manera rápida un acuerdo. Esto fue así por diferentes factores, por un lado, como ya se explicó anteriormente, el gobierno buscó resolver el la situación y evitar escenarios de default o judicialización de la deuda y de enfrentamiento con los acreedores. Por otro lado, los acreedores buscaron garantizarse alguna certeza dentro de un contexto plagado de incertidumbre derivado de la crisis por el COVID-19. El clima de incertidumbre respecto a la previsión de los indicadores macroeconómicos y evolución de la economía, a fin de cuentas dejó en evidencia el desconocimiento real sobre la capacidad de pago de Argentina y cómo opera en las negociaciones la información asimétrica entre las partes (Fernandez Alonso, 2020b).

Con dicho acuerdo, Argentina consiguió salir de la situación de default selectivo, situación en la que se encontraba por no haber hecho frente a sus obligaciones de pago desde mayo, de intereses que se fueron devengando durante la negociación con los acreedores privados. Es decir, que a medida que se dilataron las negociaciones, Argentina entró en default

selectivo al no efectivizar varios pagos de cupones de los bonos elegibles en la reestructuración. El termino default selectivo se comenzó a utilizar para reflejar justamente una situación de impagos pero que se encontró lejos de constituirse en un default generalizado, debido a que el país se encontraba renegociando esos mismos bonos, y que el gobierno demostró siempre una predisposición a hacerse cargo de sus obligaciones.

Es importante destacar que el canje de bonos con ley extranjera tuvo una quita real a valor presente neto de entre 29% y 36,2%, según las estimaciones del Congreso de la Nación (OPC, 2020f). Dadas las condiciones de relativa debilidad desde las que negoció el país, debido a que se encontraba sumido en una crisis económica de varios años a la que se le sumó la recesión global y crisis sanitaria por el COVID-19, el resultado es destacable ya que se encuentra en línea con el promedio histórico de 33% de quita real en reestructuraciones de países de ingreso medio con acreedores privados (Marchesi & Masi, 2020), y también fue similar a la quita que consiguió Ecuador en el canje que éste desarrolló casi simultáneamente a la Argentina.

3.3 Canje de deuda con acreedores privados con legislación nacional

Como se mencionó anteriormente, la Administración Fernández buscó avanzar por tramos diferenciados la reestructuración de la deuda soberana, e inició con la deuda en moneda extranjera con los acreedores privados. Dentro de este segmento, comenzó con los de legislación extranjera debido a que en el pasado reciente se contaba con el antecedente de la problemática con los fondos buitres y la judicialización de la misma deuda en el extranjero.

Por eso, una vez alcanzado el acuerdo en ese segmento, tal como había prometido, se le otorgo a los acreedores privados con legislación nacional un trato igualitario. De esta forma, se replicaron los términos del acuerdo ya conseguido a los títulos bajo ley argentina.

A los pocos días del canje de bonos con jurisdicción extranjera, se llevó adelante el canje de la deuda bajo ley local. Se contó con una aceptación del 98,80% del monto total de capital elegible, que incluía bonos y letras pagaderos en dólares y al tipo de cambio oficial (dólar *linked*) por 41.715 millones de dólares. La operación implicó la emisión de nuevos bonos en dólares con una estructura financiera similar a la del tramo externo y bonos ajustables a la inflación (BONCER), que supusieron una quita de capital del 1,90%, una reducción de la tasa de interés promedio del 7% al 3,07%, y una extensión del perfil de vencimientos, lo que aumentaba la vida promedio de los instrumentos de 5,1 a 10,4 años. Este canje tuvo una aceptación total debido a que también se activaron las Clausulas de Acción Colectivas (Nemiña & Val, 2020b).

Ambos canjes constituyeron un aporte significativo hacia la recuperación de la sostenibilidad de la deuda pública y un alivio grande en relación a las responsabilidades de pagos en los años próximos.

Si consideramos el trato equitativo para los títulos en moneda extranjera bajo legislación local, el alivio para el período 2020–2024 se incrementa en 12.300 millones de dólares, totalizando un ahorro de 42.500 millones de dólares entre ambos canjes. Por su parte, para el período 2020–2030, considerando ambas legislaciones (local y extranjera) el alivio financiero alcanzará los 37.700 millones de dólares.(Secretaría de Finanzas, 2020).

Aunque es innegable que ambas reestructuraciones (canje de bonos con ley extranjera y con ley local) mejoran la perspectiva y le otorga un alivio fiscal al gobierno para poder atender la delicada situación social y sanitaria interna, lejos está de que la deuda haya dejado de ser un problema para la economía argentina, pues se requerirá de un esfuerzo sustantivo para cumplir con sus pagos, sobretodo en el mediano y largo plazo.

3.4 A modo de recapitulación

En este capítulo se abordó el tercer y último objetivo específico de investigación, por lo cual se indagó sobre las variaciones en la estrategia negociadora de la Administración Fernández en el marco de las negociaciones con los grupos de acreedores privados del país en el contexto del proceso de reestructuración de la deuda soberana argentina en 2020.

El canje realizado contó con una aprobación del 93,55% de los tenedores de bonos negociables, lo que activó las CAC. De esta manera, Argentina logró canjear el 99,01% de la totalidad de los bonos elegibles de la deuda (Argentina.gob.ar, 2020b).

La reestructuración de deuda redujo ampliamente la tasa interés de los bonos del 7% en promedio al 3.07% promedio, lo que representa una quita del 61% en la carga total de intereses a lo largo de la vida de los títulos. Además se logró una quita del 1,9% en el capital de la deuda (OPC, 2020a). Específicamente, el canje de la deuda significó una disminución de los pagos financieros externos cercano a los 32.000 millones de dólares (Fernandez Alonso, 2020b). Adicionalmente, se modificó de manera amplia el perfil de vencimientos, logrando 1 año de gracia y un aumento de la vida promedio de los bonos de casi el 50%, de 5,9 años a 11,1 años, por lo que Argentina enfrentará vencimientos de los títulos externos por aproximadamente

4.500 millones de dólares en el período 2020–2024 en lugar de los 30.200 millones de dólares pautados originalmente. (Secretaría de Finanzas, 2020). De esta forma, la mayor carga de obligaciones de esta deuda se aplazó al 2028.

Que el gobierno haya conseguido un porcentaje de aceptación de la oferta tan alto, y haber podido efectivizar el canje casi por la totalidad es un logro muy grande, ya que se disiparon las posibilidades de judicializar la deuda. Pero para lograrlo, tuvo que alejarse de su posición inicial y ceder en varios aspectos de la negociación. De todas maneras, el canje consiguió una quita real al Valor Presente Neto de entre el 29% y 36,2% (OPC, 2020f), la cual se ubica dentro del promedio histórico de 33% de quita real en reestructuraciones de países de ingreso medio con acreedores privados (Marchesi & Masi, 2020). Por lo que, es un resultado destacable dada la crisis económica que el país viene atravesando y que el COVID–19 empeoró.

Conclusiones

En el desarrollo de esta tesina, se propuso indagar sobre la estrategia argentina durante el proceso de negociación para reestructurar la deuda con los acreedores privados con legislación extranjera durante el 2020.

Primeramente, se llevó a cabo una descripción y caracterización de los actores involucrados en la negociación por la reestructuración de la deuda soberana argentina con los acreedores privados cono jurisdicción extranjera. En ella, se identificaron como actores al gobierno nacional y a los acreedores privados.

El gobierno liderado por el presidente Alberto Fernández, le otorgó un lugar central a la problemática de la abultada deuda soberana que heredó de la administración anterior. Un indicador de la centralidad que el gobierno le otorgaría a la reestructuración de la deuda, es la designación de Martin Guzmán como Ministro de Economía. Él es un renombrado académico, doctor en economía y es especialista en el estudio de la sostenibilidad de las deudas soberanas y sus reestructuraciones con una visión heterodoxa. La Administración Fernández diseñó una estrategia para alcanzar dicho fin por etapas. Consistió en atacar la problemática de la deuda soberana por tramos, y reestructurar las diferentes deudas por etapas consecutivas. Estas 4 etapas fueron: 1) los títulos bajo legislación extranjera, y con los bonos regidos por ley local, 2) la deuda con el FMI, 3) la deuda con el Club de París y 4) deudas subnacionales (Nemiña & Val, 2020b).

La problemática de la crisis de deuda soberana deuda que atraviesa la economía argentina se puede vincular de manera directa al Gobierno de Cambiemos. La Administración Macri llevó adelante una reedición del programa neoliberal que significó la apertura comercial y una desregulación financiera. A su vez, llevó adelante una estrategia agresiva de endeudamiento en dólares (Telechea, 2020). Consecuencia de ello, la deuda aumentó en 95,6 mil millones de dólares durante esos cuatro años (BCRA, 2020b). Para diciembre de 2019, la deuda del gobierno nacional, interna más externa, representaba el 90% del PIB, y el 78% denominado en moneda extranjera, muy por encima del umbral crítico considerado sostenible para los países emergentes (IMF, 2013).

Adicionalmente, se ahondó en las características deuda que es objeto de dicha negociación y se evaluaron sus particularidades. Según el Ministerio de Economía (2020a), a febrero de 2020 la deuda pública bruta del Estado nacional sumaba 324.370 millones de dólares. El 20% de dicha cifra, sería objeto de la renegociación de deuda soberana con los acreedores privados con legislación extranjera y representa el total de deuda a reestructurar que asciende a 66.496 millones de dólares, cifra que también incluía deuda denominada en otras monedas (OPC, 2020b). Es importante señalar que la totalidad de los bonos elegibles para la reestructuración de la deuda poseían algún tipo de Cláusula de Acción Colectiva.

En relación a la composición de la deuda susceptible a reestructurar, es fundamental señalar que existían dos universos de bonos: los resultantes del canje de deuda del 2005 y 2010, y los bonos emitidos a partir del 2016. La diferencia se encuentra en que tienen diferentes condiciones contractuales relacionadas a los umbrales mínimos necesarios para

activar las Clausulas de Acción Colectiva . A los primeros, se los denominó técnicamente *Indenture* 2005 y requería que el 66,6% de los acreedores aceptaran la oferta de canje para activas las Cláusula de Acción Colectivas; mientras que a los segundos se los denominó *Indenture* 2016 y requería que el 50% de los acreedores aceptaran la oferta de canje para activas las Cláusula de Acción Colectivas.

La contraparte al gobierno en esta negociación fueron 3 grandes grupos que representaron a los tenedores de bonos, que en su mayor parte eran fondos de inversión, entre los que se encontraban a los estadounidenses *Blackrock, Fidelity, Pimco, Templeton* y *Greylock*, y quienes poseían alrededor del 35% de la deuda negociable. Se puede caracterizar a la contraparte de la negociación como más homogénea, más especializada y con una mayor concentración geográfica que en el canje de 2003–2005. Además, poseen conocimiento técnico especializado, el capital, los contactos y la influencia que les permite negociar con mayor dureza, e intentar limitar la aplicación de las CAC (Nemiña & Val, 2020c). Los tres grandes grupos de bonistas o comités eran: el Grupo Ad Hoc de Bonistas Argentinos, el Comité de Acreedores de Argentina y el Grupo de Bonistas del Canje. El primero, estaba formado por los mayores acreedores institucionales y es el que presentaría la estrategia menos cooperativa y estaba integrado por los fondos de inversión *BlackRock, Fidelity* y *Ashmore*, entre otros; el segundo, estaba integrado por fondos que habían participado de manera cooperativa del canje 2010 y parecían ser los más flexibles y más propensos al diálogo; y el tercero, poseían las mayores cantidades de bonos emitidos en los canjes de 2005 y 2010 e incluye al fondo *Monarch*.

En este contexto es relevante mencionar que el FMI tuvo un rol de cierta importancia en la negociación, ya que pesar de no estar vinculado legalmente de ninguna forma, apoyó públicamente a Argentina. Para respaldar este posicionamiento, y luego de un análisis detallado de la situación del país, el FMI emitió dos documentos técnicos donde remarcó lo vital de recomponer la sostenibilidad de la deuda soberana argentina y, para ello, que destacó que los acreedores deberían compartir el costo para resolver la crisis de deuda que atravesaba el país (IMF, 2020). A su vez, el FMI remarcó que para inicios del 2020, la deuda pública de Argentina, se situó cerca del 90% del PIB a fines de 2019 y es altamente insostenible, y para que el país pueda retomar las sendas de sostenibilidad de su deuda en relación a su estructura económica, debería reducir el financiamiento bruto a un promedio de alrededor del 5% del PIB, y no superior al 6% del PIB para cualquier año en el mediano y largo plazo. El apoyo otorgado por el FMI, respaldó a Argentina y fortaleció su posición negociadora, legitimando el pedido de quita de deuda y prolongamiento de vencimientos en la reestructuración.

Seguidamente, se analizó el concepto de sostenibilidad de deuda, utilizado por la Administración Fernández como eje estructurante de la estrategia argentina en la negociación y se evaluó a la estrategia de negociación argentina. El objetivo principal del gobierno, en relación a la deuda externa con legislación extranjera fue restaurar la sostenibilidad de la deuda en el marco de un proceso ordenado. Es por esto que la administración se enfocó en la concreción de un canje preventivo, es decir que reconociendo la insostenibilidad de la deuda y la gran dificultad de Argentina de pagarla, el gobierno inició negociaciones con los acreedores mientras continuó cumpliendo con el calendario de pagos (hasta mayo), sin declarar el default.

En consonancia con dicho objetivo, el gobierno impulsó en el interno la sanción de la Ley de Restauración de la Sostenibilidad, que fue aprobada en el Congreso casi por unanimidad. Este es un indicador que dejó de manifiesto el consenso generalizado sobre la situación de crisis de deuda existente y su insostenibilidad, a la vez legitimó a la Administración Fernández y permitió mostrar un frente político unificado a nivel nacional a los grupos de acreedores en las negociaciones por la reestructuración de la deuda.

La sostenibilidad de la deuda, fue utilizada por Guzmán como pilar central en la negociación y fue el límite inamovible sobre el cual no se estaba dispuesto a negociar. Se vincula con lo planteado por Prebisch, quien afirmaba que las soluciones a las crisis de deuda no pueden ser a expensas del desarrollo nacional. Consecuentemente, Guzmán declaró en reiteradas ocasiones que Argentina iba a pagar su deuda pero no a cualquier costo ya que el país debía retomar el camino del crecimiento. Por este motivo, planteó que en el canje de deuda sería necesario que los acreedores realicen una contribución y resignar parte de sus ganancias en la negociación. El gobierno intentó dejar de manifiesto la corresponsabilidad de los acreedores, y por esto se busca hacerlos participes en los costos de la crisis.

No obstante las similitudes en este punto con la estrategia del canje de la deuda de 2005, la Administración Fernández llevó adelante una estrategia mucho más cooperativa, tanto en el aspecto financiero, como en el político y retórico. Se buscó generar consensos mediante el diálogo y para ello se abrieron diversos canales de consulta y conversación entre las partes. Esto se debió, también en parte porque los tenedores de bonos en esta ocasión, eran mucho

más homogéneos y se encuentran concentrado, a la vez que se encuentran organizados y tienen *expertise* técnico y recursos como para negociar con mayor dureza.

Adicionalmente, el gobierno buscó conseguir apoyos a nivel internacional y nacional para reforzar su posición negociadora. A nivel internacional, se consiguieron los apoyos de Italia, España, Portugal, Alemania, el Papa, el G-20, el FMI y un numeroso grupo de economistas y académicos de renombre internacional (entre ellos dos premios Nobel). A nivel nacional, el gobierno logró el apoyo del Poder Legislativo (donde junto con la oposición se sancionó casi por unanimidad la Ley de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública), los gobernadores y el jefe de gobierno porteño, las cámaras empresariales, sindicatos y la población en su gran mayoría debido al gran índice de popularidad del gobierno.

Otro factor muy importante en la negociación fue la pandemia por el COVID-19. Cuando las negociaciones para reestructurar la deuda ya eran de por sí complejas, estalló la pandemia y se fueron declarando las cuarentenas en todo el mundo. Consecuencia de ello, se impuso fuertemente el factor de incertidumbre debido a la inexistencia de alguna garantía de cuándo finalizaría, ni cuales serían los efectos concretos tendría sobre la economía. También implicó que las negociaciones sean realizadas de manera virtual, por primera vez en la historia, lo cual sumó otra capa de dificultad debido que a nivel comunicacional y de entendimiento es mucho menor en la virtualidad. Además, la complicada situación de salubridad hizo que el gobierno tuviera que destinar grandes cantidades para financiar la salud y sectores de la economía que se encontraban paralizados. De esta manera, se volvió casi imperioso para el gobierno conseguir un alivio en los pagos de deuda, a la vez que aplazarlos a los años venideros.

El gobierno publicó su primera oferta de canje de deuda a los acreedores privados luego de varias rondas de negociación. Dicha oferta fue rechazada de manera conjunta por los 3 grupos, a pesar de ser considerada más benévola de lo esperado. Los dos principales puntos de conflicto fueron el Valor Presente Neto de la oferta y la cuestión contractual. Después de una serie de ofertas y contraofertas, se consiguió llegar a un acuerdo, la oferta final argentina tuvo un valor estimado promedio de 55,8 dólares por cada 100, para los bonos en dicha moneda, alrededor de 14 dólares superior a la oferta original; mientras que las últimas propuestas de los acreedores se habían encontrado entre 57 y 62 dólares (OPC, 2020f). Por lo que se puede afirmar que ambas partes cedieron.

El canje fue concretado en el mes de septiembre, luego de que el 93,55% de los bonistas aceptaran la oferta. De esta forma, Argentina consiguió los umbrales necesarios para activar las Cláusulas de Acción Colectivas y se efectivizó el canje por el 99,01% de la totalidad de los bonos elegibles (Argentina.gob.ar, 2020c).

Finalmente, se relevaron los resultados de la negociación y las condiciones del canje. La reestructuración de deuda permitió reducir ampliamente la tasa de interés de los bonos del 7% en promedio a una tasa promedio del 3.07%, lo que implicó una quita de 61% en la carga total de intereses a lo largo de la vida de los títulos. Además se logró una quita del 1,9% en el capital de la deuda (OPC, 2020a). Concretamente, la reestructuración de la deuda significó una disminución de los pagos financieros externos cercano a los 32.000 millones de dólares (Fernandez Alonso, 2020b). A su vez, se modificó ampliamente el perfil de vencimientos, consiguiendo 1 año de gracia y una prolongación de la vida promedio de los bonos de casi el

50%, de 5,9 años a 11,1 años, por lo que Argentina enfrentará vencimientos de los títulos externos por aproximadamente 4.500 millones de dólares en el período 2020–2024 en lugar de los 30.200 millones de dólares pautados originalmente. (Secretaría de Finanzas, 2020). De esta forma, la mayor carga de obligaciones de esta deuda se aplazó al 2028.

El hecho de que se haya conseguido realizar el canje por el 99,01% del total es un gran logro para la administración ya que extirpó las posibilidades de judicialización de la deuda y estrategias buitre. Pero para lograr esa tasa de adhesión, el gobierno tuvo que ceder en diversas cuestiones durante la negociación que lo llevaron a alejarse de su postura inicial en pos de conseguir el acuerdo. En comparación con la primera oferta presentada el 22 de abril, se redujeron las quitas de capital que en la oferta inicial eran de 5,4% al 1,9% en la oferta final; se adelantaron los devengamientos de intereses y se redujo el período de gracia de 3 años para el pago de intereses y amortizaciones a 1 año; se aumentaron las tasas de cupón de un interés inicial del 2,3% al 3,07%; los bonos mantuvieron sus *Indentures* originales en la oferta final, mientras que en la inicial todos los bonos se sujetaban al *Indenture* 2016. Además en la oferta original no se reconocían los intereses acumulados devengados y no pagados a la fecha de los bonos negociables, cosa que sí terminó ocurriendo en la oferta final. Finalmente, la oferta inicial tenía un Valor Presente Neto (NPV) en promedio de 40,9 dólares por cada 100 dólares para los bonos nominados en esa moneda, y de 36,9 dólares para los nominados en euros, mientras que en la oferta final el Valor Presente neto aumentó a 55,8 dólares para los bonos en dólares y 52,2 dólares para los bonos en euros (OPC, 2020a). Además el accionar de las Clausulas de Acción Colectiva es clave para reducir enormemente los niveles de *holdouts*.

A la negociación se la puede considerar como rápida por encontrarse por debajo del promedio de 13 meses para conseguir un acuerdo (Das et al., 2012). En 8 meses, el gobierno concretó el canje de deuda debido a la necesidad de los actores involucrados de finalizar la negociación. Por un lado, Argentina necesitaba conseguir un alivio en los pagos y estaba dispuesto a evitar el default de la deuda; por otro lado, los acreedores optaron por asegurar el acuerdo y obtener la certeza de los pagos en una situación de tanta incertidumbre.

De todas formas, es preciso remarcar que el canje consiguió una quita real al Valor Presente Neto de entre el 29% y 36,2% (OPC, 2020f). Esta cifra lo ubica dentro del promedio histórico de 33% de quita real en reestructuraciones de países de ingreso medio con acreedores privados (Marchesi & Masi, 2020). Por lo que, es un resultado destacable dada la crisis económica que el país viene atravesando y que el COVID-19 empeoró.

Luego del canje extranjero, se ofrecieron las mismas condiciones a los tenedores de bonos con legislación local. La aceptación fue total, y de esta manera entre ambos canjes, el alivio para el período 2020-2024 se incrementa en 12.300 millones de dólares, totalizando un ahorro de 42.500 millones de dólares (Secretaría de Finanzas, 2020).

Durante toda la negociación, se puede evaluar a la estrategia argentina como cooperativa debido a que siempre mantuvo abiertos diferentes canales de diálogos con los grupos de acreedores privados e intentó generar consensos. El gobierno en todo momento mantuvo una retórica que buscó no ser confrontativa ni agresiva frente a los acreedores, pero siempre dejó de manifiesto que restituir la sostenibilidad de la deuda era el objetivo principal

de la administración y lo referenció en todo momento como un límite no negociable. No obstante lo cual, hubo momentos de gran tensión entre las partes y de confrontación.

Pero a pesar de la constante en la estrategia cooperativa del gobierno, se puede evidenciar que la administración Fernández tuvo que ceder en todos los puntos de la negociación por lo que se puede afirmar que inicialmente la postura fue más cerrada y tendiente a conseguir una quita mayor y más tiempo de repago, y se fue ablandando con el pasar de las rondas de negociación. Esto se evidencia en las mejores condiciones ofrecidas en las ofertas sucesivas realizadas por el gobierno.

De esta manera, se contrastó positivamente la hipótesis de esta investigación, la cual plantea que *la estrategia de negociación de la Administración Fernández durante la reestructuración en 2020 osciló desde una posición cerrada y centrada en el principio de sostenibilidad a una de mayor concesión debido a la necesidad política-económica de llegar a un acuerdo, una contraparte unificada y la necesidad de reducir la incertidumbre en el contexto de la pandemia del COVID-19*. Esta necesidad de concretar el canje es producto de una serie de factores, el primero fue los efectos de la pandemia por el COVID-19 que golpearon duramente a la economía argentina y llevaron al Estado a realizar fuertes erogaciones en el gasto público, por lo que era preciso conseguir un alivio en los pagos de deuda. El segundo factor, estuvo relacionado a que la Administración Fernández diseñó una estrategia para reestructurar toda la deuda soberana argentina, y se basa en renegociar las diferentes deudas en etapas consecutivas y vinculadas entre sí; la reestructuración con los acreedores privados fue la primera de cuatro etapas por lo cual el gobierno necesitaba resolverla sin que se extendiera en

el tiempo. Finalmente, el tercer factor fue una contraparte en la negociación que contaba experiencia, *expertise* técnico y recursos para negociar y presionar fuertemente al gobierno; los acreedores privados, en su mayoría eran fondos de inversión que rápidamente se constituyeron en tres grupos para negociar y presionar al gobierno para lograr las mejores condiciones de repago posibles.

Contemplando estos factores y considerando que la quita conseguida en el canje se ubica dentro del promedio histórico conseguido por Estados en desarrollo, se puede considerar a la negociación como exitosa. Más teniendo en cuenta el factor de total incertidumbre introducido por la pandemia por el COVID-19.

A pesar de que el canje haya sido muy positivo en el sentido de que mejora el panorama a corto plazo y le otorga al gobierno un gran alivio financiero, y le permite enfocarse en recuperar las sendas de crecimiento y atender la delicada situación sanitaria, lejos se está de haber cerrado la temática de la deuda externa o de haber recompuesto su sostenibilidad. En el corto y mediano plazo, al gobierno le quedan por reestructurar las deudas que posee con el FMI y con el Club de París, las cuales serán claves para definir el futuro a largo plazo.

Anexo

Detalle de las ofertas por tipo de bono

Bonos elegibles en USD	Argentina I (22-abr)	Argentina II (26-may)	Argentina III (17-jun)	Argentina IV (5-jul)	Acuerdo (4-ago)
BIRAD 2021	42,0	48,7	53,3	55,4	57,2
BIRAD 2022	42,0	47,9	52,1	54,1	55,7
BIRAD 2023	42,0	47,9	51,9	53,9	55,5
BIRAD 2026	39,3	47,1	52,6	54,8	56,2
BIRAD 2027	39,3	46,3	51,4	53,6	54,8
BIRAD 2028 (ene)	39,3	46,3	51,3	53,4	54,6
BIRAD 2028 (jul)	39,3	46,5	51,6	53,7	54,9
BIRAD 2036	39,3	46,5	51,7	53,9	55,1
BIRAD 2046	39,0	47,1	51,8	54,5	55,7
BIRAD 2048	39,0	46,4	50,7	53,4	54,5
BIRAD 2117	39,0	46,5	50,9	53,6	54,7
DISCOUNT USD	43,6	51,2	56,6	60,8	62,8
PAR USD	42,3	46,7	50,7	52,6	53,4
Promedio	40,4	47,3	52,1	54,4	55,8

Bonos elegibles en EUR/CHF	Argentina I (22-abr)	Argentina II (26-may)	Argentina III (17-jun)	Argentina IV (5-jul)	Acuerdo (4-ago)
BIRAE 2022	38,5	42,5	49,2	51,1	52,7
BIRAE 2023	38,5	42,5	49,1	50,9	52,5
BIRAE 2027	38,5	39,7	46,9	49,4	50,5
BIRAE 2028	36,1	39,7	46,9	49,5	50,6
BIRAE 2047	36,6	40,2	46,9	49,6	50,7
BIRAF 2020	33,5	42,8	49,4	51,3	52,8
DISCOUNT EUR	37,7	44,5	52,1	56,2	58,2
PAR EUR	35,8	40,3	47,2	48,8	49,6
Promedio	36,9	41,5	48,5	50,8	52,2

Fuente: OPC (OPC, 2020a)

* Montos cada 100 valores nominales; supuesto de *exit yield*: 10%

Tabla 6: Bonos elegibles para el canje

	Bono	Moneda	ISIN	VNA en millones de moneda de origen	
I N D E N T U R E 2 0 0 5	PAR USD 2038 (2002)	USD	US040114GK09	4.939	
	PAR USD 2038 (2010)	USD	XS0501195647	93	
	PAR USD 2038 (2010´)	USD	XS0501195720	2	
	PAR EUR 2038 (2005)	EUR	XS0205537581	5.035	
	PAR EUR 2038 (2010)	EUR	XS0501195993	1.427	
	PAR EUR 2038 (2010´)	EUR	XS0501196025	11	
	DISCOUNT USD 2033 (2005)	USD	US040114 GL81	3.858	
	DISCOUNT USD 2033 (2010)	USD	XS0501194756	1.227	
	DISCOUNT USD 2033 (2010´)	USD	XS0501195050	8	
	DISCOUNT EUR 2033 (2005)	EUR	XS0205545840	3.108	
	DISCOUNT EUR 2033 (2010)	EUR	XS0501195134	2.657	
	DISCOUNT EUR 2033 (2010´)	EUR	XS0501195308	5	
	I N D E N T U R E 2 0 1 6	BIRAF 2020	CHF	CH0361824458	400
		BIRAD 2021	USD	US040114GW7 USP04808AA3	4.484
		BIRAE 2022	EUR	XS150316 0225	1.250
BIRAD 2022		USD	US040114HK9 USP04808AL7	3.250	
BIRAD 2023		USD	US040114HP86	1.750	
BIRAE 2023		EUR	XS171530334 0	1.000	
BIRAD 2026		USD	US040114GX0 USP04808AC8 US040114GS5	6.455	
BIRAE 2027		EUR	XS1503160498	1.250	
BIRAD 2027		USD	US040114HL72 USP04808AM60	3.750	
BIRAD 2028 (ene)		USD	US040114H Q69	4.250	
BIRAE 2028		EUR	XS17153 03779	1.000	
BURAD 2028 (jul)		USD	US040114HF5 USP04808AJ2	965	
BIRAD 2036		USD	US040114HG7 USP04808AK5	1.727	
BIRAD 2046		USD	US040114GY3 USP04808AE5 US040114GU0	2.618	
BIRAD 2047		EUR	XS1715535123	750	
BIRAD 2048	USD	US040114HR43	3.000		
BIRAD 2117	USD	USP04808AN4 US040114HM5 US040114HN9	2.689		

Fuente: OPC (OPC, 2020a)

Bibliografía:

- 0223 Digital. (2020). *CGT y cámaras empresariales apoyaron al gobierno en la negociación de la deuda*. <https://www.0223.com.ar/nota/2020-5-5-7-2-0-cgt-y-camaras-empresariales-apoyaron-al-gobierno-en-la-negociacion-de-la-deuda>
- Ámbito. (2020a). *Guzmán: "No estamos pidiendo a nuestros acreedores que pierdan, sino que ganen menos"*. <https://www.ambito.com/economia/martin-guzman/guzman-no-estamos-pidiendo-nuestros-acreedores-que-pierdan-sino-que-ganen-menos-n5100012>
- Ámbito. (2020b). *Paso a paso: Cronología de la negociación por la reestructuración de la deuda*. <https://www.ambito.com/economia/deuda/paso-paso-cronologia-la-negociacion-la-reestructuracion-la-n5115038>
- Arelovich, S. (2020). DEUDA, RENEGOCIACIÓN Y DESPUÉS. En *LA DEUDA EN NUESTRAS VIDAS. CRISIS, NEGOCIACIONES Y ALTERNATIVAS* (p. 28). FRIEDRICH-EBERT-STIFTUNG.
- Argentina.gob.ar. (2020a, mayo 26). *Unidad de Gestión de la Sostenibilidad de la Deuda Pública Externa*. Argentina.gob.ar. <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/gestionsostenibilidaddeudapublicaexterna>
- Argentina.gob.ar. (2020b, agosto 4). *Argentina y tres grupos de acreedores alcanzan acuerdo de reestructuración de deuda*. Argentina.gob.ar. <https://www.argentina.gob.ar/noticias/argentina-y-tres-grupos-de-acreedores-alcanzan-acuerdo-de-reestructuracion-de-deuda>
- Argentina.gob.ar. (2020c, agosto 31). *La República Argentina anuncia los resultados del canje de deuda pública externa bajo ley extranjera*. Argentina.gob.ar.

<https://www.argentina.gob.ar/noticias/la-republica-argentina-anuncia-los-resultados-del-canje-de-deuda-publica-externa-bajo-ley>

Arslanalp, S., Bergthaler, W., Stokoe, P., & Tieman, A. F. (2020). Concepts, definitions and composition. *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*.

BCRA. (2020a). *Guzmán and Pesce Joined the G20 Virtual Meeting*.

<http://www.bcra.gov.ar/Noticias/Guzman-pesce-reunion-virtual-g20-2020-i.asp>

BCRA. (2020b). *Informe Mercado de cambios, deuda y formacion de activos externos, 2015-2019.pdf*.

<http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Informe-Mercado-cambios-deuda-formacion-de-activos%20externo-%202015-2019.pdf>

Boletín Oficial de la República Argentina. (2020). *BOLETIN OFICIAL REPUBLICA ARGENTINA – AISLAMIENTO SOCIAL PREVENTIVO Y OBLIGATORIO – Decreto 297/2020*.

<https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/227042>

Brenta, N. (2020). *Los determinantes internos de la política de la deuda externa pública de Argentina (2015-2019)*. 34.

Brooks, S., & Lombardi, D. (2015). *Sovereign Debt Restructuring: Issues Paper*. 28.

Buchheit, L. C., & Gulati, M. (2020). *The Argentine Collective Action Clause Controversy (La Controversia Argentina sobre las Cláusulas de Acción Colectiva)*.

<https://papers.ssrn.com/abstract=3656833>

Cantamutto, F. (2020). UNA VEZ MÁS, LA DEUDA. En *LA DEUDA EN NUESTRAS VIDAS. CRISIS, NEGOCIACIONES Y ALTERNATIVAS* (p. 28). FRIEDRICH-EBERT-STIFTUNG.

- Das, U. S., Papaioannou, M. G., Trebesch, C., & Das, U. S. (2012). Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. *IMF Working Papers*, 2012(203).
<https://doi.org/10.5089/9781475505535.001.A001>
- El Economista. (2020). *La imagen positiva de Fernández subió 19 puntos en marzo y ya es de 74%—El Economista*. <https://eleconomista.com.ar/politica/la-imagen-positiva-fernandez-subio-19-puntos-marzo-ya-74-n33027>
- Fang, C., Schumacher, J., & Trebesch, C. (2020). Restructuring Sovereign Bonds: Holdouts, Haircuts and the Effectiveness of CACs. *IMF Economic Review*, 69(1), 155–196.
<https://doi.org/10.1057/s41308-020-00127-z>
- Fernandez Alonso, J. (2020a). *Economía Política Internacional y Relaciones Internacionales en Argentina: Propósito del abordaje de las cuestiones financieras.pdf*. Studia Politicae. Numero 50.
- Fernandez Alonso, J. (2020b). *El proceso de reestructuración de la deuda argentina 2020 ¿demasiado poco?* CIPEI.
- Fernández Alonso, J. (2020). *Las deudas soberanas en el marco de la crisis del COVID-19*. CIPEI.
- France24. (2020, enero 30). *Alberto Fernández viaja a Europa en busca de respaldo para la reestructuración de la deuda argentina*. France 24. <https://www.france24.com/es/20200130-alberto-fernandez-viaje-europa-deuda-argentina>
- González, R. A., & D’Ancona, Ma. A. C. (1997). Metodología Cuantitativa. Estrategias y técnicas de investigación social. *Reis*, 80, 240. <https://doi.org/10.2307/40183928>
- Guzman, M., & Lombardi, D. (2017). Assessing the Appropriate Size of Relief in Sovereign Debt Restructuring. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3088081>

Guzman, M., & Stiglitz, J. (2016). Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring that Works.

En *Too Little, Too Late*. Columbia University Press.

IEFE. (2020). *Deuda pública: Barajar y dar de nuevo. Luces y sombras del Canje 2020* / IEFE – Instituto

de Estudios Fiscales y Economicos. [https://www.iefe.org.ar/2020/08/18/deuda-publica-](https://www.iefe.org.ar/2020/08/18/deuda-publica-barajar-y-dar-de-nuevo-luces-y-sombras-del-canje-2020/)

[barajar-y-dar-de-nuevo-luces-y-sombras-del-canje-2020/](https://www.iefe.org.ar/2020/08/18/deuda-publica-barajar-y-dar-de-nuevo-luces-y-sombras-del-canje-2020/)

IMF. (2013). Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries.

Policy Papers, 2013(40). <https://doi.org/10.5089/9781498341844.007>

IMF. (2020). *Resumen de la nota técnica del personal del FMI sobre la sostenibilidad de la deuda*

pública argentina. IMF. [https://www.imf.org/es/Countries/ARG/summary-of-staff-technical-](https://www.imf.org/es/Countries/ARG/summary-of-staff-technical-note)

[note](https://www.imf.org/es/Countries/ARG/summary-of-staff-technical-note)

Infobae. (2019). *Alberto Fernández volvió de su gira europea y habló de su relación con Macri: "Hace*

un tiempo que no hablamos". infobae. [https://www.infobae.com/politica/2019/09/09/alberto-](https://www.infobae.com/politica/2019/09/09/alberto-fernandez-volvio-de-su-gira-europea-y-afirmo-que-no-hablo-con-mauricio-macri-en-los-ultimos-dias/)

[fernandez-volvio-de-su-gira-europea-y-afirmo-que-no-hablo-con-mauricio-macri-en-los-](https://www.infobae.com/politica/2019/09/09/alberto-fernandez-volvio-de-su-gira-europea-y-afirmo-que-no-hablo-con-mauricio-macri-en-los-ultimos-dias/)

[ultimos-dias/](https://www.infobae.com/politica/2019/09/09/alberto-fernandez-volvio-de-su-gira-europea-y-afirmo-que-no-hablo-con-mauricio-macri-en-los-ultimos-dias/)

Kolb, R. W. (2011). *Sovereign Debt From Safety to Default*. JohnWiley&Sons.

Kulfas, M., & Schorr, M. (2012). *La deuda externa Argentina*. 160.

Lorenzini, M. E. (2019). *Ficha de Cátedra "Modos de narrar la evolución de la Disciplina de las*

Relaciones Internacionales: Paradigmas, Debates y auto- imágenes". 16.

Manzo, A. (2019). ¿Gobernanza financiera?: Comparación de las matrices políticas de las que

emergieron las CACs 2003 y 2014. *Revista Direito GV, 15*. <https://doi.org/10.1590/2317->

[6172201908](https://doi.org/10.1590/2317-6172201908)

Marchesi, S., & Masi, T. (2020). The price of haircuts: Private and official default. *Development Working Papers*. <https://ideas.repec.org/p/csl/devewp/460.html>

Ministerio de Economía. (2019). *Mr. Minister – Ministry of Economy*.
<https://www.economia.gob.ar/en/minister/>

Ministerio de Economía. (2020a). *Informes mensuales de la deuda*. Argentina.gob.ar.
<https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/deudapublica/informes-mensuales-de-la-deuda>

Ministerio de Economía. (2020b, abril 16). *El Presidente y el ministro de Economía presentaron los términos de la oferta argentina para reestructurar la deuda pública externa*. Argentina.gob.ar.
<https://www.argentina.gob.ar/noticias/el-presidente-y-el-ministro-de-economia-presentaron-los-terminos-de-la-oferta-argentina>

Nemiña, P., & Val, M. E. (2020a). LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA ARGENTINA EN EL CONTEXTO DE LA PANDEMIA GLOBAL. En *LA DEUDA EN NUESTRAS VIDAS. CRISIS, NEGOCIACIONES Y ALTERNATIVAS* (p. 28). FRIEDRICH-EBERT-STIFTUNG.

Nemiña, P., & Val, M. E. (2020b). *La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia COVID-19*. 30.

Nemiña, P., & Val, M. E. (2020c). La reestructuración de la deuda argentina ante la pandemia global. *Análisis Carolina*. https://doi.org/10.33960/AC_19.2020

ONU. (2015, septiembre 10). *La Asamblea General establece principios básicos para procesos de reestructuración de deuda*. Noticias ONU. <https://news.un.org/es/story/2015/09/1339021>

- OPC. (2020a). *PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN DE LOS BONOS BAJO LEY EXTRANJERA – ACUERDO CON PRINCIPALES GRUPOS DE ACREEDORES.pdf*.
- OPC. (2020b). *Operaciones de Deuda Pública—Enero 2020*. <https://www.opc.gob.ar/operaciones-de-deuda-publica/operaciones-de-deuda-publica-enero-2020-2/>
- OPC. (2020c). *Análisis de la Propuesta de Reestructuración de Bonos bajo Legislación Extranjera*.
<https://www.opc.gob.ar/deuda-publica/analisis-de-la-propuesta-de-reestructuracion-de-bonos-bajo-legislacion-extranjera/>
- OPC. (2020d, junio 22). *PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN DE LOS BONOS BAJO LEY EXTRANJERA – ANÁLISIS DE NUEVAS OFERTAS. Oficina de Presupuesto del Congreso*.
<https://www.opc.gob.ar/deuda-publica/proceso-de-reestructuracion-de-los-bonos-bajo-ley-extranjera-analisis-de-nuevas-ofertas/>
- OPC. (2020e, julio 7). *PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN DE LOS BONOS BAJO LEY EXTRANJERA – NUEVA PROPUESTA ARGENTINA. Oficina de Presupuesto del Congreso*. <https://www.opc.gob.ar/deuda-publica/proceso-de-reestructuracion-de-los-bonos-bajo-ley-extranjera-nueva-propuesta-argentina/>
- OPC. (2020f, agosto 6). *Proceso de Reestructuración de los Bonos bajo Ley Extranjera – Acuerdo con Principales Grupos de Acreedores. Oficina de Presupuesto del Congreso*.
<https://www.opc.gob.ar/deuda-publica/proceso-de-reestructuracion-de-los-bonos-bajo-ley-extranjera-acuerdo-con-principales-grupos-de-acreedores/>

Página12. (2020). *Alberto Fernández mantiene alta su imagen positiva / El gobierno nacional y sus políticas para combatir el coronavirus*. PAGINA12. <https://www.pagina12.com.ar/257399-alberto-fernandez-mantiene-alta-su-imagen-positiva>

Pérez, M. (2019, noviembre 19). *Alberto encara una gira por Europa para pedir apoyo en la renegociación con el FMI*. <https://www.cronista.com/economia-politica/Alberto-encara-una-gira-por-Europa-para-pedir-apoyo-en-la-renegociacion-con-el-FMI-20191119-0021.html>

Perfil. (2020, enero 30). *La hoja de ruta de Martín Guzmán hacia la reestructuración de la deuda*. Perfil.com. <https://www.perfil.com/noticias/economia/economia-martin-guzman-hoja-de-ruta-hacia-la-reestructuracion-de-la-deuda.phtml>

Putnam, R. D. (1988). *Diplomacy and Domestic Politics: The Logic of Two-Level Games*. 35.

PxQ. (2020). *Informe Especial Deuda 06-07-20.pdf*. Google Docs. https://drive.google.com/file/d/1ZR8bJBYUTxzubmjT0hl4U-sk5S6azEfq/view?usp=sharing&usp=embed_facebook

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010). *GROWTH IN A TIME OF DEBT*. 26.

Roos, J. (2019). *Why not default the political economy of sovereign debt*. Princeton University Press (.).

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

Stiglitz, J. E., PHELPS, E. S., & REINHART, C. M. (2020, mayo 6). *Restructuring Argentina's Private Debt is Essential* / by Joseph E. Stiglitz, Edmund S. Phelps and Carmen M. Reinhart. Project Syndicate.

<https://www.project-syndicate.org/commentary/argentina-sovereign-debt-restructuring-private-creditors-by-joseph-e-stiglitz-et-al-2020-05>

Telam. (2020). *Gobernadores reiteraron su apoyo a la reestructuración de la deuda.*

<https://www.telam.com.ar>

Telechea, J. M. (2020). EL ORIGEN. En *La deuda de nuestras vidas*. FRIEDRICH-EBERT-STIFTUNG.