

CENTRO CULTURAL DE LA COOPERACIÓN
FLOREAL GORINI
ANUARIO DE INVESTIGACIONES
AÑO 2020

DEPARTAMENTO/ÁREA: ECONOMÍA

AUTOR/A: NICOLÁS HERNÁN ZEOLLA

TÍTULO DEL TRABAJO: “THE LONG AND WINDING
ROAD”: CRISIS Y REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA ARGENTINA
2020



Publicación Anual - Nº 11

ISSN: 1853-8452

Centro Cultural de la Cooperación Floreal Gorini
Av. Corrientes 1543 (C1042AAB) - Ciudad de Buenos Aires – [011]-5077-8000
www.centrocultural.coop

Centro Cultural de la Cooperación Floreal Gorini
Anuario de Investigaciones - Año 2020

Directoras/es de la publicación:

SECRETARÍA DE INVESTIGACIONES:

Gabriela Nacht
Marcelo Barrera
Natacha Koss
Julieta Grinspan
Pamela Brownell

Autoridades del Centro Cultural de la Cooperación “Floreale Gorini”

Director General: Juan Carlos Junio

Subdirector: Horacio López

Director Artístico: Juano Villafañe

Secretario de Formación e Investigaciones: Pablo Imen

Secretario de Comunicaciones: Luis Pablo Giniger

Secretaria de Planificación Institucional: Natalia Stoppani

Secretaria de Programación Artística: Antoaneta Madjarova

© Centro Cultural de la Cooperación Floreal Gorini
Av. Corrientes 1543 (C1042AAB) - Ciudad de Buenos Aires - [011]-5077-8000 -
www.centrocultural.coop

© De los autores

Todos los derechos reservados.
ISSN: 1853-8452

“The Long And Winding Road”: crisis y reestructuración de deuda argentina 2020

Nicolas Hernán Zeolla
(CCC, FIDE)

Resumen

Entre 2016 y 2019 la economía argentina estuvo caracterizada por una marcada turbulencia externa producto de la persistencia de la fuga de capitales y el sobreendeudamiento externo. La reestructuración de deuda llevada adelante en 2020 es un primer paso para ordenar ese camino. A partir de 2016 las nuevas autoridades llevaron adelante una fuerte desregulación cambiaria y promovieron el ingreso de capitales especulativos para valorización financiera en LEBAC que aumentaron fuertemente la fragilidad financiera externa. La burbuja generada terminó desatando una abrupta corrida cambiaria. Cerrado el mercado de deuda, se avanzó con un programa del FMI, que no logró revertir en drenaje de dólares. En 2019 se realizó una refinanciación forzosa de títulos y se hizo evidente la necesidad de una reestructuración de toda la deuda. Solo con la implementación del control de cambios y la victoria del nuevo gobierno se logró estabilizar la situación. Luego, y aunque muchos de los problemas heredados se agravaron con el estallido del COVI-19, fue posible avanzar con la reestructuración deuda. El canje tuvo como resultado una reducción de pagos de deuda por 56.100 millones de dólares para los primeros 4 años, un ahorro corriente total de 39.600 millones de dólares y una quita del valor financiero de hasta el 58%. A nivel internacional se encuentra entre las quitas voluntarias de deuda más grandes del mundo. Aún resta la negociación del crédito con el FMI y un plazo razonable recuperar el acceso a los mercados voluntario de crédito.

Palabras clave: Argentina, Crisis cambiaria, Crisis Financiera, Reestructuración Soberana, Canje Voluntario, Default

“The Long And Winding Road”: crisis y reestructuración de deuda argentina 2020

Nicolas Hernán Zeolla¹

1. Introducción

Durante los últimos años la economía argentina estuvo caracterizada por un marcado desajuste externo producto de la fuga de capitales y el sobre endeudamiento externo. La reestructuración de deuda llevada adelante en 2020 es un primer paso para desandar ese camino.

El objetivo de este trabajo es estudiar el proceso de reestructuración de deuda argentino 2020. Para ello, se dividirá este trabajo en cinco secciones incluyendo de esta introducción.

En primer lugar, se presentará un marco analítico sobre la visión minskiana de fragilidad financiera para economías abiertas. Allí se descaran las diferencias entre el planteo minskiano estandar y la ampliación hacia el caso de las economías abiertas.

En segundo lugar, se estudiará el origen de la crisis. Allí dará cuenta del proceso de desregulación cambiaria, fuga de capitales y promoción de ingreso de capitales de corto plazo que fueron el punto inicial de la acumulación de desequilibrios externos. Se buscará enfatizar en la dimensión financiera de la crisis cambiaria por sobre la visión tradicional que parte de la identificación de problemas fiscales o relacionados con la economía real como salarios, tipo de cambio real o importaciones. Junto con ello, se hará un breve

¹ Economista (UBA), Mg. en Desarrollo Económico (IDAES/UNSM), estudiante Doctorado en Economía (UBA). Investigador-asistente Departamento de Economía Política CCC y Economista Jefe de la Fundación de Investigaciones para el Desarrollo Económico-FIDE. [Mail: nicolaszeolla@gmail.com](mailto:nicolaszeolla@gmail.com)

comentario sobre la naturaleza de la fuga de capitales y el contexto heredado por el nuevo gobierno.

En tercer lugar, se trabajará sobre la reestructuración de deuda soberana argentina 2020. Allí se comenzará por caracterizar la estructura de la deuda, su dinámica reciente y los aspectos legales relevantes en torno a las emisiones. Luego, se pasará revista de las distintas ofertas, el resultado final y la nueva estructura de vencimientos resultado de la emisión. Después, se propondrá un análisis comparativo proceso de reestructuración 2020 a deuda a la luz de otros procesos de canje registrados en la experiencia internacional reciente. Para este fin, se utilizará un conjunto de indicadores provistos en la literatura sobre canje de deuda soberanos como son: tiempo en el que se llegó a un acuerdo, grado de aceptación del canje, cupón de pago promedio, diferencia entre los perfiles de vencimientos, el ahorro acumulado en términos corrientes y la quita en valor presente neto.

Por último, se presentarán las conclusiones. Allí se enfatizará sobre la importancia de la dimensión financiera por sobre la economía real. Asimismo, el rol determinante de la fuga de capitales para explicar la dinámica externa reciente de la economía argentina y su vínculo con el endeudamiento externo

2. El ciclo de expansión y contracción financiera

2.1. Fragilidad financiera en una economía cerrada

La idea de fragilidad financiera corresponde a la literatura post-keynesiana, en especial, a los trabajos de Hyman Minsky. Sus planteos fueron inicialmente pensados para una economía desarrollada como forma de modelar el ciclo macroeconómico. Sin embargo, muchos autores han procurado adaptar su visión a una economía de relevancia del sector externo como la argentina.

La preocupación general del autor obedece a estudiar las condiciones que podrían dar lugar a un nuevo crack '29. Para elaborar lo que para él sería una teoría o hipótesis que denominó de fragilidad financiera. En términos generales “hipótesis de fragilidad

financiera” postula la existencia de una dinámica endógena en el ciclo económico marcada por cambios en la percepción de riesgo de los agentes económicos. Esto produciría cambios en la disposición del sistema a endeudarse, aumentando su apalancamiento, debilitando su posición financiera y haciendo a la economía más susceptible de sufrir una crisis.

De algún modo, los empresarios, los hogares, al igual que los banqueros, en la búsqueda de obtener un mayor beneficio aceptarían asumir más riesgos en periodos de auge económico y crecimiento sostenido. Los bancos van a reducir sus primas de riesgo y sus exigencias para préstamos (reduciendo su tasa o aceptando más riesgo para la misma tasa) tranquilidad y crecimiento sostenido

Esto explica la dinámica endógena del sistema. Un periodo de calma económica terminará exponiendo a las empresas aun un mayor apalancamiento, y por ende, a una mayor fragilidad financiera. Y esto es un dato institucional. Existen marcos institucionales más o menos propensas a generar crisis .

Para entender esta dinámica de tranquilidad hacia crisis Minsky (1986; 1992) utilizó categorías que describían la situación financiera de cada unidad económica. Observemos la dinámica de estas.

De un modo general, sabemos que las unidades económicas son unidades financieras, comprometidas a pagos futuros con su flujo de caja. Las empresas cuando se endeudan, modifican su situación patrimonial con la expectativa de poder cubrir este faltante con mayores ganancias futuras. Las firmas nunca están enteramente cubiertas, niveles de apalancamiento son recurrentes para ampliar negocios y operar. De algún modo, invertir es endeudarse.

Igualmente, hay que tener en cuenta que el mayor apalancamiento ex ante no significa nada. La firma puede estar muy endeudada, pero tener un gran negocio detrás. El elevado apalancamiento es una “gran apuesta”. El tema es que como toda apuesta, tiene un riesgo.

Para definir la sustentabilidad ahora nos importa el “flujo”. Es decir, los pagos de intereses y amortizaciones asociados a los niveles de apalancamiento. Para plantear esto Minsky utilizó 3 categorías en donde las unidades económicas tendrían o no una situación

de sustentabilidad o insustentabilidad financiera. Estas se resumen en el esquema 1 a continuación.

El primer caso es el de una economía cuya situación es de “hedge” o cobertura. En este caso, las empresas pueden cumplir todas sus obligaciones financieras correspondientes al pago de vencimientos de amortizaciones de deuda e intereses con su cash-flow operativo. En el ejemplo del esquema 2, la firma tiene ventas netas de costos por 100 y pagos de intereses por 20 y amortizaciones por 20.

El segundo caso se trata de una firma cuya situación se conoce como especulativa. Una firma se encuentra en posición especulativa cuando el cash flow les permite cumplir con los intereses de los pasivos, pero no el vencimiento amortización de capital. Estas unidades económicas dependen de hacer “roll over” de sus “pasivos”, es decir, emitir nueva deuda para pagar sus deudas. En el ejemplo, la firma tiene ventas netas de costos por 20 y pagos de intereses por 20 y amortizaciones por 20.

El tercer caso es el de una firma descalzada o “ponzi”. Esta situación es cuando el cash flow no es suficiente para cumplir el pago de intereses ni el capital. Estas unidades pueden desprenderse de activos o pedir nuevos créditos para cumplir con los pagos de renta. Sin embargo, como sus ventas netas no son suficientes para enfrentar sus flujos financieros, al hacer eso su situación patrimonial continuaría debilitándose. En el ejemplo, la firma tiene ventas netas de costos por 10, pagos de intereses por 20 y de amortizaciones por 20.

Esquema 1: taxonomías minskianas para una economía cerrada

Cubierto	Especulativo	Ponzi
<ul style="list-style-type: none"> • El saldo del flujo de cajas es suficiente para intereses y <u>amortizaciones de capital de deuda</u> 	<ul style="list-style-type: none"> • El saldo del flujo de caja es suficiente para pagar intereses pero <u>no amortizaciones de capital de deuda. La deuda debe ser refinanciada.</u> 	<ul style="list-style-type: none"> • El saldo del flujo de caja no suficiente para pagar intereses y <u>amortizaciones de capital de deuda. La unidad financiera depende de nuevos ingresos de fondos por deuda o venta de activos para pagar intereses y <u>amortizaciones.</u></u>

Fuente: elaboración propia

A nivel macroeconómico, el crecimiento de las posiciones especulativas es lo que Minsky llama un “ciclo de euforia”, es decir, la fase expansiva del ciclo económico traccionado por las finanzas y el crecimiento del endeudamiento privado.

Esta deuda es financiada por prestamistas, los cuales traccionados por el optimismo consideran que el futuro está asegurado. Obviamente que la euforia termina, y ex-post se observa que el grado de apalancamiento no es sostenible. Obviamente, toda la dinámica no está pre-determinada y el pico de la burbuja no se conoce hasta que la burbuja explota.

Igualmente, la dinámica de una crisis financiera no solo afecta a las también tracciona a otras firmas, que aún encontrándose en una situación especulativa o de cobertura, su situación se ve perjudicada. Esto se debe por la dinámica específica que se produce en la fase de crisis. Las firmas en una situación financiera más vulnerable serán más afectadas.

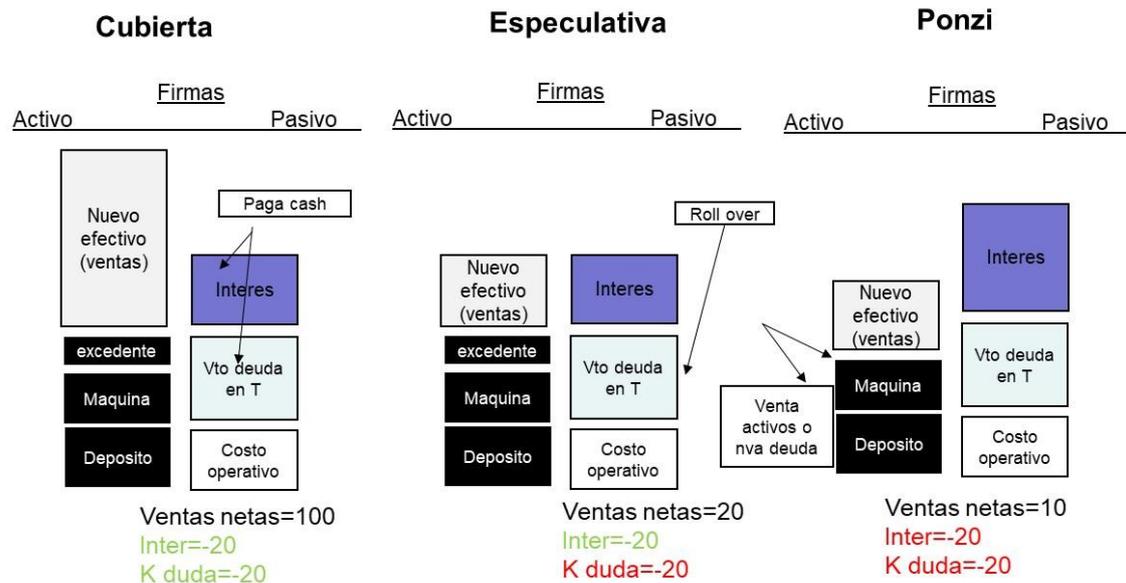
Luego de que la crisis sucede, todas las firmas creen que su nivel de endeudamiento es peligrosamente elevado y deciden desendeudarse. Cuando hacen esto las empresas

transmiten la crisis al resto de la economía. La dinámica de “recortar pérdidas” mediante “ventas de activos riesgosos” termina desplomando el valor de los activos (“make a position by selling a position”).

Esto se conoce como “la paradoja del apalancamiento”. Para desendeudarse, las firmas buscan aumentar sus saldos de caja y reducen sus gastos. Cuando hacen esto, la economía se contrae. El resultado de ello es que las ventas agregadas caen, el flujo de caja se achica, y el esfuerzo de las empresas para achicar el desendeudamiento debe ser aún mayor.

En la visión de Minsky, el objetivo de la política económica debe ser el establecimiento de un marco institucional mediante regulación estatal, tal que se evite la creación de una “burbuja financiera”, mediante precios inflados de activos y excesivo apalancamiento. Sin embargo, si no se pudo hacer eso y la crisis financiera se produjo, hay que procurar que los “flujos de caja” no se derrumben.

Por el lado de la política fiscal, se debe fomentar de la demanda efectiva keynesiana. Por el lado de la política monetaria, crédito barato subsidiado por el Estado. En ambos casos, la magnitud del estímulo debe ser en la medida que no se interrumpan las cadenas de pago (proveedores, salarios, etc.) y las empresas que no se encuentran en una posición especulativa, no vean su riesgo creciente, y pueden refinanciar las deudas.

Esquema 2: taxonomías minskianas para una economía cerrada (ejemplo numérico)

Fuente: elaboración propia

2.2. Fragilidad financiera en una economía cerrada y en una economía abierta

Para una economía abierta las líneas principales de razonamientos y taxonomías se mantienen. Sin embargo, se produce una adaptación a partir de una relación especial con el sector externo. En especial producto de lo que sucede frente a movimientos en el tipo de cambio y la percepción de riesgo endógeno.

En términos generales, podemos decir que en una economía abierta a flujos de capitales internacionales, la fragilidad financiera se exagera. Si los riesgos de crisis financieras son equivalentes para todos los países, la restricción externa se convierte en un factor desestabilizador adicional. Es decir, las crisis financieras conciden con crisis de balance de pagos.

En especial luego de la desarticulación de la normativa global que acompañó al patrón dólar durante Bretton Woods hizo al sistema financiero más inestable. El peso de los flujos financieros internacionales hoy en día hace que estos sean la principal referencia

para definir el valor del dólar o el nivel de reservas de lo tenían el pasado. En especial en las periféricas.

La apertura financiera agrava la fragilidad intrínseca del sistema de una economía capitalista. Los flujos financieros son un mecanismo internacional de propagación inestabilidad, producto a los movimientos del capital especulativo. Junto con ello, el excesivo endeudamiento externo público y privado y la fuga de capitales son

El elemento distintivo de las crisis financieras en economías abiertas pasa por el efecto que la apreciación cambiaria por flujos de capitales ingresantes tiene sobre la percepción endógena de riesgos.

El ingreso de capitales permite al banco central acumular reservas, disminuir las tasas de interés, produce estabilidad de precios de precios y una percepción de tranquilidad cambiaria en el mediano plazo y una comprensión del riesgo doméstico para el conjunto de agentes (Frenkel, 1983; Foley, 2003).

En este contexto, se incentiva la inversión y el endeudamiento, en un ciclo de optimismo equivalente al ciclo de expansión financiera en una economía cerrada. Sin embargo, a diferencia de lo que sucede en ese caso, en una economía abierta las posiciones de apalancamiento suelen estar acompañadas de endeudamiento externo o algún otro pasivo que produce el riesgo de un descalce financiero de los agentes (Medici, 2020).

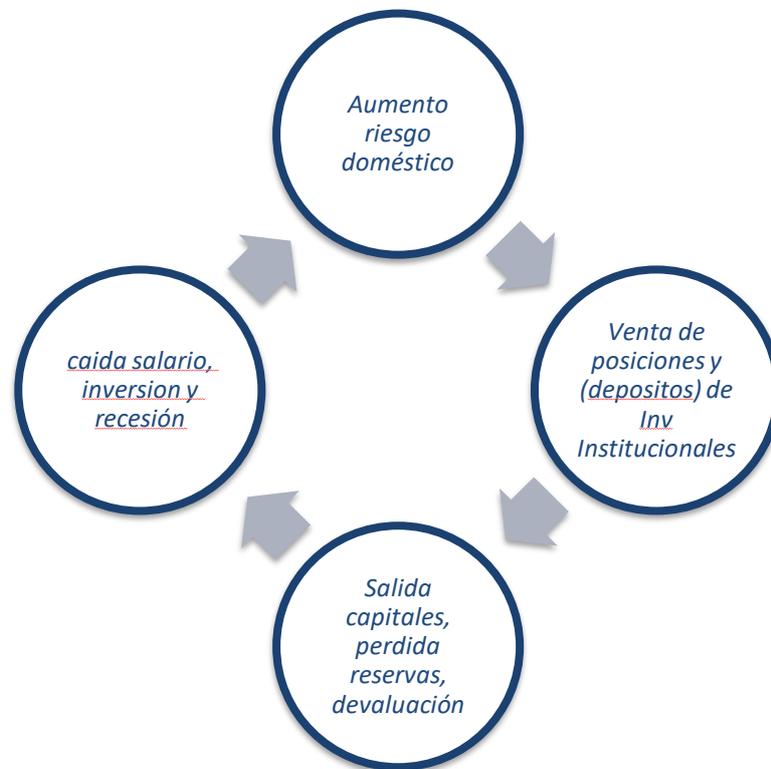
Durante el alza se construyen los descalzas de posiciones financieras externos que terminan aumentando la fragilidad financiera externa del sistema. Frente al mínimo cambio de las condiciones locales o externas la trayectoria de crecimiento impulsada por el endeudamiento se interrumpe y se desata la crisis.

Mucho peor si parte de la salida de capitales de residentes, en la forma de fuga de dolarización privada o fuga, dependía del ingreso de capitales de no residentes, en la forma de deuda externa o inversión especulativa.

Al interrumpirse el ingreso de capitales, se produce un cambio en el signo del balance de pagos, debilitando las reservas del banco central. La pérdida de reservas produce un

cambio en la percepción doméstica del riesgo e incentiva la salida de capitales. De profundizarse esta situación, se genera una corrida cambiaria y una devaluación.

Esquema 3: circuito de crisis financiera externa



Fuente: elaboración propia

Los flujos de caja de las empresas se ven golpeados por todos los frentes. Esto derrumba el precio de los activos, el consumo, la inversión y la sustentabilidad de mediano plazo de muchas firmas.

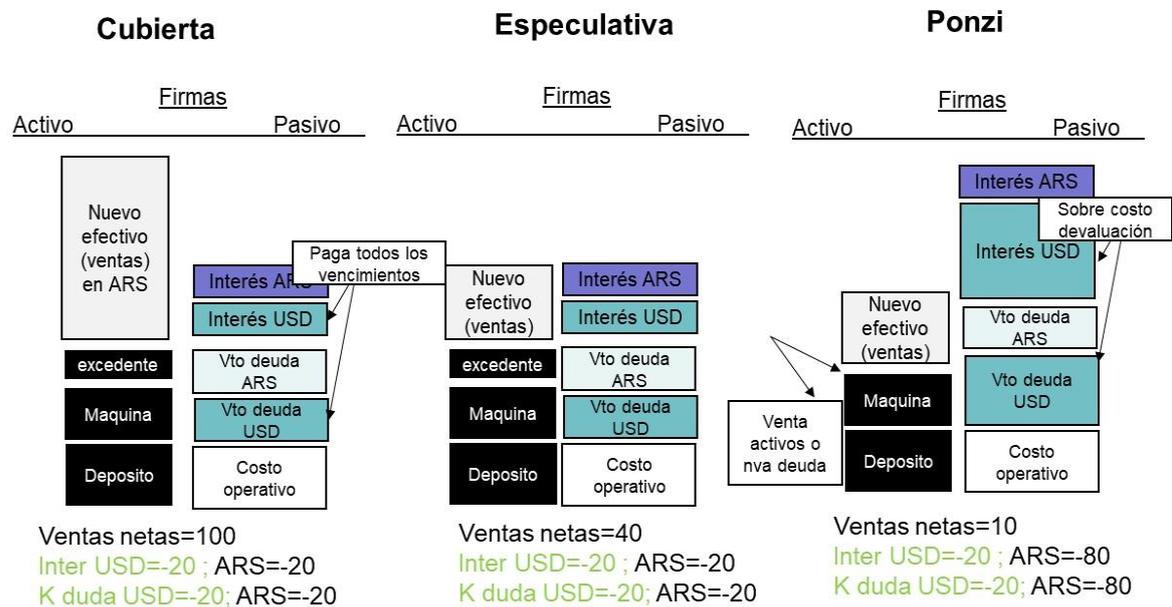
Por el lado financiero, la devaluación implica un sobre-costó cambiario para las unidades financieras que tienen compromisos en moneda extranjera en sus balances. Por el lado patrimonial, la devaluación aumenta la deuda en divisas y deprime el patrimonio medido en moneda extranjera, incrementando el riesgo doméstico y el acceso al crédito. Además, la interrupción del ingreso de capitales (“sudden stop”) del exterior también implica una restricción de liquidez para refinanciar las amortizaciones de capital. Por el lado de la demanda, la devaluación contrae el poder de compra del salario, reduciendo las ventas y los flujos de caja de las empresas.

Visto desde la perspectiva de las taxonomías minskianas, todos estos elementos hacen que la devaluación produzca una exacerbación del tránsito de cobertura a posiciones especulativas. Desde lo microeconómico, deberíamos adaptar las taxonomías diferenciando los pagos en moneda local y moneda extranjera. De un modo macroeconómico, podríamos considerar el saldo agregado de pagos externos respecto al ingreso de fondos.

No son muchas las investigaciones que buscan adaptar los planteos de fragilidad financiera a las economías abiertas. En el esquema 4 a continuación se presenta una transformación de las taxonomías minskianas originales para incluir la diferenciación de monedas relevantes para el análisis desde la perspectiva de una economía abierta.

En el caso de la economía en una situación cubierta, el efectivo por las nuevas ventas en moneda local, le es suficiente para pagar todos los vencimientos de capital e intereses en ambas monedas. En el caso de la posición especulativa, el ingreso de nuevo efectivo por ventas netas es solo suficiente para pagar el costo financiero de la deuda en dólares y pesos pero el vencimiento de deuda de capital debe refinanciarse. Es interesante observar como la posición especulativa en economía abierta es más frágil que la de economía cerrada ya que la refinanciación de amortizaciones depende tanto del costo de refinanciamiento como del acceso a la deuda en la misma moneda. Finalmente, en el caso de la posición de descalce o “Ponzi”, las ventas netas no son suficientes para pagar los vencimientos de intereses o la amortización de capital. Aquí también se observa como el efecto de la devaluación, el costo de la deuda aumentó pero los flujos de caja disminuyeron.

Esquema 4: taxonomías minskianas para el análisis de una unidad financiera en economías abiertas. El enfoque del flujo de caja.



Fuente: elaboración propia

De manera alternativa, en el esquema 5 a continuación se desarrolla una adaptación a este esquema desde la perspectiva agregada o del balance de pagos. Cobertura implica que El saldo de Balance comercial es suficiente para pagar rentas IED, la deuda externa y la fuga capitales (CC mayor a la Cuenta capital). Especulativo que Cuando el balance commercial es superavitario, pero insuficiente para enfrentar todos los pagos de la inversion y la deuda externa y la fuga capitales (roll over deuda externa). Ponzi que Cuando hay deficit de Cuenta corriente (exportaciones son menores que importaciones) y como resultado el país un ingreso de capitales que financien el deficit real y el deficit financiero (pagando con deuda más importaciones)

Argentina es un caso paradigmático de este tipo de ciclos de integración financiera, endeudamiento y fuga. Como veremos a continuación el ciclo 2016 a 2019 cumple todas las etapas de una crisis minskiana de economías abierta típica.

Esquema 5: taxonomías minskianas para el análisis de una unidad financiera en economías abiertas. El enfoque del balance de pagos.

Cubierto	Especulativo	Ponzi
<ul style="list-style-type: none"> • El <u>saldo de Balance comercial</u> es <u>suficiente</u> para pagar <u>rentas IED</u>, la <u>deuda externa</u> y la <u>fuga capitales</u> (CC mayor a la Cuenta capital) 	<ul style="list-style-type: none"> • <u>Cuando</u> el balance commercial es <u>superavitario</u>, pero <u>insuficiente</u> para <u>enfrentar todos los pagos</u> de la <u>inversion</u> y la <u>deuda externa</u> y la <u>fuga capitales</u> (roll over deuda externa) 	<ul style="list-style-type: none"> • <u>Cuando</u> hay deficit de Cuenta corriente (<u>exportaciones</u> son <u>menores</u> que <u>importaciones</u>) y como resultado el país un <u>ingreso de capitales</u> que <u>financien</u> el deficit real y el deficit financiero (<u>pagando con deuda más importaciones</u>)

3. Ciclo de desregulación, endeudamiento y fuga: la experiencia argentina reciente

3.1. La nueva economía argentina 2016-18

Luego del cambio de gobierno en diciembre de 2015, Argentina registró un conjunto de transformaciones institucionales que afectaron el funcionamiento de la economía. Sin embargo, lo que pretendía ser el “nuevo modelo económico argentino”, a poco de andar, se vio interrumpido por graves inconsistencias macroeconómicas que condujeron a una grave crisis económica, solo comparable con las crisis más graves de la historia argentina y latinoamericana reciente.

Al igual que el resto de la región y en coincidencia con el fin del super-ciclo de commodities, luego del 2012 la economía argentina registró un crecimiento mucho menor que el de la década anterior. Mientras que entre 2003 y 2011 la tasa de crecimiento promedio fue del 6,1%, entre 2012 y 2015 la tasa de crecimiento promedio fue del 0,4%. Asimismo, como característica específica, la Argentina tuvo una elevada inflación (entre

el 15 y 25% anual) y una cuenta de capital altamente regulada, producto de la persistente salida de capitales (Rua y Zeolla, 2018).

Por el lado de la inflación, el país transitó varios años de elevado crecimiento, recuperación del poder adquisitivo del salario y baja inflación. Sin embargo, a partir de 2007 y debido al shock de precios internacionales durante la crisis financiera global, la inflación se aceleró por encima de los dos dígitos. A partir de allí, y exceptuando la devaluación de 2014, la dinámica de precios se mantuvo estable, aunque en un régimen de inflación caracterizado por la elevada inercialidad.

Por el lado de los controles cambiarios, desde el año 2011 el país venía implementando estrictas regulaciones a la compra de divisas para moderar la persistente fuga de capitales. En este sentido, y como veremos más adelante, la dolarización del ahorro en la argentina es un tema muy relevante. Previo a la regulación cambiaria la compra de dólares de residentes alcanzó un flujo anual acumulado de 21.000 millones de dólares, el equivalente a un 40% del stock de reservas del Banco Central Argentino y un 30% de las exportaciones anuales.

Debido a las sucesivas crisis externas, bancarias y 10 años de convertibilidad casi dolarizadora, la economía funciona con marcado bi-monetarismo, siendo el dólar-billete un activo reserva de valor para muchos argentinos.

En el año 2015, y con la imposibilidad de que la presidenta Cristina Kirchner postulase para un nuevo periodo, el oficialismo pierde en ballotage frente a Mauricio Macri, generándose un cambio en el signo político y la orientación económica al frente del gobierno. Desde su propio enfoque, el nuevo gobierno concebía al “estancamiento argentino” como el resultado de una excesiva intervención estatal muy adversa a la generación de un clima de negocios, reflejada en una elevada regulación comercial, financiera y cambiaria.

El nuevo gobierno tenía por objetivo modificar el régimen de crecimiento de la economía argentina, desde uno de protección del mercado interno e impulsado por la demanda hacia otro de financierización, es decir, de recomposición de la tasa de ganancia mediante la desregulación de la actividad financiera y el endeudamiento. Para ello se gestaron una

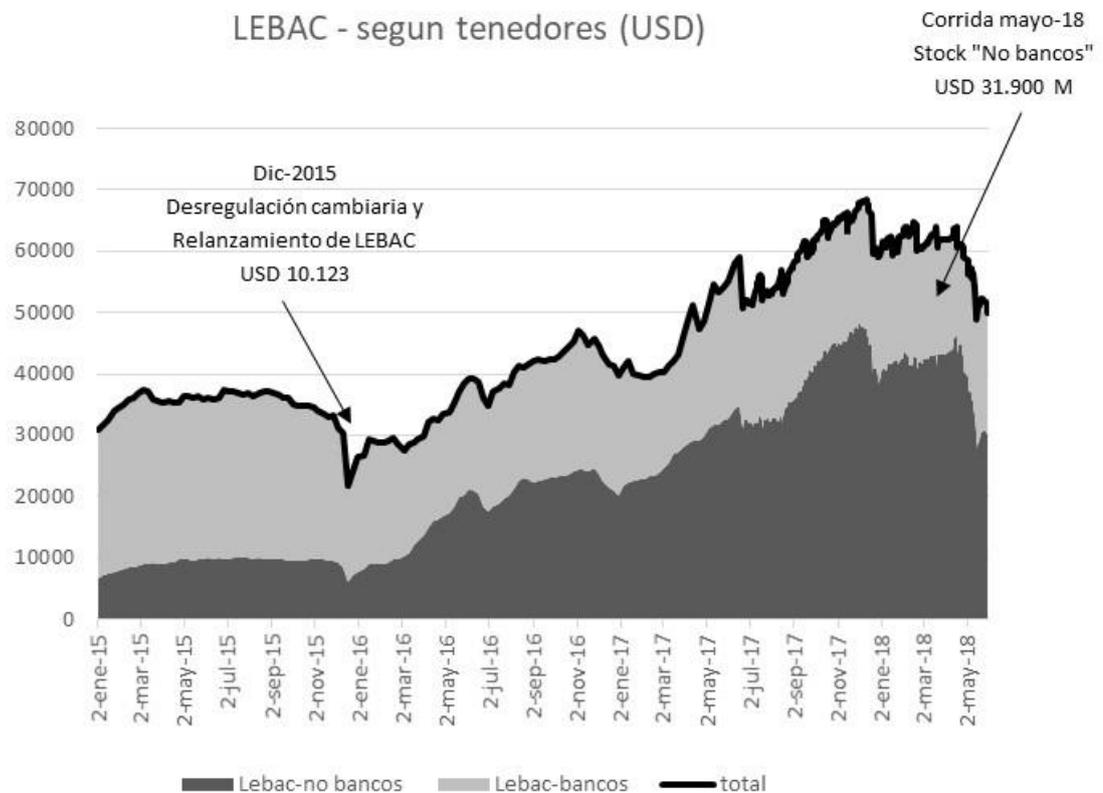
serie de cambios regulatorios y de modelo económico, entre los que se destacan dos fundamentales: el libre acceso a la compra de divisas por parte de residentes y no residentes, y el fin del diferendo con los llamados “fondos buitres” que impedía la colocación de deuda en los mercados de capital internacional (Zeolla y Lampa, 2019).

Ambas medidas posibilitaron el comienzo de un circuito de valorización financiera doméstica para los capitales internacionales, vinculado a la operatoria de *carry trade*, muy distinto a lo que venía ocurriendo en la etapa anterior. Las operaciones de *carry trade* implican la venta (o fondeo) en divisas para tomar posición en un activo en moneda local con el objetivo de aprovechar la diferencia de tasas de interés nominada en una y otra moneda².

Esto dio lugar a un súper ingreso de capitales, similar al que venía registrando la región durante toda la década anterior. Pero, a diferencia de otros países de América Latina, en donde el aprovechamiento de los elevados rendimientos en moneda local tuvo un correlato en deuda pública, corporativa o depósitos bancarios, en Argentina se llevó adelante mediante un instrumento emitido por el Banco Central Argentino llamado LEBAC (Letras del Banco Central de la República Argentina).

Como se observa a continuación en la figura 1, entre diciembre de 2015 y marzo de 2018 el stock de LEBAC creció en 40.700 millones de dólares (el equivalente al 80% de las reservas del BCRA en marzo de 2018), es decir un 186%.

² Para mayor detalle de operatoria de “carry trade” en LAC véase BIS (2015)

Figura 1: Evolución del stock de LEBAC según tipo de tenedor. En millones de dólares.

Fuente: elaboración propia en base a Banco Central de la República Argentina

Este súper rendimiento en moneda local se produjo en paralelo a que el Banco Central (BCRA) buscara implementar una política de metas de inflación para contener esta variable y moderar la fuga de capitales. Lejos de ello, se atrajo una enorme cantidad de fondos especulativos, que terminaron incrementando la vulnerabilidad financiera externa y generando una burbuja en las LEBAC, y que fue el puntapié inicial para la crisis cambiaria de 2018/19 (Bastourre y Zeolla, 2016).

En base a las estadísticas del balance cambiario del BCRA, podemos decir que entre enero de 2016 y marzo de 2018, ingresaron a la economía argentina un total de 12.280 millones de dólares de inversiones de portafolio, cuyo principal destino fue la adquisición de activos de renta fija en pesos, principalmente LEBAC en el mercado secundario.

En marzo de 2018, este circuito terminó. En un solo día se desataron ventas de LEBAC y salida de capitales por parte de inversores institucionales por 1.000 millones de dólares en una única operación, el equivalente a la operatoria diaria promedio. Tales ventas contagiaron el nerviosismo al resto de los inversores internacionales y ahorristas locales, incrementando la fuga de capitales, drenando las reservas del BCRA, y forzando al gobierno a un acuerdo Stand-By con el FMI para no caer en cesación de pagos. La tranquilidad solo llegaría 18 meses después con la reimplantación de los controles cambiarios.

3.2. La corrida cambiaria

La crisis argentina fue una sucesión de etapas en donde se combinó el mal manejo de la presión cambiaria, en un contexto de excesiva vulnerabilidad externa y la negativa del gobierno de instalar controles cambiarios para moderar la salida de capitales.

Lo que comenzó como una tradicional corrida cambiaria terminó transformándose en una grave crisis económica y de deuda, cuyas consecuencias aún perduran. La más visible de ellas tiene que ver con la necesidad de reestructurar deuda externa, pero también se observa la pobreza, la aceleración de la inflación, el bajo nivel de utilización de la capacidad productiva, el desempleo, la desindustrialización, entre otras.

A continuación haremos una breve cronología de la crisis repasando los eventos más relevantes. A grandes rasgos podemos identificar cinco etapas.

La primer etapa se inicia el 24 de abril de 2018 corresponde al comienzo de la corrida cambiaria, cuando el banco JP Morgan y el Banco Merrill venden sus posiciones en LEBAC. Meses atrás el gobierno argentino había bajado las tasas de interés en pesos y estaba teniendo dificultades para colocar nueva deuda en los mercados internacionales. Esto encendió luces amarillas en los bancos de inversión internacional, los cuales decidieron que era momento de tomarse un respiro de las LEBAC y la Argentina. En una única jornada, ambos inversores, reclaman a la autoridad monetaria casi 1.000 millones

de dólares en una única operación³. Esta extraordinaria salida de capitales contagió a otros inversores y los ahorristas argentinos, acelerando aún más la sangría de capitales. La suba de tasas de interés y la venta de reservas no fueron suficientes para contener las expectativas. Entre el 4 y el 14 de mayo el peso argentino pasó de \$19 a \$ 26, registrando una devaluación del 35%.

En el medio de ello se inicia la segunda etapa de la corrida con la llegada del FMI. El 8 de mayo el presidente Mauricio Macri anunció el inicio de negociaciones con el FMI con la solicitud de un acuerdo stand-by de 50 mil millones de dólares (que luego aumentó a 56 mil, el mayor crédito en la historia del Fondo). La llegada del FMI lejos de representar una solución duradera, fomentó una corrida cambiaria que agravó la crisis, reforzó el pesimismo y la salida de capitales.

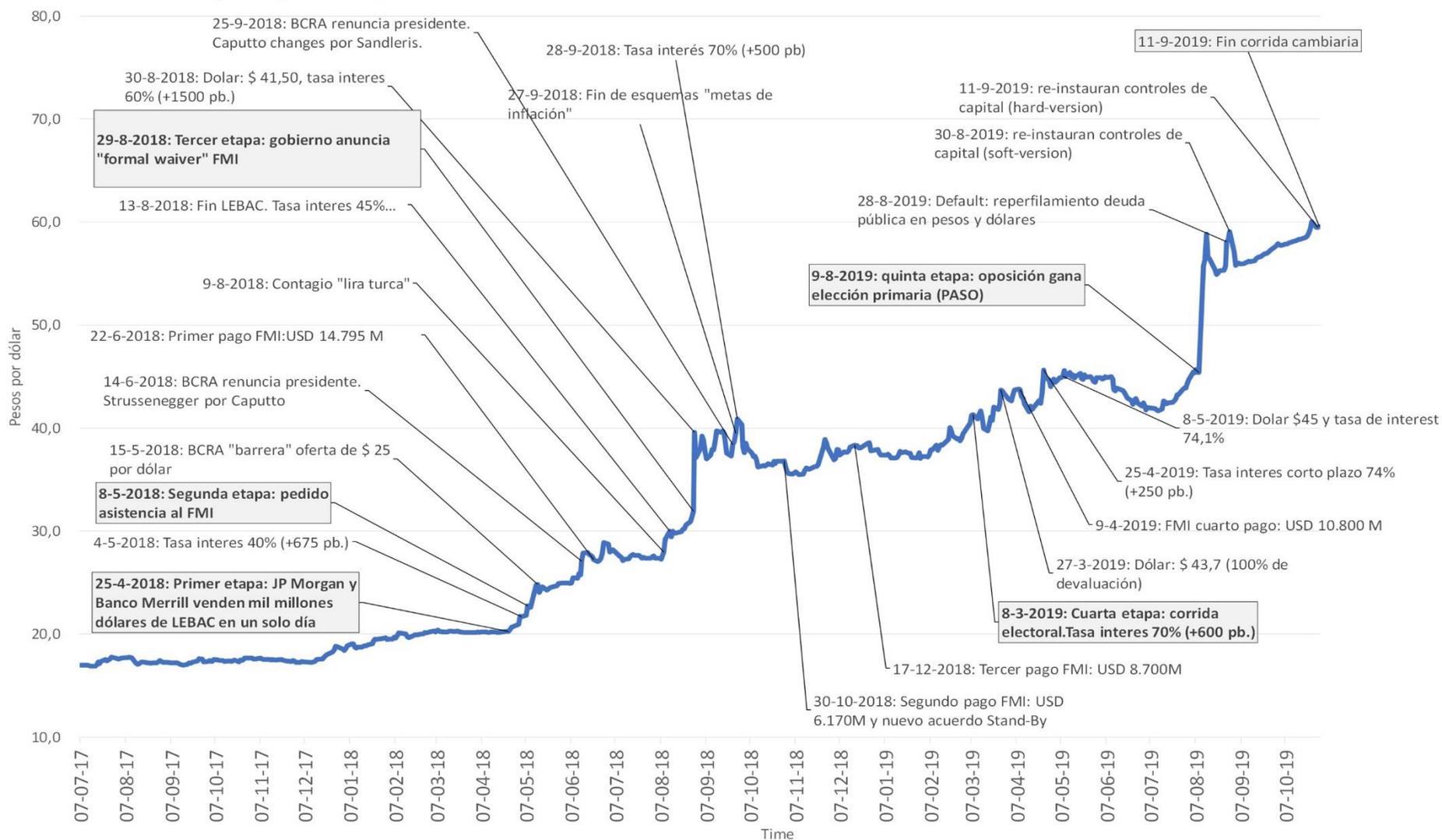
El 29 de agosto de 2018 comienza la tercer etapa de la crisis, cuando el gobierno anunció un pedido formal de *waiver* y renegociación del stand-by con el FMI, dando la pauta de que el primer programa de estabilización había fracasado, acentuando aún más el nerviosismo. El tipo de cambio volvió a iniciar un ciclo alcista, la cotización del peso alcanzó los \$38, promediando una devaluación del 94% desde el comienzo de la crisis. La tranquilidad parcial llegó con el cambio de autoridades económicas y una fuerte suba de tasas de interés nominal a más del 70% (20 puntos por encima de la inflación esperada).

La cuarta etapa de la crisis comenzó luego de las primarias para las elecciones presidenciales durante agosto de 2019. Frente a la posibilidad de la derrota del oficialismo y la negativa de continuar vendiendo reservas para contener la presión cambiaria, el dólar pegó un nuevo salto a \$60 por dólar, registrando una devaluación de 30%, alcanzando en pocos días un 200% desde el inicio de la crisis. Pocos días después se declaró la postergación unilateral de pagos de bonos del tesoro de corto plazo, un default parcial de la deuda pública, ante la necesidad de cuidar las pocas reservas del BCRA.

³ “365 días de crisis: la "traición del JP Morgan", 24 de abril de 2019, diario *Ámbito Financiero*.
<https://www.ambito.com/edicion-impresa/deuda/365-dias-tesis-la-traicion-del-jp-morgan-n5027894>

Cronología de la corrida cambiaria

Valuación del TCN (pesos por dólar)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Como dato interesante dentro de este proceso fue lo que sucedió con el crédito indexado en UVA. Al igual que las LEBAC, las UVA fueron un componente central de este proceso de crecimiento impulsado por las finanzas. En especial en el sector de consumo durables y construcción⁴.

Finalmente, con una situación límite en el saldo de reservas y tras la derrota electoral del 27 de octubre de 2019, se inicia la quinta etapa de la crisis con la reimplantación de controles cambiarios y el default de la deuda en pesos.

En el caso de los controles de capitales, se establecen estrictos límites cuantitativos para el acceso de dólares para todos aquellos que no realizasen operaciones comerciales o productivas. Como resultado, la fuga de capitales se moderó, la presión cambiaria disminuyó sustancialmente y el sector externo se estabilizó.

Sin embargo, la situación económica resultante de la crisis resultó ser de tierra arrasada. Por el lado de la economía real, en 2015 la economía crecía al 2,7%, y aunque existía un acentuado problema de falta estructural de divisas, el consumo y los niveles de ingresos se mantenían en valores similares a los de 4 años atrás. En cambio, para 2019, la economía cayó un 2,5% con una producción se habrá contraído más de un 3,5% (punta a punta 2015 a 2019). Asimismo, de los 48 meses que duro el gobierno de Cambiemos la economía registró crecimiento solo en 17 (menos de un tercio del tiempo).

3.3. Fuga de capitales

La fuga de capitales y la crisis de 2018/19 tiene su punto de partida en la eliminación de las regulaciones cambiarias vigentes durante el periodo 2011-15.

Tal proceso de apertura implicó la desregulación de cualquier restricción para la operatoria con divisas, en especial de los “grandes jugadores” cambiarios, inversores

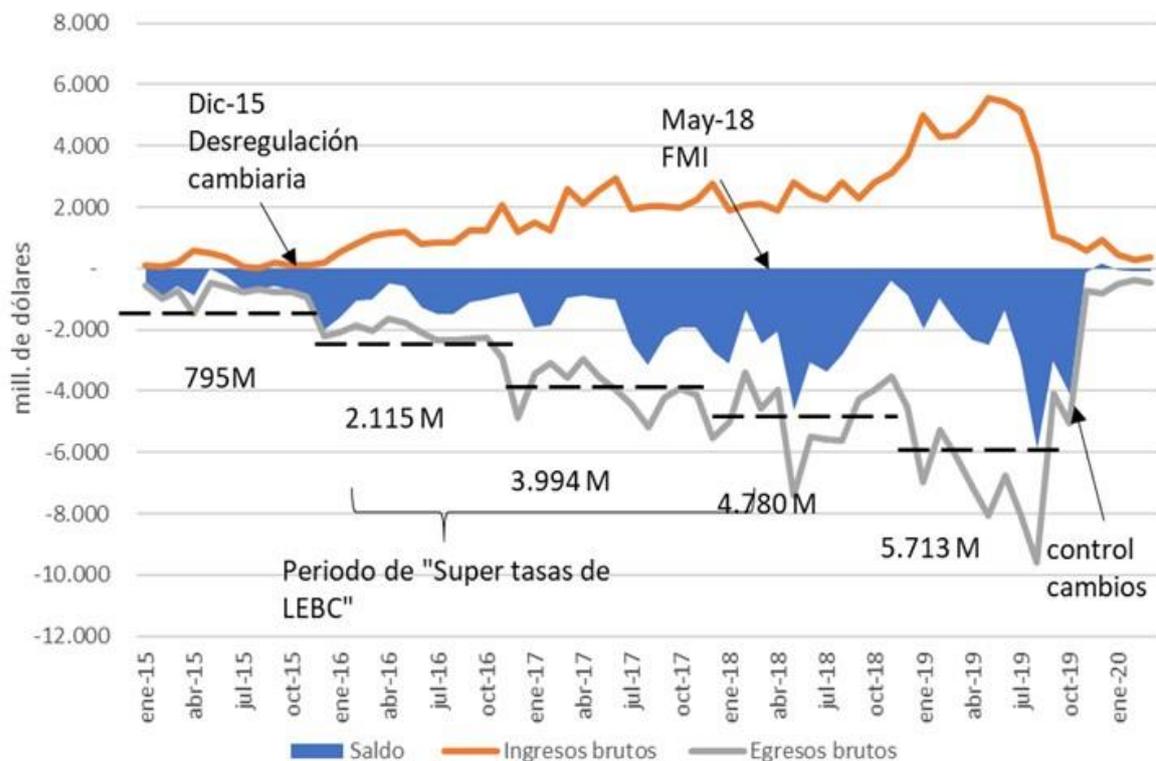
⁴ En menos de 2 años se otorgaron 60 mil hipotecas formato UVA. Y aunque en términos del crédito bancario total el crédito UVA nunca fue mayor al 4% del flujo total de créditos, lo que representa un muy bajo peso del instrumento sobre todo el sistema bancario, en el segmento hipotecario llegó a representar el 90% del total de altas de hipotecas. Del total de créditos otorgados entre mayo de 2016 y mayo de 2019, un 73% correspondió a créditos hipotecarios, un 22% correspondió a créditos personales y un 5% correspondió a créditos prendarios para la compra de autos, motos y otros bienes. (Zeolla, Gomez Lira y Socoloff, 2020).

locales e internacionales que por su naturaleza especulativa suelen ser un elemento sumamente desestabilizador en contextos de turbulencia cambiaria.

Como se observa en la figura 2 a continuación, la intensidad de la formación de activos externos (entendida como la salida de dólares tanto de grandes inversores financieros extranjeros y de ahorradores argentinos) aumentó constantemente: para el 2016 el promedio bruto de compra mensual fue de 2.115 millones mensuales; en 2017 aumentó a 3.994 millones promedio mensual; para 2018 el promedio mensual fue 4.780 millones de dólares; en 2019 el promedio mensual de compra de dólares fue de 5.713 millones de dólares.

El saldo neto acumulado de todo el periodo fue muy deficitario. En el acumulado entre 2016 y octubre de 2019 se registro una compra total de dólares para Formación de Activos Externos neta de 89.022 millones.

Figura 2: Formación de Activos Externos desagregada por compras y ventas brutas.



Nota: dic-16 ajustando por el blanqueo capitales

Fuente: elaboración propia en base BCRA

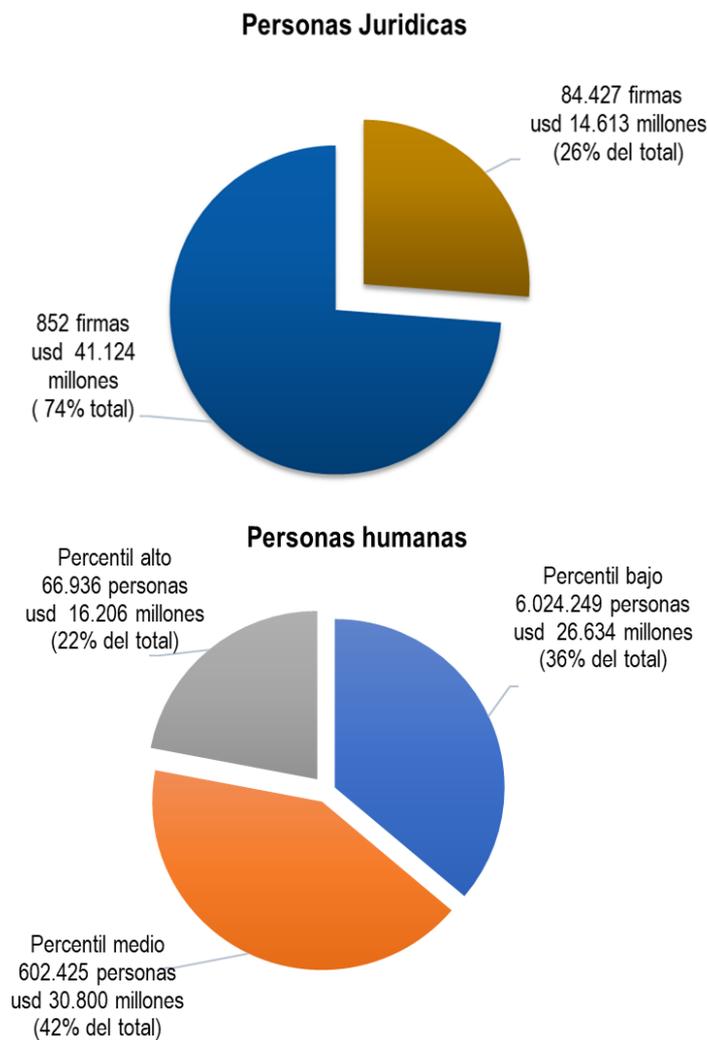
La compra de dólares estuvo marcada por dos actores principales, las grandes firmas y los ahorristas. Según un informe del BCRA titulado Mercado de Cambios, Deuda y Formación de Activos Externos el periodo 2015-2019 (BCRA, 2020).

Según este informe, y por el lado de las personas jurídicas, se observa que solo 852 firmas demandaron 41.124 millones de dólares, el equivalente al 74% del total de las compras netas de todas las empresas en todo el período. En segundo lugar, 7.674 firmas demandaron 10.618 millones, el 19% del total de las compras netas de personas jurídicas. Luego, el resto de las 76.752 firmas que operaron en el mercado de cambios demandó solo 3.995 millones de dólares, equivalente solo al 7%.

Por el lado de las personas físicas, el rango es muy amplio para hablar de una “excesiva concentración”. A modo de ejemplo, el grupo de compradores de mayor volumen de operaciones (el 1% de mayor volumen de compra de dólares) comienza en individuos que adquirieron en promedio 2.500 dólares por mes.

En este caso se trata típicamente de un ahorrista que, aún con un elevado poder adquisitivo, tiene por costumbre ahorrar en dólares. Y lejos de poner en contradicción la idea de fuga o dolarización estructural, la respalda. La dolarización estructural argentina es un proceso multidimensional, heredero del bi-monetarismo que comenzó en los 1970s y se produjo en los 1990s, el cual considera que una parte del ahorro o excedente económico se convierte a moneda extranjera independientemente de las opciones financieras de corto plazo.

Figura 3: Compradores de divisas según participante en el mercado de cambios. Saldo acumulado 2016 a 2019.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA (2020)

3.4. Rol del FMI

El acuerdo stand-by del año 2018 fue la última opción del gobierno anterior en el medio de una grave crisis cambiaria tras el quiebre del modelo apertura y endeudamiento. Tenía como finalidad obtener una inyección de liquidez tal que lograrse frenar el drenaje de divisas y lograrse la estabilidad en el mercado de cambios.

En mayo de 2018, el presidente Macri anunció que iniciaría conversaciones con el FMI con el objetivo de obtener algún tipo de apoyo. En ese momento, se especulaba con que el país aplicaría a una línea de crédito sería “flexible”, es decir, una línea de apoyo financiero de corto plazo que refuerce reservas y permita tranquilizar a los inversores. para tranquilizar a los mercados.

Luego, se supo que el acuerdo sería del tipo stand-by. Sucedió que un acuerdo “flexible” tenía como tope un financiamiento de 15.000 millones de dólares, cuando el gobierno buscaba una inyección de liquidez de al menos 50.000 millones de dólares, es decir, muy superior a eso.

En junio 2018 el FMI otorgó un stan-by por 50.000 millones de dólares, equivalente al 1.100% de su cuota. Esto representa el crédito más grande otorgado por este concepto a cualquier país. Anteriormente, solo Grecia en 2010 y en el programa de asistencia conjunta de la Union Europea, había obtenido un desembolso en magnitud equivalente por 31.000 millones de dólares.

En agosto 2018, el crédito fue ampliado y los plazos de los desembolsos adelantados. Tras no poder contener la salida de fondos, el gobierno solicitó la ampliación del crédito y la modificación de los desembolsos. Como se observa en la figura 4 , el acuerdo se amplió de 50.000 a 55.000 millones de dólares y la modificación del esquema por casi 22.000 millones de dólares desembolsos en clara coincidencia con el calendario electoral.

Figura 4: desembolsos con el FMI según tipo de acuerdo.

Fecha estimada de ingreso	Acuerdo Original		Acuerdo Modificado		Diferencia acuerdos
	Monto	Fecha efectiva de ingresos	Monto	Fecha efectiva de ingresos	
20-jun-18	14.916	22-jun-18	14.916	22-jun-18	-
26-oct-18	2.723		5.619	30-oct-18	2.896
15-dic-18	2.723		8.128	21-dic-18	5.405
15-mar-19	2.723		10.818	9-abr-19	8.095
13-jun-19	2.723		5.499	16-jul-19	2.776
11-sep-19	2.723		5.499	(*)	2.776
10-dic-19	2.723		987		-1.736
9-mar-20	2.723		987		-1.736
7-jun-20	2.723		987		-1.736
5-sep-20	2.723		987		-1.736
4-dic-20	2.723		987		-1.736
4-mar-21	2.723		987		-1.736
2-jun-21	2.723		987		-1.736
Total acuerdo	47.594		57.388		9.794
Subtotal Ingresado	14.916		44.980		30.064

(*) aprobado no ingresado

Fuente: elaboración propia en base a FMI

Conociendo estos aspectos es muy difícil desligar la co-responsabilidad del organismo con el fracaso del programa firmado con el gobierno anterior. Sin embargo, no está claro que las condiciones estén dadas para hacer valer lo actuado en el próximo acuerdo.

Los puntos más cuestionables son dos. Primero, el documento técnico de análisis de sustentabilidad de deuda que respaldó el otorgamiento del crédito, modificar los desembolsos y habilito cada uno de los pagos, incluso cuando la situación era sumamente delicada. Segundo, la utilización de los fondos desembolsados para financiar la fuga de capitales.

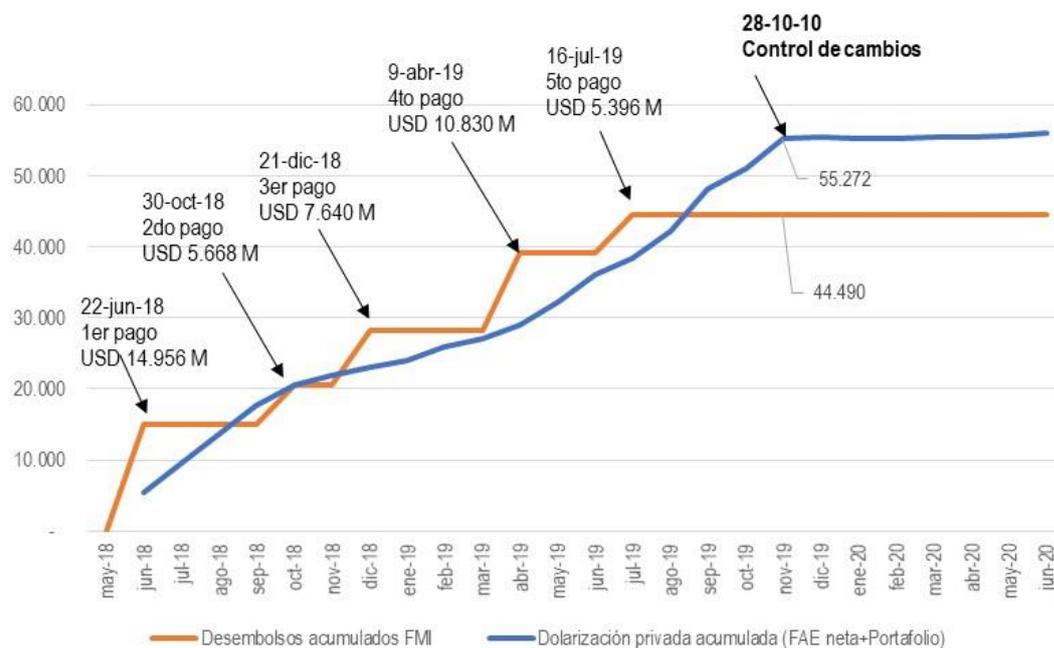
En cuanto a la sostenibilidad de la deuda, a pesar de que la capacidad de repago del país había sido advertida oportunamente por diversos analistas ya desde su comienzo ya que partía de supuestos poco realistas sobre disminución de la fuga de capitales y crecimiento para el año 2019, el problema no hizo más que profundizarse. En especial en octubre de 2018, cuando el organismo concedió una ampliación del crédito inicial y se modificaron plazos de desembolsos.

A partir de agosto de 2018, los ejercicios de sustentabilidad quedaron severamente cuestionados, ya que el país quedó recortada su capacidad de acceder a financiamiento trimestral en casi 2/3 del acuerdo original y su pasivo con el organismo se incrementó en 5.000 millones. A

En la cuarta y última revisión de julio de 2019, el FMI volvió a realizar ejercicio de sustentabilidad de deuda y aseguró nuevamente que la misma era sostenible y el programa financiable. En palabras del Fondo, *“luego de alcanzar el pico de 86% en 2018, se espera que la relación deuda pública-PIB disminuya al 77% hacia fines de 2020 y hacia el 60% en el mediano plazo, como reflejo de la implementación del programa de consolidación fiscal (...) el programa continúa financiable en su totalidad. El staff considera que la deuda argentina es sostenible”*. Y a pesar de que la crisis cambiaria había escalado en varias ocasiones en su gravedad, el FMI habilitó un desembolso de 5.400 millones de dólares en coincidencia con el inicio de la campaña electoral.

En segundo término está la utilización de los fondos. En el artículo VI del estatuto constitutivo del FMI especifica que *“ningún país miembro podrá utilizar los recursos generales del Fondo para hacer frente a una salida considerable o continua de capitales”*.

Sin embargo, desde el comienzo de los pagos existió una estrecha relación entre el ingreso de fondos y la dolarización privada. En el transcurso del año y medio que duró el acuerdo se desembolsaron un total de 44.490 millones de dólares. Durante ese periodo, y hasta la implementación la versión rígida de los controles de cambiarios, la fuga de capitales acumulada fue de 55.300 millones de dólares.

Figura 5: Ingreso de fondos FMI y salida de capitales acumulada

Fuente: elaboración propia en base a FMI y BCRA

Tras la derrota del oficialismo en las PASO en agosto de 2019, el programa quedó en suspenso y los desembolsos pendientes congelados. En la actualidad el gobierno está renegociando el acuerdo con el FMI. Ya se conoció que se optará por un acuerdo de “Facilidades Extendidas” (EFF, por sus siglas en inglés). La expectativa es que este tipo de acuerdo otorgue un plazo de hasta 10 años para devolver el capital.

4. Deuda externa

4.1. La pesada herencia de la deuda

Durante el periodo 2016 a 2019 el stock de deuda externa argentina se sobre-expandió de manera muy acelerada. Luego de la crisis cambiaria, el fallido programa del FMI y el perfilamiento de títulos de deuda de corto plazo, cuando asumió el nuevo gobierno en 2019 era evidente que la deuda era insustentable.

En 2015 la deuda pública externa era del 38% del PIB, en tanto que en 2019 la deuda equivalió al 86% del PIB. La relación deuda/exportación aumentó de 100 a 283. Esto significa que se necesitarían el total de las divisas aportadas por casi tres años de exportaciones para cubrir el stock de deuda en dólares argentinos.

Entre los puntos más paradigmáticos de esta trayectoria se destacan tres momentos. El primero, el acuerdo con los fondos buitres para el pago en efectivo de la sentencia del Juez de Nueva York Thomas Griessa. El 23 de abril de 2016 Argentina el pago efectivo del total de la sentencia por USD 9.300 millones. Este es el punto inicial del proceso de sobre-endeudamiento externo. En segundo lugar, la emisión del bono a 100 años el 28 de junio de 2017 por USD 2.750 millones de dólares. Esta fecha es una muestra del punto más alto en el proceso de sobre-endeudamiento externo, ya que muy pocos países en el mundo emitieron un título de este tipo (solo 6)⁵. En tercer lugar, el acuerdo con el FMI alcanzado el 18 de julio de 2018.

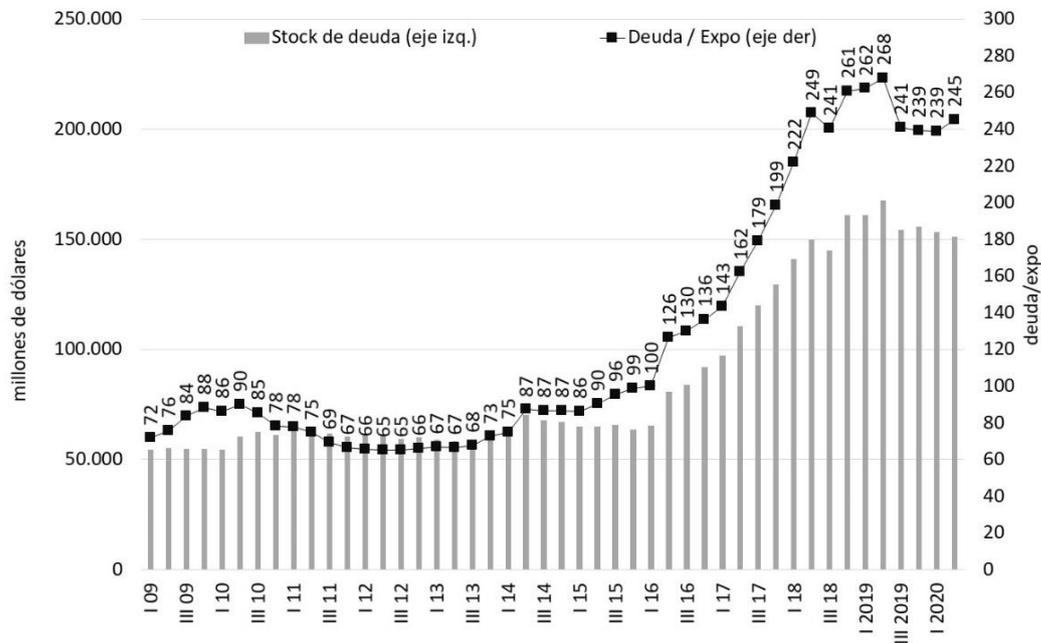
Según las estadísticas de la Secretaría de Finanzas sobre la deuda externa, el stock de pasivos del país pasó de 63.780 millones de dólares el cuarto trimestre de 2015 a 155.800 millones de dólares en el cuarto trimestre de 2019. Es decir, un crecimiento de 92.300 millones de dólares.

Sin embargo, el destino de la expansión de la deuda no fue ni para hacer obras de infraestructura, ni desarrollo tecnológico, o nuestra capacidad exportadora, sino que se utilizó para financiar la fuga de capitales.

De los 92.300 millones de nueva deuda externa neta, 86 mil millones de dólares tuvieron como destino Formación de Activos Externos. Es decir, el principal destino de la dolarización privada para fugar capitales.

⁵ En la opinión oficial tras la emisión de este título se mencionaba: “Se le presta plata a alguien a quien se le tiene confianza, no a cualquiera. El grupo de países que ha emitido bonos a 100 años es muy selecto (son países como México, Bélgica, Irlanda, China, Dinamarca o Suecia). Pertener es un voto de confianza al futuro de nuestro país. Es la muestra de que el mundo cree que el cambio llegó para quedarse.” <https://www.caserosada.gob.ar/informacion/que-estamos-diciendo/39844-deuda-a-100-anos>

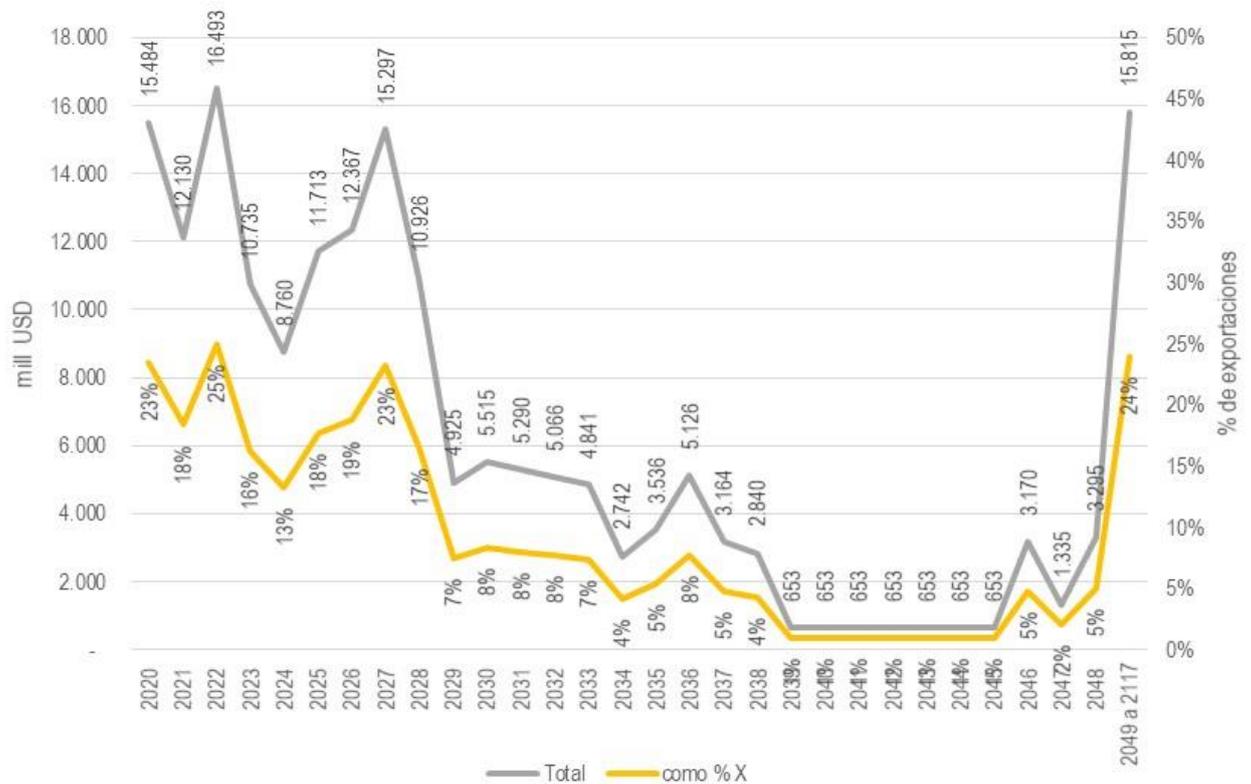
Figura 6: Evolución del stock total de deuda externa argentina (Gobierno Nacional)



Fuente: elaboración propia en base a MECON

La deuda es insustentable si existe una incapacidad de solventar las necesidades de financiamiento del sector público y el sector externo en el corto plazo. Para diciembre de 2019, el Estado Argentino se encontraba con vencimientos de capital de la deuda pública que alcanzaba el 25% de las exportaciones brutas en los próximos 3 años

Figura 7: Perfil de vencimientos de capital de la deuda pública en moneda extranjera (sin FMI)



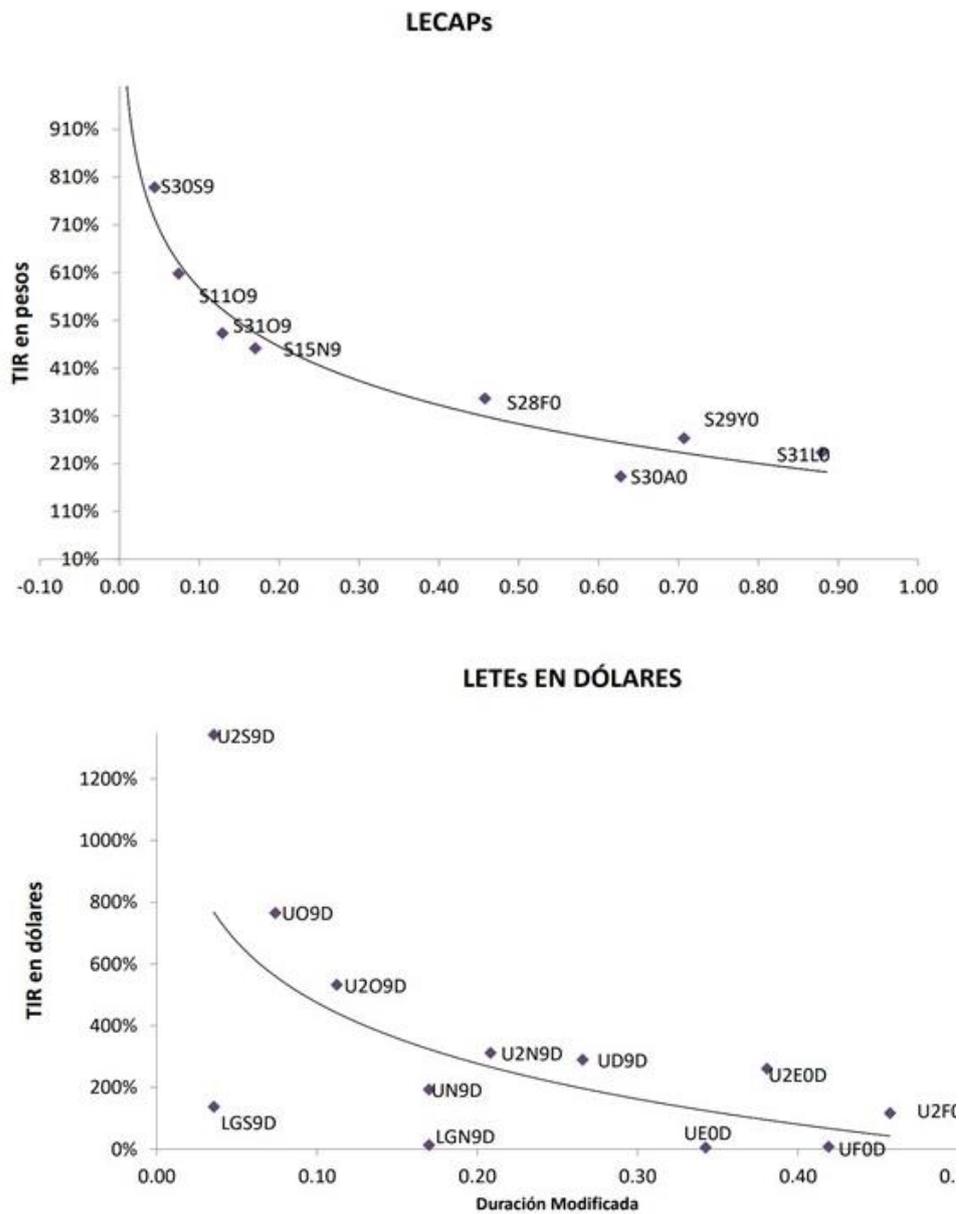
Fuente: elaboración propia en base a MECON

Además del sobre-endeudamiento externo, el gobierno anterior también dejó un mercado local de deuda totalmente desarticulado producto del reperfilamiento de agosto 2019, es decir, la renovación forzosa de vencimientos de títulos de corto plazo en pesos y dólares cotizantes en mercado local.

En el medio de la turbulencia generada por el impacto de la derrota electoral del oficialismo en las PASO, y frente a la dificultad de renovar los vencimientos de capital y el riesgo que significaba inyectar esa liquidez en el mercado en un contexto el tipo de cambio desregulado, se optó por patear hacia adelante vencimientos.

Esto tuvo como resultado un disparada del riesgo y las tasas de interés. Como se observa en la figura 8 a continuación, las tasas de interés en pesos en el mercado secundario para las letras en pesos llegaron a ser del 810% y del 1200% para los bonos en dólares.

Figura 8: TIR en pesos y USD en el mercado secundario de letras del tesoro. Agosto de 2019.



Fuente: IAMC

4.2. Deuda elegible

En este escenario financiero tan complejo, conviene dar alguna referencia adicional para clarificar el panorama. Y si bien toda la deuda pública argentina se encontraba en problemas a finales de 2019, la porción de deuda a reestructurar es solo una parte.

En la figura 9 a continuación se presente una división de los distintos componentes de la deuda pública según se trata de su tenedor y su moneda.

La deuda a reestructurar corresponde a 6 grandes grupos. En primer lugar tenemos los bonos en propiedad del sector público. Esta corresponde a 115.100 millones de dólares, equivalente al 38% del total. Allí conviven tanto títulos en pesos y dólares. Esta deuda corresponde tratarla por separado porque su adhesión a la oferta de canje sería automática.

En segundo lugar, esta la deuda con organismos internacionales y multilaterales, por 28.357 millones, equivalente al 9%. Esta deuda no se reestructurará y solo se buscó su refinanciación.

En tercer lugar, esta la deuda en pesos de corto plazo con el sector privado, por 23.349 millones de dólares, equivalente al 8%. Esta deuda tampoco se reestructuró. Producto de la devaluación y el reperfilamiento, la carga del volumen de deuda en pesos sobre el mercado local se licuo muchísimo. La política pública estuvo orientada a normalizar su refinanciamiento tras los eventos de agosto 2019.

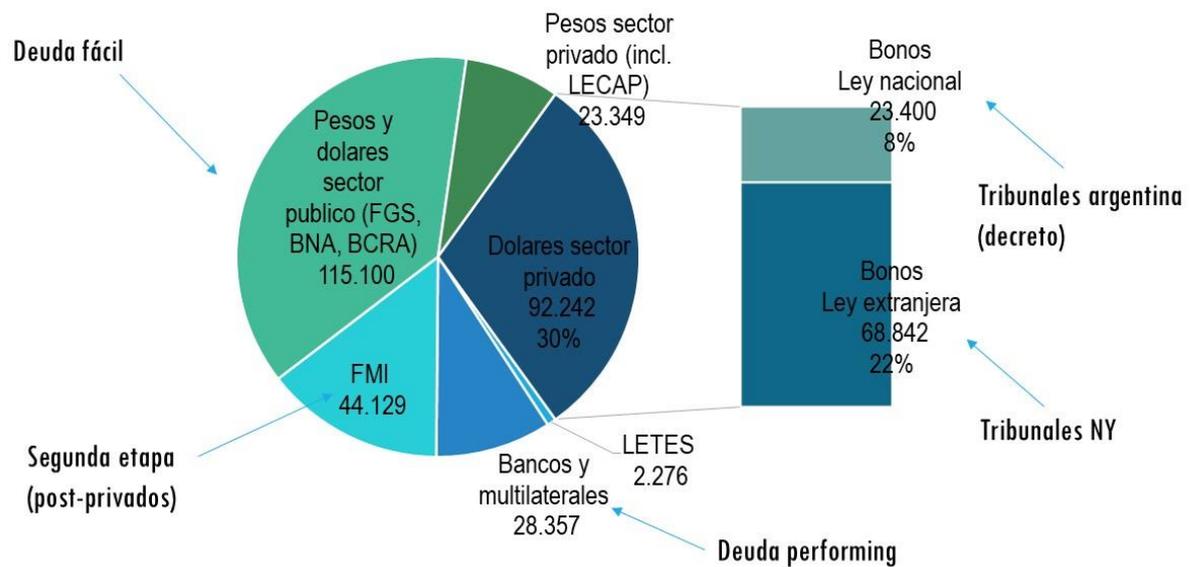
En cuarto lugar esta la deuda con el FMI. Este alcanza 44.129 millones de dólares y es equivalente al 14% del total de la deuda pública argentina. Este pasivo no entró en el proceso de negociación y se deberá renegociar por separado con un nuevo acuerdo (ver apartado FMI).

Finalmente, esta la deuda en moneda extranjera con acreedores privados. Esta se divide en dos grupos: la que se emitió bajo legislación local y la que se emitió bajo legislación internacional. Ambos títulos fueron la porción de la deuda que se declaró elegible para la reestructuración.

En el caso de la legislación extranjera, se trató de 21 bonos que suman un total de 68.842 millones de dólares y equivalen al 22% del total de la deuda pública. En el caso de la

legislación local, se trató de la misma porción de bonos pero bajo normativa nacional, que equivalen al 8% de la deuda total y sumaban alrededor de 23.400 millones.

Figura 9: stock de deuda externa a diciembre 2019



Fuente: elaboración propia en base a MECON

4.3. Las Clausulas de Acción Colectiva (CAC), los grupos de bonistas y las ofertas

Para entender la dinámica de la negociación y las ofertas hay que comprender tres elementos antes. Estos son la estrategia de canje voluntario, las Cláusulas de Acción Colectiva y las características de los bonistas.

Comencemos por el canje voluntario. A diferencia de 2005 o 2010, el gobierno encaró el proceso de renegociación de deuda sin entrar en default y optando por una adhesión voluntaria a la reestructuración.

El objetivo explícito del gobierno pasaba por devolver a la deuda a una trayectoria sostenible (del 90% al 50%) y hacerlo en un sendero compatible con objetivos de crecimiento, costos de refinanciación bajos y no postegar asistencia efectos COVID19.

Para ello, se buscaba explotar los “beneficios” de la reestructuraciones preventivas evidenciada en la literatura académica (Asonuma y Trebesch, 2016). Es decir, lograr un acuerdo de reestructuración con los acreedores que prevenga la aparición buitres (aceleración de pagos).

Hoy en día los mercados de deuda soberana son muy distintos a lo que eran hace 30 años. Anteriormente, como durante en la década de los ‘80, los principales tenedores de deuda eran los grandes bancos de inversión y los Estados nacionales. Y los niveles de deuda externa de los países no era tan significativos. A partir de los años 2000, y con mayor fuerza luego de la crisis de 2008/2009, la deuda de los países en mercados de capitales se ha expandido significativamente y los principales acreedores son fondos de inversión o de cobertura, de escala global, que administran activos propios y de terceros en una magnitud y tamaño que excede el PIB de los países en los que invierten.

En paralelo, tal segmentación y crecimiento de los mercados de deuda ha traído una transformación legal muy relevante en los prospectos de emisión como las ya mencionadas CAC. Estas cláusulas, diseñadas inicialmente para proteger a los Estados de la aparición de fondos buitres, hoy son las que ordenan el formato de reestructuración de deuda.

Las CAC implican que los procesos de renegociación de deuda no puedan concluirse de manera separada acreedor por acreedor, sino que se requiere la adhesión de mayorías ampliadas para que, de ese modo, pueda cambiarse el contrato por el cual se emitió el bono en cuestión. Es decir, llevar adelante la reestructuración.

Esto nos vincula con las CAC y los prospectos de emisión. En el caso argentino rigen dos grandes grupos de bonos con distintas condiciones de canje. Hay que tener en cuenta que cada prospecto tiene condiciones “agregadas” o “single limb” y luego condiciones específicas para cada serie de bonos.

En el caso de los bonos emitidos bajo el prospecto 2005, resultante del canje 2005/2010 y que incluyen los bonos Par y Discount, exigen un umbral mínimo de adhesión para reestructurar era del 85% sin importar la combinación general de títulos (“single limb”) y al menos el 66,7% de cada serie de los bonos.

Para el prospecto 2016, que incluyen los bonos Birad 2022, Birad 2027, Birad 2046 y el Centenario 2117, el umbral mínimo de adhesión general para reestructurar era más flexible. Del 66,7% del total (“single limb”) y al menos 50% de cada serie de los bonos Birad y Biraf.

Figura 10: Pisos mínimos de aceptación necesaria para activar las CAC para bonos incluidos en la oferta de canje según emisión. Millones de dólares.

Serie	Nombre	Vencimiento	Stock total	% sobre total	Aceptación necesaria para CAC
Bonos globales	BIRAD/US\$/6,875%/22-04-2021	2021	4.500	7%	66,7% del total de las series y al menos 50% de cada serie
	BIRAD/US\$/5,625%/26-01-2022	2022	3.250	5%	
	BIRAD/US\$/4,625%/11-01-2023	2023	1.750	3%	
	BIRAD/US\$/7,5%/22-04-2026	2026	6.500	9%	
	BONAR/US\$/7,875%/30-12-2027	2027	3.750	5%	
	BIRAD/US\$/6,625%/06-07-2028	2028	5.250	8%	
	BIRAD/US\$/7,125%/06-07-2036	2036	1.750	3%	
	BIRAD/US\$/7,625%/22-04-2046	2046	2.750	4%	
	BIRAD/US\$/6,875%/11-01-2048	2048	3.000	4%	
	BIRAD/US\$/7,125%/28-06-2117	2117	2.750	4%	
Otros 7 (BIRAD Euros, CHF y de baja denominación)		-	8.850	13%	
Bonos exchange	PAR/US\$/TASA FIJA/31-12-2038/ canje 2004*	2038	11.100	16%	85% del total de las series y al menos 66,7% de cada serie
	PAR/US\$/TASA FIJA/31-12-2038/ canje 2010*	2038	1.717	2%	
	DISCOUNT/USD/8,28%/31-12-2033/ canje 2004*	2033	7.612	11%	
	DISCOUNT/USD/8,28%/31-12-2033/ canje 2010*	2033	4.315	6%	
Total 21 bonos			68.842	100%	

Notas

*sumado EUR y JPN

** sumado especie AL28 (bonar2028)

*** no incluye AD22=bonar2022 monto USD 4.498 M, por tenencia en org público no incluido en oferta

Fuente: en base a oferta de canje y Secretaria de Finanzas de la Nación

A nivel normativo, en marzo 2020 el gobierno sancionó la Ley de Sustentabilidad de la Deuda Pública Externa que obtuvo un respaldo casi unánime en ambas cámaras. Allí se acordó un plazo para retomar las visitas técnicas del acuerdo stand-by con el FMI, se iniciaron conversaciones oficiales con acreedores y se dio a conocer un exhaustivo cronograma de renegociación que incluye, de manera oficial, un plazo límite para la publicación de ofertas y resultados de aceptación de canje de deuda que finalizaría, al menos en esta primer etapa, a fines de marzo de 2020.

En cuanto a la normativa en sí no incluía detalles técnicos de la oferta, solo Ley de la prórroga de jurisdicción y otros elementos que otorgan el andamiaje legal necesario para iniciar el canje.

En abril, el Ministerio de Economía dio a conocer los detalles de la oferta canje de deuda para bonistas extranjeros. A partir de allí, anunció además que no pagaría mas vencimientos de intereses hasta no llegar a un acuerdo, declarando el default. Sin embargo, a diferencia de 2001, el país no se retiraba de la mesa de negociación y con el compromiso de mejorar la oferta. Por el lado de los tenedores, el compromiso fue no ejecutar la aceleración de pagos de los vencimientos.

Haciendo un racconto de lo sucedido, y desde lo estrictamente financiero, las posiciones de los acreedores y el gobierno fueron acercándose paulatinamente a lo largo de 4 meses.

Los bonistas mayoritarios se agruparon en clubes de acreedores como forma de actuar de manera coordinada frente al Gobierno argentino. Los nombres son todos muy similares y poco ilustrativos de quién es quién. Pero a grandes rasgos había tres grupos.

El primer grupo es el llamado “Ad Hoc Bondholder Group” (AHBG) y está integrado por Blackrock, Ashmore, Fidelity y T. Rowe Price, entre otros, de los cuales se sospecha que tienen entre sus principales tenencias los bonos globales 2016 emitidos durante el gobierno anterior.

En segundo es el “Exchange Bondholder Group” (EBG), compuesto por los fondos HBK, Monarch, Pharo, Redwood y VR, entre otros, cuyas principales tenencias son bonos Discount y Par del canje 2005/10.

El tercer grupo es el denominado “Bondholders Group”, compuesto por Fintech (de David Martínez), Gramercy y Oaktree, entre otros. Son inversores más chicos, cuyas principales tenencias son los bonos Discount y Par del canje 2005/10.

Todos los grupos plantearon contrapropuestas a lo largo de la negociación. El primer y segundo grupo de acreedores trabajaron coordinada y han sido los más hostiles frente a las ofertas del Gobierno. El tercer grupo se ha mostrado más dialoguista y ha manifestado

interés en llegar a un acuerdo. Este tercer grupo fue el primero en aceptar la oferta del gobierno argentino.

En cuanto a las ofertas, el Gobierno presentó cinco ofertas de reestructuración. El 22 de abril se presentó la oferta oficial, que implicaba tres años de gracia para el pago de intereses, estiramiento de plazos para los vencimientos de capital y un fuerte recorte en los cupones, que comenzaban con un interés de 0,5% en 2023 y aumentaban gradualmente hasta los 4,75% a partir de 2030. El nuevo perfil de vencimientos asociado a esta propuesta traería un ahorro para el Estado argentino de más de 43.000 millones de dólares y una quita equivalente a valor técnico del 34% sobre la deuda total vigente.

Esta propuesta no prosperó y el 22 de mayo se entró oficialmente en la cesación de pagos. Sin embargo, lejos de lo que muchos economistas liberales querían instalar, las negociaciones continuaron con una parte de la deuda en default y la posición negociadora argentina no se vio debilitada. Eso sí, por el lado la negociación implicó el compromiso del gobierno argentino en mejorar la oferta. Por su lado, los tenedores se comprometieron a no ejecutar la aceleración de pagos de los vencimientos de deuda no desembolsados.

El 26 de mayo se presentó una segunda propuesta, que redujo en un año el período de gracia de pago de intereses, llevándolo a 2022 en vez de 2023, adelantó un año los pagos de capital a partir de 2035 y mejoró el último tramo de los intereses en 0,375 puntos porcentuales. Como resultado, el valor de recupero de los títulos mejoró un 17% respecto a la propuesta inicial. El ahorro para el Estado argentino sería de 38.500 millones de dólares y la quita implícita del 31%. Sin embargo, esta propuesta también fue rechazada.

Semanas después, el 17 de junio se presentó una tercer oferta, que mejoró un poco más las condiciones de pago de la segunda. Por un lado, y dentro del esquema original de 5 títulos, se acortó a un año el período de gracia de pago de intereses, se aumentaron los cupones máximos en 0,623 puntos a partir de 2029 (con cupones de hasta el 5%) y se redujo en 3 puntos porcentuales la quita de capital de los bonos globales 2016.

El 5 de julio, se presentó una cuarta oferta, que adelantaba marginalmente vencimientos de intereses para el periodo 2020-24. Esta fue aceptada por el grupo BG pero rechazada por el resto.

La cuestión termino de encaminarse el 26 de julio cuando el grupo de bonistas mas duro realizó una contrapropuesta en donde la diferencia entre lo que reclamaban los bonistas y la oferta del Gobierno solo era de 1.600 millones de dólares, es decir, menos del 1,5% del total de deuda en reestructuración. Hasta este punto la principal diferencia radicaba en garantías legales para llevarse adelante la reestructuración que respete la posición dominante de blackrock y otros).

Finalmente, el 4 de agosto se presentó la quinta y última oferta. Se mejoró solo el el margen en plazos de vencimientos aunque garantías legales en torno a los prospectos de emisión y la aceptación mínima de bonistas para ejecutar el canje.

El 28 de agosto se anunció que el gobierno consiguió un nivel de aceptación del 93,5% a la última oferta de deuda, lo que implicó que se lograra reestructurar el 99% del total de títulos elegibles de manera voluntaria. Esto implicó la activación de las CAC y la prevención de que ocurran otros conflictos legales. El 8 de septiembre se liquidaron las operaciones y comenzaron a cotizar los títulos en wall Street.

En términos financieros y medidos a una TIR de 10%, el valor de recupero ofrecido por el gobierno argentino a los bonistas mejoró de 40,4 dólares cada 100 desde la primer oferta en abril 2020 a 58,8 para agosto 2020. Por otro lado, las pretensiones de los bonistas disminuyeron de 63,3 en abril 2020 a 58,4 en agosto 2020.

Por el lado de los bonos bajo legislación local, el gobierno presentó la misma oferta que a la de los acreedores bajo legislación internacional. Recordemos que la participación elevada de agencias del Estado y la posibilidad de cerrar el canje sin un “acuerdo voluntario” por parte de los tenedores hacia la cosa mas fácil.

La oferta se la oferta el 1 de septiembre. Ya para el 14 de septiembre se había conseguido una aceptación temprana del 98%. El 18 de septiembre cerró la adhesión. El 21 de septiembre se liquidaron las operaciones y comenzaron a cotizar en el mercado.

Figura 11: Perfil de vencimientos, quita y valor de recupero según propuestas de canje.

En millones de dólares.

	2020-2024	Perfil total (2020-2117)			Quita	
	Servicios totales	Principal	Intereses	Servicios totales	% perfil actual sobre propuesta	Monto
Perfil actual	31.064	66.072	59.239	125.310		
Propuesta argentina						
Propuesta Argentina I (22-abr)	1.206	61.949	20.996	82.945	-34%	-42.365
Propuesta Argentina II (26-may)	2.537	64.708	23.100	87.808	-30%	-37.502
Propuesta Argentina III (17-jun)	3.792	67.296	26.495	93.792	-25%	-31.518
Propuesta Argentina IV (5-jul)	3.959	67.866	23.798	91.664	-27%	-33.646
Propuesta Argentina V (4-ago)	4.590	67.596	23.191	90.787	-28%	-34.524

contra-propuesta grupos acreedores

Propuesta AHBG (15-may)	8.055	66.483	44.961	111.444	-11%	-13.866
Propuesta AHBG/EBG (27-may)	7.205	66.186	40.998	107.184	-14%	-18.126
Propuesta AHBG/EBG (14-jun)	7.726	67.392	36.169	103.561	-17%	-21.749
Propuesta BG (17-jun)	3.634	24.934	68.128	93.062	-26%	-32.248
Propuesta AHBG/EBG/BG2 (26-jul)	5.459	24.934	69.628	93.164	-26%	-32.146

Propuestas	Valor Presente Neto (Promedio, VN 100)	
	Bonos en USD	Bonos en EUR
Valor de mercado (16-jul)	42,8	37,7
Propuestas de Argentina		
Argentina I (22-abr)	40,4	36,9
Argentina II (26-may)	47,3	41,5
Argentina III (17-jun)	56,6 + VRI (expo)	52,1 + VRI (expo)
Argentina IV (5-jul)	54,4	50,8
Argentina V (4-ago)	58,5	56,2

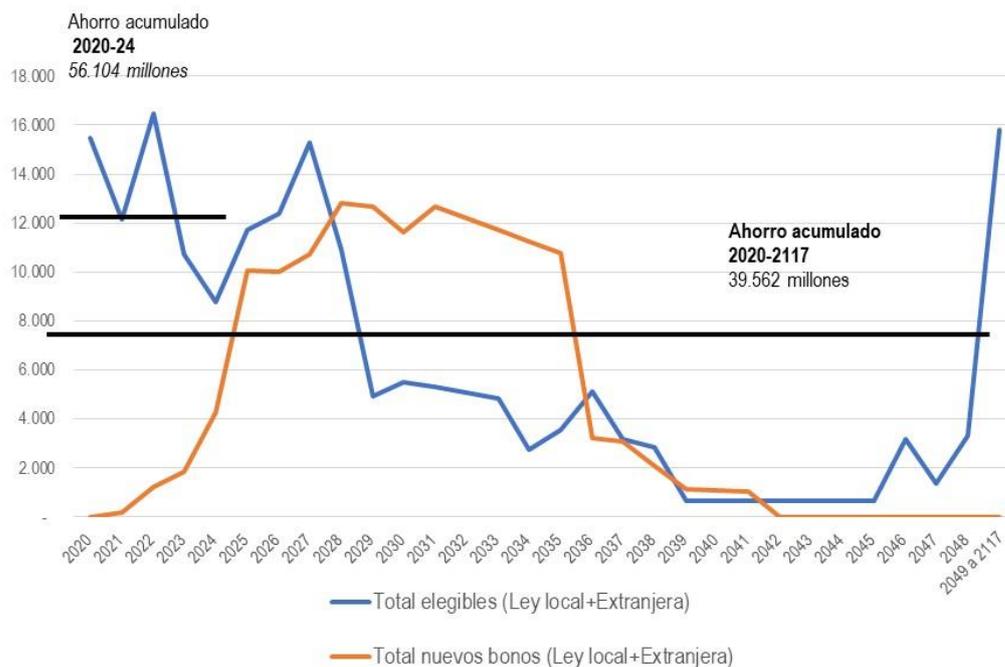
Contrapropuestas de bonistas		
AHBG (15-may)	63,3	57,8
BG + EBG (15-may)	61,2 + VRI (PIB)	56,8 + VRI (PIB)
AHBG+EBG (27-may)	61,6 + VRI (PIB)	56,6 + VRI (PIB)
AHBG+EBG (14-jun)	64,7 + VRI (PIB)	58,4 + VRI (PIB)
BG (17-jun)	58,4 + VRI (expo)	54,1 + VRI (expo)
Propuesta AHBG/EBG/BG2 (26-jul)	55,4	

Fuente: elaboración propia en base a OPC y Ministerio de Economía

4.4. Evaluando el canje

Existen distintas maneras de evaluar el canje de deuda. Pasaremos por 4 dimensiones principales: Enfoque financiero I: perfil vencimientos, enfoque financiero II: quita en base al valor de recupero (VPN), tiempo en el que se llegó a un acuerdo y grado de aceptación.

Figura 12: Perfil de vencimientos de bonos elegibles y bonos nuevos



Fuente: elaboración propia en base a OPC y Ministerio de Economía

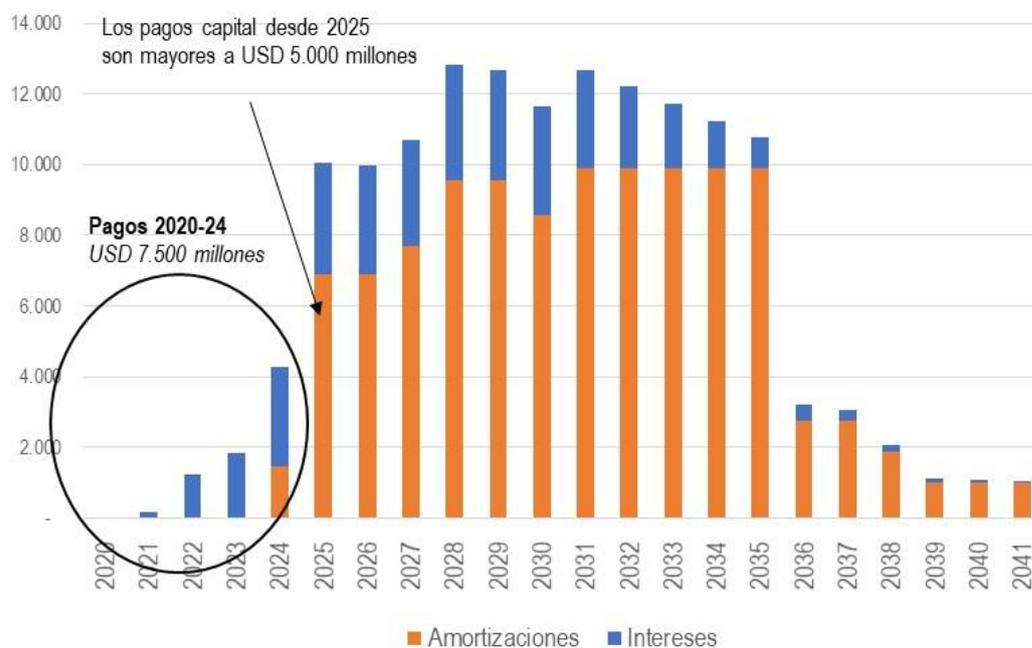
En términos de vencimientos, para el periodo 2020-24 se lograron posponer pagos de deuda bajo legislación extranjera por un total de pagos por 26.474 millones de dólares. Medido a valores corrientes el gobierno consiguió un alivio de 34.524 millones. El alivio correspondió en su mayoría a la disminución de los pagos en la tasa de interés. El interés promedio que pagan los títulos de un cupón promedio cercano al 7% a el 3% (con un cupón máximo de los nuevos instrumentos del 5% versus el 8,28% del perfil heredado). La vida promedio de la deuda se extiende de 8,7 a 12,5 años.

Los bonos en moneda extranjera bajo legislación local, y para el total del perfil de vencimientos, el gobierno consiguió un alivio de 5.038 millones de dólares. Sin embargo,

debido a que la curva de vencimientos tiene una madurez mas corta, el mayor alivio se consiguió para periodo 2020-24.

Sumando ambos canjes, y considerando la totalidad de vencimientos de capital e intereses, el gobierno logró posponer un total de pagos por 56.100 millones de dólares para el periodo 2020-24. El ahorro total de la reestructuración es de 39.600 millones de dólares.

Figura 13: Perfil de vencimientos de amortizaciones e intereses bonos del canje ley extranjera



Fuente: elaboración propia en base a OPC y Ministerio de Economía

Producto de ello, la curva de vencimientos para los próximos 4 años es muy holgada. En el periodo 2020-24 el gobierno deberá pagar en total por capital e intereses en concepto de vencimientos en moneda extranjera solo 7.500 millones de dólares de deuda.

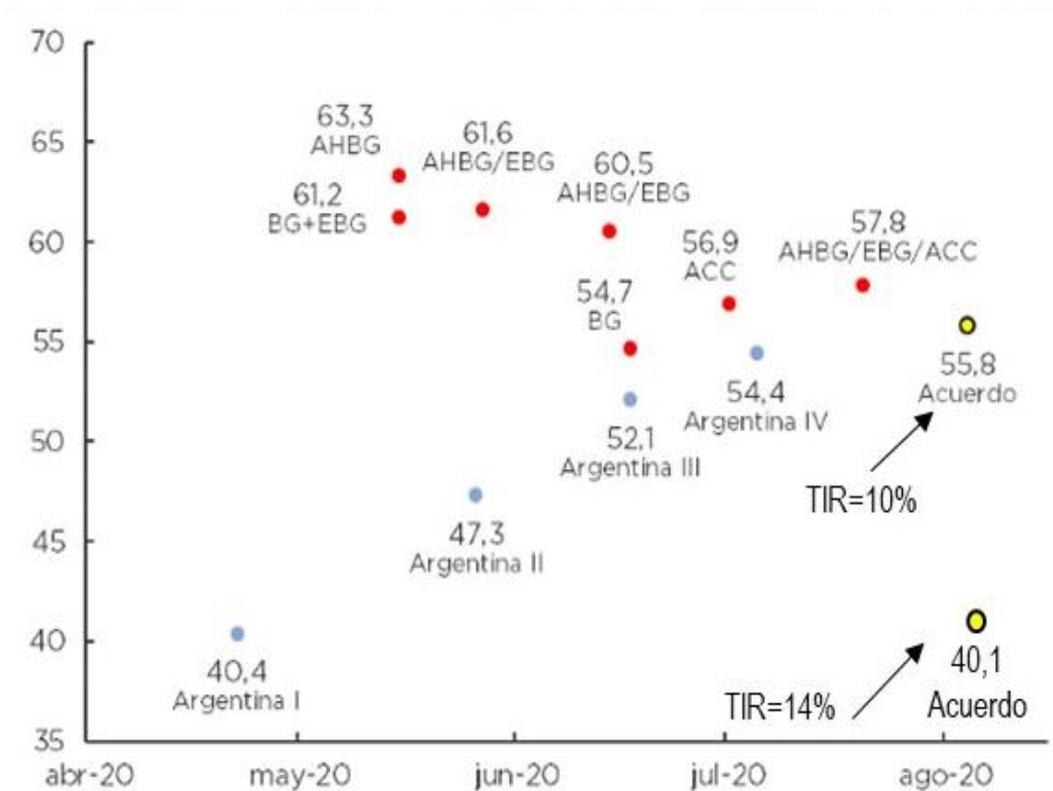
La segunda dimensión a analizar es la de la quita del valor presente de los bonos. Este calculo surge de actualizar el valor presente de los flujos de fondos y compararlos. En general, el canje al reducir el peso del pasivo, reduce el VPN del titulo generando una quita para el inversor. Hasta aquí un ejercicio de matemática financiera convencional. La

discusión de fondo respecto a este cálculo pasa por identificar el valor de tasa implícita sobre la cual calcular el VPN, ya que con posterioridad al canje el costo del financiamiento debería comprimirse. Esta tasa se llama tasa de salida o “exit yield”.

Como se observa en el gráfico 14, cada una de las ofertas del gobierno argentino elevó el valor de recupero de los bonistas. A su vez, los vistos disminuyeron sus pretensiones hasta que se llegó a un acuerdo.

El valor de canje de los títulos implicó un VPN promedio de los bonos implica una quita del 45% considerando un tasa de salida del 10%. Asimismo, el VPN promedio de los bonos medido a una tasa de salida del 14% (cercana al promedio de los 3 meses posteriores al canje) resultó en una quita de al menos el 60%.

Figura 14: Valor presente neto (VPN) de ofertas del gobierno argentino y contraofertas de grupos de bonistas.



Fuente: elaboración propia en base a OPC

4.5. La comparación internacional

En la comparación internacional, la quita argentina luce muy exitosa en diferentes dimensiones. Al considerar la quita, el alivio financiero de la reestructuración estuvo entre las mayores en reestructuraciones preventivas de la historia.

Teniendo en cuenta que el monto canjeado al considerar la Ley Externa y Ley Local suma unos USD 107 mil millones y con una quita entre 45% a 60% (según el exit yield que se considere) se trata de la segunda quita mas relevante de la historia luego de la de Grecia.

Según trabajos académicos como los de Cruces y Trebesech (2013), la quita promedio en reestructuraciones soberanas desde 1970 fue de 39%.

Uruguay 2003 realizó un canje voluntario producto de las consecuencias de la crisis argentina. La estrategia de Uruguay se basó en el reperfilamiento de vencimientos, con una quita marginal en los contratos. Hubo una reducción de alrededor del 8% de los pagos descontados a una tasa de 10% (casi 7 veces menos que argentina 2020)

Ucrania en 2015 realizó un canje voluntario de Bonos se logró luego de cinco meses de negociaciones, la deuda elegible fue de USD 19.300 millones. El gobierno ucraniano paralelamente acordó un programa con el FMI por USD 40.000 millones EFF. Como resultado del canje se aplicó una reducción nominal de principal por USD 3.800 millones, equivalente al 20%. Se extendieron los vencimientos por 4 años y la tasa de interés se incremento de 7,2% a 7,75%. (Mitad de monto, mitad de quita nominal y suba tasas de interés en vez de disminuir)

Ecuador en 2020. Nunca estuvo en default, canjeo un monto de de 17.400 millones dolares. Perfil vencimientos sin años de gracia 6,1 años a 12,7 años. Recorte cupones 9,3% a 5,3%. Quita del 41% (tir 12%). Ya firmo un EFF con FMI.

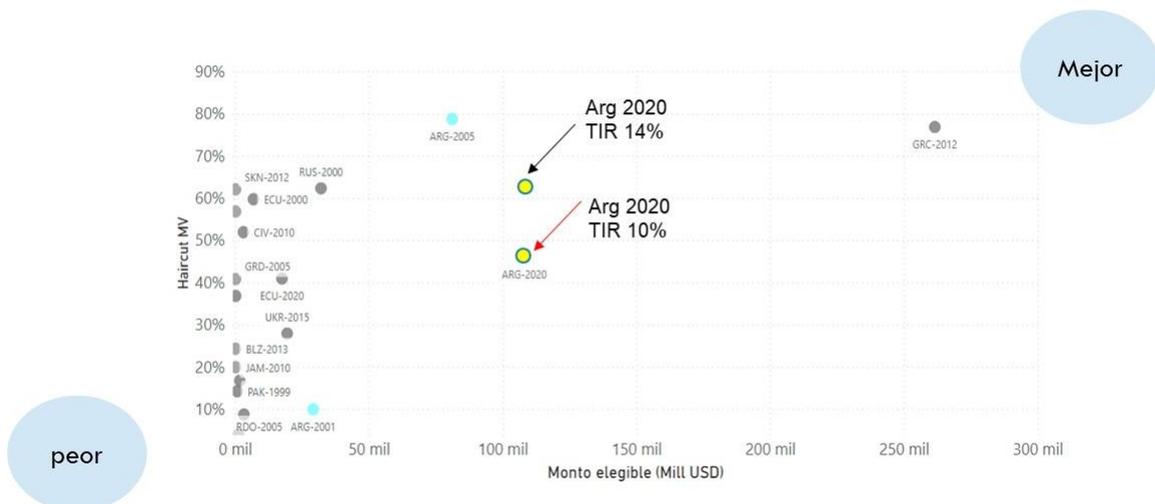
En cuanto a Grecia 2012, el canje implicó la reestructuración de deuda soberana más grande de la historia, con un monto elegible por más de USD 200.000 millones casi un 90% de los bonos elegibles se habían emitido según la ley griega y no contenía cláusulas de acción colectiva. Incluyo un acuerdo con el FMI que consistió en una reducción del

53% del valor nominal de la deuda y equivalente a una disminución del 77% del VPN descontando a una tasa de 15%.

En términos de tasa de aceptación, con el 93% de los bonistas incluidos en la reestructuración voluntaria, solo para una quita equivalente se encuentran con una mayor aceptación Grecia en 2012 y SC y Nieves en 2012

En términos de plazos, el proceso de reestructuración de la deuda argentina logró en 8 meses de negociaciones. Todos los que lograron acuerdos en menor tiempo que ese, lograron quitas mucho menores.

Figura 15: Perfil de vencimientos de amortizaciones e intereses bonos del canje ley extranjera



Fuente: elaboración propia en base a OPC y Ministerio de Economía

5. Reflexiones finales

Con la reestructuración de deuda con bonistas bajo legislación extranjera y bajo legislación el gobierno logró dar vuelta la página de uno de las principales herencias del neoliberalismo como era la elevada carga de intereses y capital de la deuda sobre el balance de pagos.

La renegociación de deuda permitió reducir significativamente el volumen de vencimientos para los próximos 4 años, especialmente en amortizaciones de capital, a la par que logró despejar del horizonte las consecuencias legales de un default extendido. La reestructuración de deuda ha agregado varios grados de libertad a la planificación financiera de la economía argentina que hace casi un año no existían.

La guía de política económica de la reestructuración fue explotar los “beneficios” de la “reestructuraciones preventivas evidenciada en la literatura académica (Asonuma y Trebesch, 2016). Esta posibilidad vino dada por las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC, por sus siglas en ingles) incluidas en los prospectos de emisión. Era necesario la obtención de mayorías especiales que se encuentran estipuladas en los prospectos de emisión.

Los números de aceptación superiores al 93% implicaron que el gobierno el gobierno consiguiese la activación de las CAC, y con ello, garantizase la principal salvaguarda legal para evitar la aparición de fondos buitres.

Solo en el caso de ley extranjera, medido a valores corrientes el gobierno consiguió un alivio de 34.524 millones correspondientes en su mayoría a pagos de interés. La quita a valores corrientes equivale al 27%. Ponderando flujos para una TIR de salida del 10%, la quita sería cercana al 45%.

Además, se pudo reducir el interés que pagan los títulos de un cupón promedio cercano al 7% a el 3% (con un cupón máximo de los nuevos instrumentos del 5% versus el 8,28% del perfil heredado) y la vida promedio de la deuda se extiende de 8,7 a 12,5 años y el cupón promedio cae de 7% a 3%.

En términos de vencimientos, para el periodo 2020-24 se lograron posponer pagos de deuda bajo legislación extranjera por un total de pagos por 26.474 millones de dólares.

Solo para los bonos en moneda extranjera bajo legislación local, y para el total del perfil de vencimientos, el gobierno consiguió un alivio de 5.038 millones de dólares. Sin embargo, debido a que la curva de vencimientos tiene una madurez mas corta, el mayor alivio se consiguió para periodo 2020-24. Para los próximos 4 años, se lograron posponer vencimientos por 29.630 millones de dólares. Y como en el caso de los bonos bajo

legislación extranjera, la mayor proporción de ahorro se produjo debido al recorte del interés que pagan los títulos. El cupón promedio cayó del 7,6% al 2,4%.

Sumando ambos canjes, y considerando la totalidad de vencimientos de capital e intereses, el gobierno logró posponer un total de pagos por 56.100 millones de dólares para el periodo 2020-24. El ahorro total de la reestructuración es de 39.600 millones de dólares. Producto de ello, la curva de vencimientos para los próximos 4 años es muy holgada. En el periodo 2020-24 el gobierno deberá pagar en total por capital e intereses en concepto de vencimientos en moneda extranjera solo 7.500 millones de dólares de deuda.

En la comparación internacional, la quita argentina fue muy exitosa. Según trabajos académicos como los de Cruces y Trebesech (2013), la quita promedio en reestructuraciones soberanas desde 1970 fue de 39%. La quita de la reestructuración argentina fue de 60% (para un exit yield del 14%), tratándose de la segunda quita más relevante de la historia luego de la de Grecia. En términos de plazos y tasa de aceptación también se encontró mejor que el promedio.

Sin embargo, este no es el fin del problema. Será necesario recorrer un camino aún más extenso hasta poder revertir el contexto actual y volver a crecer. Una serie de desafíos se abren por delante. Desde la perspectiva del sector externo la próxima parada es la negociación con el FMI. Por el lado de la economía real, la dinámica de la recuperación post-pandemia y el grado de profundidad de la política fiscal orientada a la promoción de la demanda.