

**X Jornadas de Sociología de la UNLP 5, 6 y 7 de diciembre de 2018**

**Mesa 9/ Dinámica de la crisis global. Hacia una Geopolítica del siglo XXI**

**El canje de deuda argentino de 2005: una estrategia novedosa para la reestructuración de pasivos soberanos**

María Emilia Val (CONICET – IDAES/UNSAM – UBA)

Mail: [memiliav@yahoo.com.ar](mailto:memiliav@yahoo.com.ar)

El canje de deuda de 2005 fue la primera etapa de una larga reestructuración de pasivos públicos en *default* que culminó en 2016 con el acuerdo con los fondos buitres. Además de sentar las bases de las etapas que le siguieron, la estrategia de manejo de la deuda implementada por el gobierno de Néstor Kirchner inauguró una orientación que se continuaría por las administraciones que lo sucedieron hasta 2015 y sentó un precedente novedoso respecto a las formas en que los estados pueden manejar procesos de reestructuración de deudas soberanas en el actual estadio de la globalización financiera. Para dar cuenta de esta problemática, en este escrito presentaremos el caso, analizaremos la estrategia implementada por el gobierno argentino y sus principales resultados en la etapa, para finalmente analizar sus particularidades y reflexionar en torno a las posibilidades abiertas por el mismo para la resolución de crisis de deuda en países en desarrollo en el marco de la arquitectura financiera internacional existente.

### **Introducción**

El hasta entonces mayor *default* soberano de la historia no puede entenderse sin atender al proceso de endeudamiento previo y la dinámica de relaciones asociadas, del que es consecuencia. La cesación de pagos de 2001 fue la culminación de un largo ciclo de endeudamiento iniciado con la instauración del modelo de la valorización financiera, durante la última dictadura militar (Basualdo, 2017). La transformación en el patrón de funcionamiento macroeconómico implementada por el gobierno de facto<sup>1</sup> convirtió a los pasivos públicos en un elemento central de las estrategias especulativas de acumulación y tuvo importantes derivaciones: la acumulación de niveles de deuda pública insostenibles, la injerencia creciente de los acreedores sobre los lineamientos de la política económica local a través de programas de ajuste promovidos por el FMI y la transferencia de una enorme masa de recursos para su pago explican en gran medida el deterioro de las cuentas fiscales y

---

<sup>1</sup> Esta transformación, sufrida en un contexto global marcado por la avanzada del proceso de financiarización desarrollado desde inicios de la década del '70, supuso el abandono del modelo de industrialización por sustitución de exportaciones vigente desde la segunda posguerra

externas, de las condiciones de vida de amplias franjas de la población, los desequilibrios económicos y las persistentes trabas al desarrollo. El endeudamiento, que aumentó de manera exponencial durante el gobierno dictatorial, continuó su movimiento ascendente durante los '80, para intensificarse en los '90 de la mano del esquema de la convertibilidad, se volvió imposible de atender a inicios del nuevo siglo.

Luego de numerosos intentos por evitar la cesación de pagos durante el gobierno de De la Rúa, entre los que se destacan el “blindaje” y el “megacanje” (orientados por la lógica financiera hegemónica y la acompañados por políticas de ajuste de corte ortodoxo), y en el marco de una crisis económica, política y social sin precedentes en la que se sucedieron cuatro presidentes en pocas semanas, Rodríguez Súa declaró la suspensión del servicio de una parte de los USD 144.453 millones que alcanzaba entonces la deuda pública (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005). Durante la administración de Duhalde, el *default* se oficializaría, el *stock* de deuda se expandiría en unos U\$S 28.184 millones,<sup>2</sup> pero las tratativas para avanzar en la resolución de la cesación de pagos con los privados serían escasas.

En este contexto, el gobierno de Néstor Kirchner fue el que dio inicio a las negociaciones que culminaron en el canje de deuda 2005, que constituyó la primera etapa de una larga reestructuración de pasivos públicos que culminó en 2016 con el acuerdo con los fondos buitres. Además de sentar las bases de las etapas que le siguieron, la estrategia de manejo de la deuda implementada por el gobierno de Néstor Kirchner inauguró una orientación que se continuaría por las administraciones que lo sucedieron hasta 2015 y sentó un precedente novedoso respecto a las formas en que los estados pueden manejar procesos de reestructuración de deudas soberanas en el actual estadio de la globalización financiera. Para dar cuenta de esta problemática, en este escrito presentaremos el caso argentino, analizaremos la estrategia implementada por el gobierno argentino y sus principales resultados en la etapa, para finalmente analizar sus particularidades y reflexionar en torno a las posibilidades abiertas por el mismo para la resolución de crisis de deuda en países en desarrollo en el marco de la arquitectura financiera internacional existente.

### **La administración Kirchner y la estrategia de negociación de la deuda en *default***

Para comprender la estrategia de negociación argentina frente a los diferentes grupos de acreedores privados, debemos analizar el proceso de reestructuración considerando la

---

<sup>2</sup> Este incremento se explica por varios procesos ligados a la crisis económica y financiera y al colapso del régimen de convertibilidad: la intervención en el sistema financiero a través de la “pesificación asimétrica”, el traspaso de pasivos de los estados provinciales a la órbita nacional, el reconocimiento de obligaciones con empleados, jubilados y proveedores y la indexación de la deuda por CER (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005).

inserción del accionar estatal en un doble nivel, el doméstico y el internacional (Putman, 1996), estratégicamente relacionados. El primero constituía la principal preocupación del nuevo gobierno, dada la frágil situación local. Para paliarla, el gobierno se había dado las tareas de, en lo político, reconstruir y el fortalecer la autoridad estatal; y en lo económico, sostener con diferentes medidas expansivas la reactivación iniciada en 2002, lo que serviría a su vez para impulsar el empleo, atacar la desocupación y la pobreza. El segundo, no era menos complejo, pues debía regularizarse la relación con los acreedores privados y continuar las negociaciones con el FMI, pero con la diferencia –en relación a otras experiencias- que se haría supeditando las propuestas de pago a la obtención de resultados positivos en el frente doméstico. El crecimiento doméstico operaría así estratégica y simultáneamente, como elemento que limitaba los pedidos de ajuste y garantizaba el repago a los acreedores.

Lo primero que debemos señalar es que la acción del gobierno se dio dentro de los cánones convencionalmente aceptados en el sistema financiero internacional, es decir, se trató de una solución de mercado, enmarcada en los lineamientos habituales de los canjes de deuda con participación voluntaria de los acreedores. Alejándose de las posturas que impulsaban la investigación de los mecanismos de adquisición y gestión del endeudamiento, o que reclamaban el repudio de una deuda considerada ilegítima,<sup>3</sup> la administración Kirchner decidió entablar el diálogo y establecer formas de negociación *ad hoc* para resolver el conflicto y normalizar las relaciones financieras con los acreedores.<sup>4</sup> En ningún momento, a pesar del clima de rechazo social hacia “lo financiero” y el desprestigio de actores como el FMI, puso en duda el derecho de cobro de los acreedores ni el llamado “mecanismo de mercado” como camino para solucionar la problemática. Esta aceptación de las reglas de juego imperantes, dada la necesidad de resolver el frente externo, no impidió que el gobierno procurara tensarlas, manipularlas o utilizarlas a su favor, según lo creía conveniente.<sup>5</sup>

En segundo lugar, podemos caracterizar a la estrategia gubernamental como una estrategia mixta, con un predominio del componente distributivo-confrontativo (Odell, 2000; Nemiña, 2011) que, conforme se desarrolló la negociación, incorporó paulatinamente elementos integrativos-cooperativos, de manera limitada. Esta orientación general, que se sumaba a la también confrontativa estrategia acreedora, llevó a que se desarrollara una negociación conflictiva, rotulada incluso por algunos analistas como “salvaje”.

<sup>3</sup> Ver Olmos Gaona (2005) y Bohoslavsky (2009).

<sup>4</sup> La negociación de la deuda argentina adquirió características particulares: el gobierno eligió circunscribirlas a instancias de “diálogo” –encabezadas en general por funcionarios del ministerio de Economía- con grupos consultivos formados por agrupaciones de representaciones de bonistas en diferentes países, lo que formó parte de la estrategia gubernamental de fragmentación y deslegitimación de las agrupaciones, como veremos más adelante.

<sup>5</sup> En este sentido, los negociadores fueron hábiles “lectores” de la situación, pues aprovecharon las oportunidades abiertas en el contexto en el que se desarrollaban las tratativas.

Podemos identificar dos dimensiones de la estrategia argentina: una financiera, relativa a las características de la oferta de canje; y otra política, relacionada al tipo de relación mantenida con los diferentes actores relevantes a nivel doméstico e internacional.

Con relación a la dimensión financiera, Argentina aprovechó la ventaja del *first mover* (Dhillon et al., 2006) al presentar una agresiva oferta de canje que, alejándose de otros casos, afectaba notablemente los derechos patrimoniales de los acreedores, pues suponía una importante modificación de las condiciones de pago. La propuesta partía del supuesto de que los acreedores habían realizado inversiones riesgosas (reflejadas en las tasas de interés que les pagaba la Argentina en sus títulos), que implicaban el conocimiento de las potenciales pérdidas que, con el *default*, se habían materializado. La oferta de Dubai (que posteriormente se modificaría) establecía una importante quita sobre el principal, el no reconocimiento de los intereses impagos y un menú de opciones,<sup>6</sup> sustentándose en proyecciones y supuestos macroeconómicos y fiscales compatibles con el crecimiento doméstico (Ministerio de Economía, 2003c). Esta primera presentación le permitió sentar un precedente y “marcar la cancha”. Al exponer las pretensiones del gobierno, establecer los parámetros generales de la discusión y los asuntos que se negociarían, pudo condicionar las tratativas posteriores y, eventualmente, los resultados. Al mismo tiempo, poner el crecimiento doméstico como condición de posibilidad y límite de la negociación o acuerdo –lo que se mantuvo en el tiempo– lo alejó de la lógica de los acreedores y del sistema financiero, que manifestaban que Argentina podía pagar más o hacer más esfuerzos para cumplir con sus obligaciones. Al mismo tiempo, se intentaba acercar posiciones remarcando que la reestructuración supondría un nuevo punto de partida para el interés común de los acreedores y el país, y que los instrumentos ligados al crecimiento del producto permitirían a los acreedores hacerse de una parte del valor creado en la economía.

Esta combinación integrativo-distributiva se relacionó con los dos principales criterios que estructuraron la oferta: la sustentabilidad y la aceptabilidad. El primero tenía que ver con la situación objetiva de un deudor con escasa capacidad de pago y que sólo asumiría los compromisos que pudiera pagar por lo que la reestructuración debía minimizar la carga de la deuda para lograr una solución sostenible. Es decir, debía resultar en un nivel, estructura y perfil de deuda atendibles que, acompañados por un programa compatible con un crecimiento económico que fuera estable, sustentable y equitativo, permitiría atender regularmente los compromisos con los acreedores sin descuidar las necesidades de la población local. La

---

<sup>6</sup> Dejando sujetos a negociación otros aspectos como los cupones, plazos y tasas de interés, que finalmente fueron mejorados (para Argentina) en relación a los preexistentes

aceptabilidad tenía que ver con la búsqueda del más alto nivel de adhesión posible entre los acreedores para dar legitimidad a la operatoria, lo que se lograría a partir de asegurar un trato equitativo y consensuar los detalles para hacerla atractiva, a partir de la combinación de “zanahorias” y “garrotes”.

Esta estrategia de negociación se vio acompañada de un estilo de negociación en general inflexible, pues el gobierno mostraba una reticencia a realizar las concesiones pedidas por los acreedores, especialmente las referidas a la modificación de los lineamientos de política económica que sustentaban la oferta. En este sentido, las preferencias de política económica que orientaron agregaban rigidez a las negociaciones, pues estaban alejadas de las de ajuste estructural y reducción del gasto público que históricamente se habían implementado frente a las crisis de deuda.<sup>7</sup>

Kirchner continuó y profundizó el nuevo modelo de acumulación de la posconvertibilidad, fundado en una lógica productiva, un tipo de cambio alto y el sostenimiento de superávits externo y fiscal; a los que se sumaban la mejora en las condiciones de vida de las clases subalternas a partir de la recomposición salarial, la recuperación del mercado interno y la implementación de políticas de redistribución del ingreso. El mismo supuso mayores niveles de intervención y autonomía relativa estatal y un nuevo cuadro de relaciones de fuerzas donde el sector financiero quedaba subordinado (Varesi, 2016; Nemiña, 2012). Se implementaron medidas de corte intervencionista y expansivo, tendientes a fomentar el crecimiento del producto –a partir de la expansión del consumo, el empleo y la producción-, que se concebía como condición de posibilidad de repago de la deuda. Esto contribuía no sólo a sustentabilidad financiera de la fórmula de canje y repago, sino también (y fundamentalmente, a los ojos de las autoridades) a la sustentabilidad social y política del esquema económico.

En lo que respecta a la dimensión política, la relación con los acreedores estuvo marcada por la tensión. Durante las negociaciones la estrategia del gobierno se desarrolló en dos frentes. El primero es el discursivo, a partir del cual el gobierno sostuvo una retórica de denuncia al accionar de los acreedores durante la Convertibilidad, ya que entendían que habían sido los grandes ganadores durante la década anterior y por tanto, partícipes del mecanismo que había llevado a la Argentina al “infierno”.<sup>8</sup> Especialmente, el presidente Kirchner criticó y se enfrentó con el FMI, los bonistas y “los capitales especulativos”, lo que le brindó elementos para fortalecerse en el gobierno y lograr un mayor apoyo en la opinión pública local. El estilo

---

7

<sup>8</sup> La caracterización del escenario local en estos términos le permitía resistir las presiones de los acreedores y restantes actores internacionales, pues “el poder del negociador se basa a menudo en una incapacidad manifiesta para hacer concesiones y aceptar demandas” (Griffith Jones, 1988: 36)

de negociación confrontativo (presente desde el inicio, mantenido en diferentes grados en el tiempo y de manera variable entre los funcionarios) frente a los acreedores externos, junto con una retórica que procuraba diferenciar al gobierno del modelo de los 90, fueron un elemento que no sólo contribuyó a la construcción de la legitimidad en el plano interno sino que también apuntaló la táctica de deslegitimación de los pedidos de los acreedores y el Fondo.

El segundo es el relativo a las relaciones con los tenedores de títulos y las posibilidades de intervención sobre el frente acreedor. El gobierno procuró mantener la iniciativa en la negociación y definir los tiempos, el tono y las características de la misma. Que los funcionarios gubernamentales se refirieran a las negociaciones en términos de “diálogo” con los llamados “grupos consultivos” e implementaran tácticas de *delay* son algunos ejemplos. Paralelamente, y frente a las tentativas de las organizaciones acreedores de formar un frente unificado para fortalecer posiciones, procuró mantener a los diferentes grupos divididos como forma de socavar las posibilidades de acción colectiva en la medida en que fuera posible. También cuestionó y desautorizó a algunos de los representantes de acreedores (especialmente los que poseían mayor poder de *lobby*), y se negó a reconocer al GCAB (Global Committee of Argentina Bondholders) como interlocutor privilegiado, a pesar de los requerimientos en este sentido del FMI.

Estos dos frentes de la estrategia política, se combinaron con los esfuerzos sostenidos de fortalecer la posición negociadora de la Argentina. La búsqueda de apoyos internos y externos, y la neutralización de actores que potencialmente pudieran obstaculizar o desviar la estrategia oficial en beneficio de los acreedores (como los gobiernos de los países de origen de los mismos) fueron los mecanismos elegidos en el gobierno.

En el plano interno, Kirchner se propuso lograr la aprobación de su propuesta por parte de sectores empresarios, sindicales y también de la opinión pública. En el plano externo, procuró obtener al apoyo fundamental de los Estados Unidos, tanto en lo relativo a la renegociación de la deuda con privados como en las tratativas con los organismos multilaterales de crédito. También buscó el apoyo de países latinoamericanos y europeos. Por otro lado, aprovechando el desprestigio internacional en que se vio sumido el Fondo, se propuso disminuir al mínimo su influencia sobre las negociaciones con los acreedores privados. También, explotar a su favor los intereses contrapuestos de ambos tipos de acreedores, que pugnaban por hacerse cada uno de una parte de los recursos fiscales disponibles. Esta contradicción fue puesta en evidencia por Lavagna quien, a partir de la figura del “bolsillo único” intentaba justificar la oferta “poco amigable” hacia los acreedores privados por el carácter privilegiado de los

organismos multilaterales quienes recibían pagos a pesar de no realizar desembolsos de fondos frescos.

### Los resultados del canje: quita, adhesión y la discusión sobre el desendeudamiento

Luego de una conflictiva y larga negociación, el gobierno logró realizar en 2005 el canje de títulos. En esta primera ronda encontramos que sobre un total de UDS 81.836 millones de deuda elegible, los títulos ofrecidos representaron USD 62.318 millones,<sup>9</sup> lo que implicó un nivel de adhesión del 76,15%. Esto generó la emisión de nuevos bonos con un principal equivalente a USD 35.216 millones – distribuidos entre los títulos del menú de opciones tal como lo muestra el cuadro 2-, lo que significó un descuento nominal del 43.3%.<sup>10</sup>

Esta nueva deuda adquirió una estructura simplificada: los 152 bonos elegibles nominados en 7 monedas y emitidos bajo 8 legislaciones fueron canjeados por 11 bonos,<sup>11</sup> en 4 monedas y sujetos a las leyes de 4 jurisdicciones.<sup>12</sup> Cada uno de ellos, a su vez, poseía una estructura financiera particular<sup>13</sup> que reflejaba las nuevas condiciones de repago, que significaron reducción del capital, reducción de tasas de interés y alargamiento de plazos.<sup>14</sup>

Esta combinación de recortes generó, al momento del canje, una quita en valor presente para los adherentes de casi el 77% , significativamente más alta que la calculada para otras reestructuraciones (cuadro 1).<sup>15</sup> Este valor se encuentra muy alejado de los *haircuts* de, por ejemplo, Uruguay y República Dominicana, que supusieron costos mínimos para los acreedores.

#### Cuadro 1. Nivel de adhesión y quita en reestructuraciones de títulos por país

<sup>9</sup> De las ofertas recibidas, USD 35.405 millones correspondieron al bono *discount*, 15.000 millones al par y 11.913 millones al cuasi par (AGN, 2006).

<sup>10</sup> Este descuento sobre el principal –que en los bonos *discount* fue del 66,3% y en los cuasi-par del 30,1% (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005; AGN, 2006)- es un *proxy* del alivio de deuda para el país. El mismo se morigeraría posteriormente con los pagos de los cupones ligados al PBI y a los *holdouts* (Guzmán, 2016).

<sup>11</sup> Los mismos eran: Par en dólares bajo ley de Nueva York (PARY), Par en dólares bajo ley argentina (PARA); Par en pesos bajo ley argentina (PARP); Par en euros bajo ley de Londres (PARE); Par en yenes bajo ley de Tokio, Discount en dólares bajo ley de Nueva York (DICY); Discount en dólares bajo ley argentina (DICA); Discount en pesos bajo ley argentina (DICP); Discount en Euros bajo ley de Londres (DICE); Discount en yenes bajo ley de Tokio y Cuasi-par en pesos bajo ley argentina. A esto deben sumarse las unidades ligadas al PBI, que acompañaron a cada uno de estos bonos subyacentes. (Müller, 2013)

<sup>12</sup> De esta nueva deuda el 55,96% estaba nominada en moneda extranjera (28,96% en dólares, 26,29% en euros y el 0,7% en yenes) y el 44,04% en pesos. En relación a la legislación, el 49,18% quedó bajo jurisdicción argentina y, dentro de la sujeta a ley extranjera, el 23, 83% quedó bajo ley de Nueva York.

<sup>13</sup> Para mayores detalles ver a Damill, Frenkel y Rapetti (2005) y AGN (2006)

<sup>14</sup> En relación a estos cambios dos últimos componentes de los bonos, se observa una disminución en las tasas de interés promedio ponderadas de la deuda total y en títulos (que pasaron, respectivamente, del 6,37% y 8,28% en diciembre de 2004 al 3,46% y 2,64% en junio de 2005) y un alargamiento de la vida promedio de la deuda total y en títulos (que pasó, en el mismo período de 7,80 y 9,68 a 11,79 y 18,30 años respectivamente, sin incluir moras de capital e intereses) (Ministerio de Economía, Boletín Fiscal, cuarto trimestre de 2004 y segundo trimestre de 2005).

<sup>15</sup> Tomamos este cálculo porque es compatible con el cálculo que realizaron los titulares de bonos para contabilizar las pérdidas sufridas al suscribir la oferta. Sin embargo, debemos considerar que las mediciones *ex post*, que incorporan el pago de los cupones de PBI y el comportamiento de los bonos en el mercado, muestran que las pérdidas se vieron significativamente reducidas (Cruces, 2016; Müller, 2013)

País	Año de operación	Nivel de adhesión	Quita
Argentina	2005	76%	76,8%
Belice	2007	98%	23,7%
Dominica	2004	72%	54%
Rep. Dominicana	2005	97%	4,7%
Ecuador	2000	98%	38,3%
Moldova	2002	100%	36,9%
Pakistan	1999	99%	15%
Uruguay	2003	93%	9,8%
Ucrania	2000	97%	18%

Fuente: elaboración propia en base a Das et al. (2012) y Cruces y Trebesch (2011)

Esta quita es compatible con el enfoque distributivo del gobierno y permite explicar también el nivel relativamente bajo de adhesión si se lo compara con operaciones contemporáneas. Es claro que menores recortes, resultantes de ofertas más atractivas, incentivan a los acreedores a suscribir.<sup>16</sup> Esto nos lleva a considerar la participación de los acreedores.

Como dijimos, se canjearon títulos por un monto equivalente a un 76,15% de la deuda elegible, lo que dejó un remanente comparativamente alto (23,85%). Si consideramos otros canjes que involucraron bonistas desde 1998, vemos que la mayoría obtuvo adhesiones superiores al 90%, mientras la Argentina tuvo uno de los niveles más bajos, solo superado por la reestructuración de Dominica (Cuadro 1).<sup>17</sup>

Dicho esto, debemos considerar algunas otras cuestiones sobre el estado de la deuda soberana post-canje. Como resultado de la operatoria, entre 2004 y 2005 se observa una disminución en el stock deuda (de USD 191.295 a 128.629 millones), una caída de la relación de esta con el PBI -que continúa en descenso hasta el final de la serie-, y un cambio en su composición, pues la deuda nominada en moneda extranjera desciende en casi 24 puntos (del 75,61 al 51,67% de la deuda bruta)<sup>18</sup> (Gráfico 1).

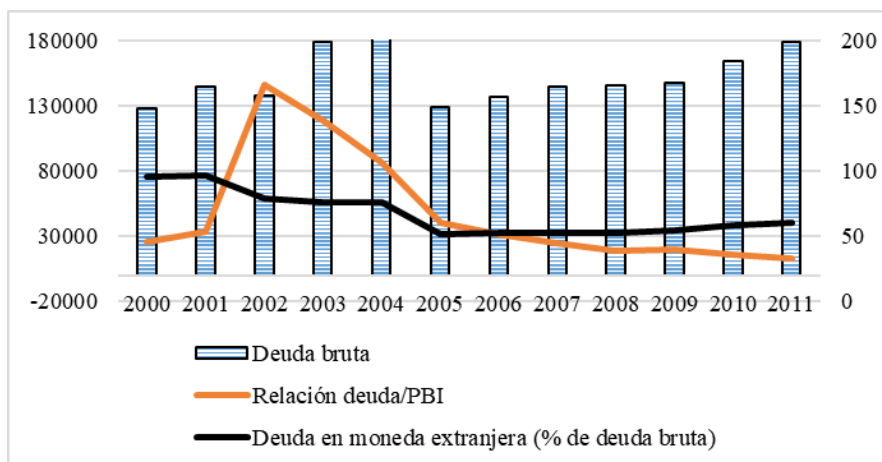
### **Gráfico 1. Deuda bruta (en millones de USD) e indicadores de sostenibilidad seleccionados (2000-2011) (\*)**

<sup>16</sup> Sin embargo, muchas veces las reestructuraciones amigables con los mercados y los acreedores no reducen el *debt burden* ni aseguran sustentabilidad futura. Acordamos con Guzmán (2016) en que, si bien el *haircut* resultante puede parecer comparativamente alto al ponerlo en relación con otros, el mismo debe ser analizado teniendo en cuenta si permitió alcanzar la sustentabilidad. En este sentido, en muchos de los casos en que la pérdida de los acreedores fue pequeña, debió instrumentarse otra reestructuración poco después.

<sup>17</sup> Esto habilitaría, en 2010, una nueva ronda de canje que llevaría la adhesión al 92,7% y, posteriormente, el desarrollo del conflicto con los buitres.

<sup>18</sup> Por otro lado, en el mismo período la deuda en manos de no residentes disminuye en 11 puntos porcentuales (del 58,4 al 47,4 % de la deuda bruta)



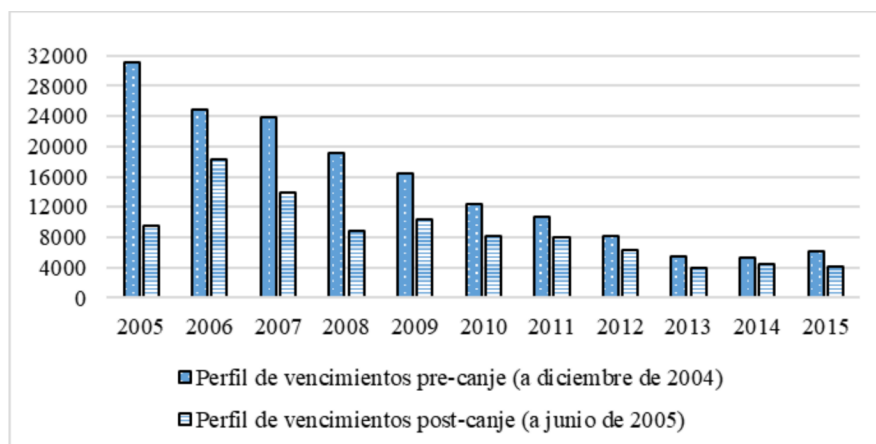


(\*) Los datos desde 2005 no incluyen deuda no ingresada al canje

Fuente: elaboración propia sobre datos del Ministerio de Economía (Boletín Fiscal e Informes de Deuda)

Adicionalmente, en el gráfico 2 se observa un alivio sustantivo en los primeros años en el perfil de vencimientos, lo cual es compatible con el objetivo de liberar recursos del Estado que apuntalaran el crecimiento y la mejora de la situación social en un contexto doméstico aún en recuperación. La mayor diferencia se observa en 2005 (poco más de USD 21.000 millones); posteriormente se mantiene, pero decrece, llegando en los últimos años de la serie casi a igualarse.

**Gráfico 2. Perfil de vencimientos de la deuda pública pre y post-canje, en millones de USD) (2005-2015)**



Fuente: elaboración propia sobre datos del Ministerio de Economía (Boletín Fiscal)

Finalmente, los principales indicadores de sostenibilidad luego de la operatoria mejoraron en relación al peor momento de la crisis: la relación entre deuda y PBI disminuyó en más de 90 puntos porcentuales; los pasivos en moneda extranjera en relación a las reservas y las exportaciones también cayeron; y el *ratio* entre los intereses pagados y el PBI se redujo a la mitad, mientras que en la relación entre éstos y los recursos tributarios la variación fue de casi 15 puntos.

#### Cuadro 2. Indicadores de sustentabilidad seleccionados, pre y post-canje

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

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

(\*\*) Datos de 2005. No incluyen deuda no presentada al canje.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía (Boletín Fiscal 4to trimestre 2007)

Con estos resultados post-reestructuración de reducción significativa del peso de la deuda,<sup>19</sup> en un contexto de crecimiento del producto y de consolidación de superávits externo y fiscal, el gobierno presentó al canje como un paso importante de un proceso de desendeudamiento<sup>20</sup> que se buscaría consolidar en el tiempo como un mecanismo de “desintervención” del capital financiero en la economía local, lo que posibilitaba la .

<sup>19</sup> Sin embargo, para los funcionarios el alivio no dejaba de suponer importantes esfuerzos fiscales a futuro, pues la capacidad de pago estaba fuertemente asociada al mantenimiento de los fundamentos del análisis de sustentabilidad en el mediano y largo plazo.

<sup>20</sup> Que se continuaría posteriormente con el pago de la totalidad de las acreencias al FMI a principios de 2006

La cuestión del desendeudamiento fue largamente discutida (especialmente a nivel local), pudiendo identificarse entre los analistas dos orientaciones: por un lado, aquellos que valoran positivamente el escenario abierto en 2005, considerando que representa un cambio en la dinámica del endeudamiento existente hasta entonces<sup>21</sup> y por otro, lo que lo relativizan o lo critican abiertamente.<sup>22</sup> Mientras los primeros reconocen una transformación en el lugar ocupado por el endeudamiento estatal dentro del funcionamiento de la economía y ven cambios en la gestión de las finanzas estatales, los segundos tienden a cuestionar la existencia de tal transformación, poniendo el énfasis en el incremento sostenido del stock del pasivo público, en el carácter engañoso de la quita anunciada y en la insostenibilidad a futuro.

De acuerdo con Bordón (2016) los argumentos utilizados para cuestionar la tesis del desendeudamiento son varios. En primer lugar, se entiende que los nuevos mecanismos impuestos por la reestructuración impactaron negativamente sobre el stock de deuda: tanto el ajuste del capital de los bonos indexados como la capitalización de los intereses incrementaron los pasivos en el tiempo. En segundo lugar, se relativiza la reducción del peso del pago de los intereses y servicios. Aunque se observa la disminución relativa de este rubro sobre las cuentas públicas (medido a partir de diferentes indicadores), se sostiene que los gastos vinculados a la deuda representan proporciones similares a las existentes en los '90 y que, por otro lado, fueron compensados por las disposiciones ya mencionadas. En tercer lugar, se consideran el incremento de los pagos asociados a las unidades ligadas al PBI. Desde su implementación, el cupón PBI fue abonado en seis oportunidades (2006, 2007, 2008, 2009, 2011 y 2012), sumando un total de USD 10.137 millones (Castiñeira, 2016).<sup>23</sup> Cuarto, se sostiene que el desendeudamiento es limitado o falso porque (además de los mecanismos descriptos) el gobierno siguió endeudándose en el plano doméstico. En este sentido, la deuda no dejó de crecer, pues se reemplazó deuda externa por interna, principalmente con organismos estatales.<sup>24</sup>

Así, para la mirada crítica, los logros manifestados por el gobierno no serían tales: el problema de la deuda persistió; las conclusiones sobre el desendeudamiento se sustentaron en datos parciales, o directamente falseados, lo que ponía en duda su sustentabilidad; la gestión

<sup>21</sup> Entre ellos encontramos a Damill, Frenkel y Rapetti (2005), Kulfas (2005), Nemiña (2012), De Lucchi (2014) y Basualdo (2017). Es menester señalar que estos autores no presentan una mirada ingenua sobre el proceso, sino que se plantean interrogantes sobre los límites de la política de desendeudamiento frente al deterioro en las cuentas fiscales y externas.

<sup>22</sup> Este grupo lo representan Giuliano (2006), Lo Vuolo y Seppi (2008), Cantamutto (2016) y Bordón (2016).

<sup>23</sup> Además, se estima un sobrepago del cupón debido a la sobreestimación del crecimiento del PBI con posterioridad al cambio de metodología del IPC (Castiñeira, 2016).

<sup>24</sup> Este sería el caso del pago realizado al FMI con reservas de libre disponibilidad a principios de 2006, que no habría hecho más que reemplazar un pasivo con el organismo internacional por otro con el BCRA.

de los pasivos lejos estuvo de ser satisfactoria y no hubo cambios sustantivos respecto a etapas anteriores, pues se siguió pagando, y mucho, a los acreedores.

Nosotros creemos que estos análisis subestiman un cambio central, que es el de la transformación en la composición de la deuda, principalmente ligada a la disminución de la deuda en divisas y con agentes privados. Si bien los mencionados analistas presentan evidencias incuestionables sobre el impacto de ciertos mecanismos, la sola consideración del crecimiento en términos absolutos o agregados sin profundizar en su estructura, aunque importante, supone también un análisis limitado. En esto coincidimos con De Lucchi (2014) para quien “analizar los procesos de endeudamiento o desendeudamiento implica observar la *calidad* y no tanto la *cantidad* del stock de deuda.” (35). De acuerdo con el economista, luego del canje se observa una mejora en la calidad de la deuda pública argentina por varias vías. Entre ellas enumera la reducción del stock de deuda pública en moneda extranjera con terceros, la baja de los *ratios* de esta deuda sobre las exportaciones y las reservas y el aumento de la participación de la deuda intraestatal en el total. Estos procesos, en el que el desendeudamiento en moneda extranjera aparece como el más significativo, suponen – y en esto coincidimos con el autor- “un avance significativo en términos de la fragilidad financiera del Gobierno, sobre todo, teniendo en cuenta la historia del endeudamiento argentino de las últimas décadas”. La reducción de la exposición al riesgo cambiario, para un país con un largo historial de crisis externas, implicó un cambio cualitativo que resguarda al país de shocks externos.

Entendemos que las decisiones de financiamiento posreestructuración,<sup>25</sup> que a su vez se enmarcan en una política de manejo de pasivos que se inicia con la estrategia del canje, estuvieron lejos de constituir una mera continuidad con el pasado, e imprimieron a la deuda soberana una dinámica más sustentable que en el pasado reciente. Esto no significa asumir que el problema de la deuda desapareció<sup>26</sup> ni que su repago no impacta sobre las cuentas públicas y externas. Sin embargo, la gestión de la deuda<sup>27</sup> hasta 2015 permitió manejarla con más holgura que en el pasado y ha tenido un resultado fundamental: el de permitir ganar márgenes de maniobra en el plano fiscal y grados de libertad para gestionar la política económica, permitiendo tomar distancia de las disposiciones y condicionalidades que imponen los mercados financieros internacionales en beneficio de una política orientada a sostener el crecimiento doméstico. En este sentido, la gestión post-canje, enmarcada en la

---

<sup>25</sup> Resultado de una combinación de política económica doméstica y factores internacionales

<sup>26</sup> El creciente deterioro del frente externo y fiscal durante la presidencia de Cristina Fernández de Kirchner mostrarían claramente las gestiones que debían realizarse para atenderla.

<sup>27</sup> Al menos hasta 2015

política de desendeudamiento, tuvo consecuencias políticas que la diferencian de otras experiencias de la historia argentina y global reciente.

### **La dimensión político-sistémica del canje y la discusión internacional sobre la arquitectura financiera internacional**

El desarrollo de la reestructuración tuvo peculiaridades que resultaron en una complejización de los debates presentes a nivel global sobre las crisis financieras, los mecanismos para resolver cesaciones de pago soberanas y la arquitectura financiera internacional. Aquí abordaremos algunos de estos tópicos. En primer lugar, nos ocuparemos del cambio en el papel desplegado por el sector oficial, poniendo el foco en los dos actores que intervinieron de manera preponderante en las reestructuraciones desde los 80, el Fondo Monetario Internacional y el gobierno de los Estados Unidos; en segundo lugar nos ocuparemos de las repercusiones de dicha intervención sobre el poder relativo de los acreedores y sus organizaciones, para finalmente rever algunas de los procedimientos propuestos para resolver cesaciones de pago como la experimentada en 2001.

En el canje argentino el FMI tuvo un grado de intervención bien diferente del que había ocupado anteriormente como garante y auditor de propuestas de reestructuración. En este caso, la mediación del organismo durante las negociaciones de la República con los acreedores fue limitada, lo que las diferencia de otras experiencias contemporáneas<sup>28</sup> en las cuales aquel jugó un activo rol. A este respecto, la mayor singularidad residió en que el diseño y la gestión de la reestructuración se desarrollaron sin injerencia del FMI. El organismo ni siquiera auditó las proyecciones financieras que sirvieron de fundamento a la sostenibilidad de la propuesta de canje, lo que sucedía por primera vez (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005; Roubini y Setser, 2004). Aunque Argentina había suscripto un acuerdo en septiembre de 2003 –finalmente suspendido por Argentina en agosto de 2004-, éste no definía las condiciones del tratamiento a los bonistas, lo que dejó librada a la negociación la fijación de los presupuestos macroeconómicos y fiscales que permitieran afrontar los pagos a los privados. Fue así que el gobierno pudo generar una propuesta que no seguía los lineamientos tradicionales de ajuste, sino que era compatible con sus objetivos generales de política económica y con la estrategia de negociación.

---

<sup>28</sup> Como las reestructuraciones de Pakistán, Ucrania, Ecuador y Uruguay. En estas experiencias, los países deudores negociaron con el Fondo un acuerdo de mediano plazo atado a condicionalidades que, aunque no determinaba oficialmente el valor de la quita, definía los parámetros centrales para una reestructuración. Además, el FMI poseía una importante influencia al ostentar el monopolio de la elaboración del modelo de sustentabilidad que garantizaba, al menos en el papel, el repago futuro dando legitimidad a la propuesta frente a los mercados, los acreedores y los restantes actores del sistema financiero internacional.

Por otro lado, el FMI tampoco otorgó financiamiento neto durante la negociación. La ausencia de fondos frescos, en un contexto de mejora de las cuentas externas y fiscales y de acumulación progresiva de reservas por parte del gobierno, limitó aún más las posibilidades de injerencia del organismo sobre las decisiones gubernamentales.

Este cambio en sus roles de técnico y prestamista,<sup>29</sup> supusieron el debilitamiento relativo del Fondo como actor político, en dos sentidos. Primero, y en el caso que nos ocupa, porque disminuyó su grado de intrusión en la negociación como promotor de las demandas de los acreedores.<sup>30</sup> Segundo, y lo que es tal vez más importante, porque contribuyó a ahondar el cuestionamiento al Fondo como actor central de las finanzas internacionales y a sus “recetas” ortodoxas de manejo de las crisis. En este sentido, el rol jugado en la reestructuración –en la que ocupó una posición marginal y que fue diseñada a contramano de sus recomendaciones habituales de política- contribuyó a horadar la posición en el que se hallaba el Fondo en el escenario internacional a principios del nuevo siglo.<sup>31</sup>

Uno de los principales críticos a la política de rescates implementados por el FMI durante los ‘90 fue el gobierno republicano de Bush., que desde su asunción distanciarde de la administración predecesora e implementar una nueva política financiera basada en la reducción del riesgo moral y el comportamiento especulativo. El argentino fue el caso testigo en el que la misma se implementó, desatando la crisis. Sin embargo, posteriormente, la política de *hands-off*<sup>32</sup> implementada por Bush hijo –política que se alejó de experiencias previas de intervención del gobierno de los Estados Unidos- supondría una disminución considerable de la injerencia del país del norte (de manera directa y a través del Fondo) sobre las negociaciones, que jugaría a favor del país.<sup>33</sup> La concepción de las negociaciones como un

<sup>29</sup> Estos cambios, como vimos, fue aprovechados por la Argentina para avanzar en su negociación con los privados. Las diatribas gubernamentales contra el organismo, la puesta en evidencia de la divergencia de sus intereses respecto de los demás acreedores y la suspensión del acuerdo, permitieron al gobierno morigerar aún más su influencia.

<sup>30</sup> En episodios previos, y amparado en la política de *Lending into arrears* el FMI había ejercido presión sobre los soberanos para lograr que estos acomodaran su accionar a los intereses de los privados (Simpson, 2006).

<sup>31</sup> Desde la crisis asiática el FMI se encontraba en una profunda crisis de credibilidad y legitimidad que incluía un debate sobre el papel que ocuparía en el sistema financiero global luego del fracaso de sus sucesivas intervenciones en los ‘90 y el estallido en 2001 de Argentina, “su mejor alumno”. Según la discusión existente entonces, la intervención del FMI no había hecho más que generar incentivos para la conducta riesgosa de soberanos e inversores, aumentando considerablemente el riesgo moral. Los *bail-outs* masivos y generalizados (implementados con el objetivo de apuntalar a los países en dificultades y evitar contagios que generaran disrupciones regionales o globales) realizados con dinero público aseguraban que no habría sanciones ni costos para comportamientos irresponsables de países ni de inversores.

<sup>32</sup> Según Madcur, el Tesoro norteamericano no se limitó a sostener una actitud de *hands-off*, sino que más bien se involucró para frenar los embates de los países europeos contra el país durante las negociaciones (Kanenguiser, 2006)

<sup>33</sup> Como dijimos en el capítulo anterior, la no-intervención de los Estados Unidos podía explicarse por una serie de factores (Helleiner, 2005). A estos debemos sumar, primero, que la crisis se había circunscripto a Argentina y la cesación de pagos no ponía en riesgo la estabilidad del sistema financiero internacional (como en los ‘80); y segundo, que la mayoría de los acreedores en Estados Unidos (que por otra parte eran una porción minoritaria del total) eran inversores institucionales acostumbrados a negociar pérdidas razonables, que priorizan el mantenimiento de relaciones duraderas con los países deudores. Estas cuestiones diferenciaban el accionar de la administración Bush, a su vez, de las de otros países del G7 (Kanenguiser, 2006)

asunto entre la República y sus acreedores, en la que ni el FMI ni su principal accionista debían intervenir, no solo apuntaló la estrategia argentina (lo que fue aprovechado por el gobierno argentino) y debilitó la posición acreedora, sino que también generó interrogantes sobre las implicancias de la posición del hegemon sobre futuras crisis financieras y de deuda (Helleiner, 2005).

Estas novedosas formas de (no) intervención tanto del FMI como de los Estados Unidos tuvieron repercusiones sobre la parte acreedora, pues la privó de uno de los soportes más importantes que había tenido históricamente, contribuyendo al *cambio en las relaciones de fuerza entre deudores y acreedores*, a favor de los primeros. En el caso argentino, parecía que la República había logrado imponer a los acreedores sus criterios en la reestructuración sin sufrir mayores sanciones internacionales, prescindido de la intervención del FMI y logrado mantener a raya a los actores litigiosos.

Si la mayoría de los acreedores optó por aceptar una oferta catalogada al menos como magra ¿cómo puede comprenderse? Aquí sostenemos que la parte acreedora se encontraba en una posición especialmente débil, que fue aprovechada por el gobierno argentino. Esta debilidad tenía en primer lugar un fundamento estructural: la deuda en *default* era particularmente heterogénea, lo que profundizaba la fragmentación que define al universo acreedor desde los 90. Si bien los prestamistas de la República lograron vencer en algún grado las dificultades para la coordinación y crearon instancias representativas, las mismas reflejaban la atomización presente al interior de la parte acreedora en el nivel de las organizaciones. Esta pluralidad organizativa y de representación impidió (sumado a la acción de deslegitimación y segmentación del gobierno) la conformación de una instancia única y unificada de coordinación que tuviera la legitimidad y la fuerza suficiente para negociar en mejores condiciones con la Argentina. A la debilidad de composición se le sumó, en segundo lugar, la debilidad política ocasionada por las dificultades propias para la coordinación, y potenciada por el papel limitado del FMI y la decisión de los Estados Unidos de “no tomar partido”. Estas posturas lejos estuvieron de ser neutrales, sino que quitaron un sustento fundamental a la estrategia coercitiva de los acreedores. En este sentido, la reestructuración argentina no sólo mostró las dificultades de la coordinación de un grupo complejo, sino que –y lo que es más importante- permitió demostrar el limitado poder de negociación que posee en ausencia de la intervención del sector oficial coordinando sus acciones y procurando la atención de sus intereses (Kamlani, 2008).

Frente a este panorama es que Gelpern (2005) consideró que la crisis y reestructuración argentina dejaban la impresión de que, frente a la abstención del sector oficial, se había

cambiado el balance de poder en favor de los deudores. Esto respondió a que los acreedores se comportaron de manera acorde al estereotipo atomístico, sin poder establecer una coalición coherente y con lineamientos estratégicos unificados. Pero también (y fundamentalmente) respondió a la abstención de actores con capacidad de compeler al soberano a la acción e incluso “organizar” a los acreedores por encima de sus propias diferencias. Esta experiencia suma elementos a la discusión sobre ciertos aspectos de las propuestas de marcos de reestructuración, específicamente el referido a la utilidad de los comités de acreedores como instancias organizativas y de representación, algo que es impulsado por algunos sectores.

Finalmente, y en relación a los recién mencionados marcos para la reestructuración de pasivos soberanos, el caso argentino impulsó (en esta primera instancia y a lo largo de todo su extenso desarrollo) un *debate sobre la arquitectura financiera internacional*. Incluso creemos que la experiencia argentina puede comprenderse dentro de la discusión más amplia, impulsada desde el sur global, sobre estrategias políticas e institucionales alternativas a las prevaletentes dentro de la comunidad financiera internacional, para fomentar arreglos financieros que impulsen el desarrollo (Grabel, 2013).

Sobre los procesos de resolución de cesaciones de pago, la complejidad del episodio que estudiamos puso en duda las capacidades del *statu quo*<sup>34</sup> para resolverlo de manera satisfactoria. La diversidad de los acreedores y sus organizaciones, la complejidad legal de sus pasivos y el enorme stock de deuda hicieron que en el caso argentino emergieran todos los problemas que pueden surgir en una reestructuración (Roubini y Setser, 2004). Esta complejidad generó acalorados debates sobre la necesidad de realizar reformas e implementar nuevos mecanismos para el manejo de las bancarrotas soberanas (Soedemberg, 2003).

Fue entonces que surgieron, desde el epicentro del sistema financiero, dos propuestas. La primera de ellas, la estatutaria, nació en el seno del propio FMI.<sup>35</sup> Fue su entonces subdirectora, Anne Krueger, quien impulsó a fines de 2001 el Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) que pretendía constituirse en el andamiaje legal internacional que, inspirándose en el capítulo 11 de la ley de bancarrota de Estados Unidos, fijase las reglas e incentivos que permitieran un proceso ordenado, eficiente y beneficioso para las diferentes partes (Krueger, 2002). Las dificultades políticas para su implementación y el impulso dado por Estados Unidos a las cláusulas de acción colectiva dieron por tierra la iniciativa. Justamente sobre la incorporación de CACs<sup>36</sup> se orientó la segunda propuesta, la *contractual*,

<sup>34</sup> Nos referimos a la llamada solución de mercado, el canje de deuda basado en la negociación entre las partes involucradas

<sup>35</sup> Numerosas propuestas surgieron entre 1976 y 2001 para resolver las problemáticas existentes en los procesos de reestructuración de deuda soberana. Ver Rogoff y Zettelmeyer (2002)

<sup>36</sup> Éstas (que establecen mecanismos que facilitan la constitución de mayorías que pueden convenir con el país deudor los términos de una reestructuración y hacer obligatorio su cumplimiento para la totalidad de los tenedores. Su objetivo es



que buscó fortalecer los contratos de deuda, para hacerlos más completos, claros y eficientes. El Tesoro de los Estados Unidos fue su principal promotor y contó con el apoyo de los actores del mercado, pues suponía una orientación mucho más gradual, al limitarse a perfeccionar provisiones contractuales.

En paralelo a estos debates impulsados y a las políticas implementadas por los actores nodales de las finanzas internacionales, en el sur global comenzaban a fortalecerse los esfuerzos regionales y nacionales para hacer frente a las recurrentes crisis financieras. Desde los episodios del sudeste asiático, en los países en desarrollo comenzó un proceso de experimentación e innovación institucional y política –que se profundizaría desde 2008-, a partir del cual éstos tomaron medidas para protegerse de turbulencias futuras, las sanciones del FMI, y la intromisión -del Fondo y de los países centrales- en su espacio de decisiones políticas (Gabel, 2013). Creemos que podemos incluir a la estrategia de reestructuración argentina, dentro de estos esfuerzos de búsqueda de nuevas formas de gestión y resolución de las crisis desde la perspectiva de los países afectados.

En este sentido las características de la misma la separan de las numerosas reestructuraciones *market friendly* orientadas a atender casi exclusivamente las demandas de los acreedores que se observan en la historia argentina y global, haciéndola en muchos sentidos diferente. La búsqueda del manejo de las negociaciones de acuerdo a los intereses del deudor, el aprovechamiento de las debilidades de la parte acreedora y la acción consistente sobre terceros actores, la orientación no exclusiva hacia la aceptabilidad (confrontando), la ponderación de la sustentabilidad como mecanismo para compatibilizar los pagos con el crecimiento económico interno y la mejora de la situación social, la búsqueda de mecanismos de un cambio en el perfil y la composición del endeudamiento (abriendo un proceso de desendeudamiento), parecen sentar un precedente y abrir nuevos caminos para gestionar la deuda soberana y las relaciones con los acreedores en el marco de la arquitectura financiera global existente.<sup>37</sup> Si bien sabemos que posteriormente la profundización de esta estrategia se encontraría con dificultades y contrariedades que llevarían a relativizar algunos de los éxitos iniciales,<sup>38</sup> creemos que abre caminos para la experimentación y la reflexión política en la construcción de mecanismos alternativos para gestionar la deuda de los países en desarrollo, las reestructuraciones y las relaciones con los acreedores que sean compatibles con los

---

facilitar la coordinación intra-acreedores y bloquear la conducta litigiosa de los tenedores disidentes)

<sup>37</sup> Incluso podemos pensar que el éxito inicial de la estrategia argentina inspiró otras reestructuraciones, como la de Ecuador de 2009, en la que el presidente Rafael Correa implementó una estrategia con diferentes mecanismos legales, pero también abiertamente confrontativa, que implicó la realización de una auditoría para determinar la legitimidad de la deuda pública del país latinoamericano.

<sup>38</sup> Las dificultades, muchas derivadas del diseño legal del canje, en los tribunales de Nueva York con los fondos buitres son bien conocidas.

intereses locales y las posibilidades de desarrollo, alejados de los tradicionalmente recorridos en las décadas previas.<sup>39</sup>

## Conclusiones

En este trabajo procuramos analizar algunas de las dimensiones del canje argentino de 2005, para indagar en sus particularidades y reflexionar sobre las potencialidades que posee como precedente para futuras reestructuraciones. En primer lugar, analizamos la estrategia del manejo de la deuda implementada por el gobierno de Néstor Kirchner durante las negociaciones que culminaron en el canje, sus dimensiones y niveles. Vimos que la misma fue predominantemente confrontativa, aprovechó diferentes ventajas del contexto, y tuvo como eje orientador la sustentabilidad, para hacer compatible el repago a los acreedores con el crecimiento doméstico. Posteriormente abordamos las características de los resultados obtenidos con el canje: analizamos las pérdidas sufridas por los acreedores, observamos el mejoramiento de los indicadores de endeudamiento poscanje, y discutimos las diferentes posturas sobre el proceso ulterior, que nosotros entendemos como de desendeudamiento. Finalmente, nos ocupamos de la dimensión político-sistémica, adentrándonos en las particularidades del canje en relación al papel de los EE.UU y del FMI, la posición de los acreedores, las discusiones sobre mecanismos de reestructuración que suscitó el default, para finalizar remarcando la importancia y las potencialidades del caso argentino para repensar nuevos caminos para orientar las relaciones entre deudores y acreedores y establecer mecanismos que sean compatibles con las necesidades de los países en desarrollo. En este sentido, creemos que si bien el proceso presenta límites claros, no es menos claro que su mayor aporte es haberse alejado de las políticas tradicionalmente implementadas frente a crisis de deuda, lo que abre la puerta a la reflexión sobre nuevas vías posibles para orientar las reformas futuras en la arquitectura financiera internacional.

## Bibliografía

AGN (2006) *Estudio especial sobre administración de pasivos del Estado. Canje default 2005*

Basualdo, E. (ed.) (2017) *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires, Siglo XXI Editores

Bohoslavsky, J.P. (2009) *Créditos abusivos. Sobreendeudamiento de Estados, empresas y consumidores*. Buenos Aires, Editorial Ábaco de Rodolfo de Palma.

<sup>39</sup> Un intento en este sentido, fue la discusión realizada a instancias de la iniciativa argentina en la ONU (entre 2014 y 2015) en torno a la construcción de un estatuto internacionalmente válido que habilitara reestructuraciones ordenadas, compatibles con el desarrollo, la equidad y las prioridades nacionales de los países en desarrollo. La misma tuvo como resultado la aprobación de nueve principios que deben ordenar las negociaciones y que tienen como objetivo principal limitar el accionar de los llamados fondos buitres.

- Bordón, M. (2017) “El Estado y el capital financiero en Argentina entre 2002 y 2012. La deuda pública” *Problemas del Desarrollo*, vol. 48 no. 190, pp. 83-108.
- Cantamutto, F.J. (2016) “Política reciente de la deuda pública”. Puyana Mutis, A y Constantino, A (coord) *La inserción de América Latina en la economía globalizada*. México DF. FLACSO México.
- Castiñeira, R. (2016) *Bono PBI: atrapado entre el nuevo y viejo INDEC*. Buenos Aires, Econométrica
- Cruces, J.J. (2016) *Una república sin buitres. Para bajar el costo de invertir en la Argentina productiva*. Buenos Aires, FCE.
- Cruces, J. J., & Trebesch, C. (2011) “Sovereign defaults: The price of haircuts”. *CESifo Working Paper* no. 3604
- Das, U. S.; Papaioannou, M.G. y Trebesch, C. (2012) “Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts” *IFM Working Paper* no. 107. Washington, IMF.
- Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005) “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”, en *Desarrollo Económico*, vol. 45, no. 178, pp. 187-233.
- De Lucchi, J.M. (2014) “*Macroeconomía de la deuda pública. El desendeudamiento argentino (2003-2012)*”. Documento de Trabajo CEFIDAR no. 53.
- Dhillon, A., Garcia-Fronti, J., y Zhang, L. (2013). *Sovereign Debt Default: The Impact of Creditor Composition*.
- Gelpern, A. (2005) “After Argentina”. [Rutgers School of Law-Newark Research Paper no. 011](#).
- Giuliano, H.L. (2006) *Problemática de la deuda pública argentina. Vol II. La deuda bajo la administración Kirchner*. Buenos Aires, Grupo Editor del Encuentro.
- Grabel, Ilene (2012) “Crisis financiera global y la emergencia de nuevas arquitecturas financieras para el desarrollo”, *Ola Financiera*, no.13 y 14 (dos partes).
- Griffith-Jones, S. (comp.) (1988) *Deuda externa, renegociación y ajuste en América Latina*. México D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Guzmán, M. (2016) “An analysis of Argentina’s 2001 default resolution”. *CIGI Papers* n. 110. Ontario, Centre for International Governance Innovation.
- Helleiner, E. (2005) “The strange story of Bush and the Argentine debt crisis”. *Third World Quarterly*, vol. 26, no. 6, pp. 951-969.
- Kamlani, D. (2008) *The four faces of power in sovereign debt restructuring: Explaining bargaining outcomes between debtor states and private creditors since 1870*. Tesis de doctorado en Filosofía. London, The London School of Economics and Political Science
- Kanenguiser, M. (2006) *El canje de la deuda argentina: una innovación en las reestructuraciones soberanas*. Tesis de Maestría en Relaciones Internacionales FLACSO Argentina, mimeo.
- Krueger, Anne (2002) *A new approach to sovereign debt restructuring*. Washington DC, IMF.
- Lo Vuolo R.M. y Seppi, F. (2008) *La falacia del desendeudamiento del sector público en la Argentina. Evolución de la deuda post-default y sus impactos fiscales*. Serie Documentos de Trabajo, N° 10. CIEPP.
- Kulfas, M. (2005) *La Deuda Externa Argentina: Evolución y Perspectivas tras su Reestructuración*. Working Paper 3. Economics Working Group, The Argentina Observatory.
- Müller, A. (2013) “Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?”. *Documento de Trabajo N°32*. Buenos Aires, CESPFA-FCE.
- Nemiña, P. (2011) *La relación entre el FMI y los Gobiernos tomadores de créditos. Los procesos de negociación con la Argentina durante el estallido y la salida de la crisis de la*

*convertibilidad (1998-2006)*. Tesis de Doctorado en Ciencias Sociales, Universidad de Buenos Aires, mimeo.

Nemiña, P. (2012b) "Argentina: Camino del desendeudamiento (1991-2011)". *Ola Financiera*, vol. 5, no. 12, pp. 70-88.

Odell, J. (2000) *Negotiation the world economy*. New York, Cornell University Press.

Olmos Gaona, A. (2005) *La deuda odiosa. El valor de una doctrina jurídica como instrumento de solución política*. Buenos Aires, Peña Lillo.

Putnam, R. (1996) "Diplomacia y política nacional: la lógica de los juegos de doble nivel", *Zona Abierta*, Nº 74, pp. 69-120.

Roubini, N. y Setser, B. (2004) "The reform of the sovereign debt restructuring process: problems, proposed solutions, and the Argentine episode". *Journal of Restructuring Finance*, vol. 1, no. 1, pp. 173-184.

Simpson, L. (2006) "The role of the IMF in debt restructurings: lending into arrears, moral hazard and sustainability issues". *G-24 Discussion Papers* no. 24.

Soedemberg, S. (2003) "The international dimension of the Argentine default: the case of the sovereign debt restructuring mechanism". *Canadian Journal of Latin American and Caribbean Studies* vol. 28 no. 55/56, pp. 97-125.

Varesi, G. (2016) "Acumulación y hegemonía en Argentina durante el kirchnerismo." *Problemas del desarrollo* vol. 47, no. 187, pp. 63-87.

#### **Fuentes**

Boletín Estadístico, fechas mencionadas

Informes de deuda, fechas mencionadas