

## 3

# LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA ARGENTINA EN EL CONTEXTO DE LA PANDEMIA GLOBAL

*Pablo Nemiña y María Emilia Val*

## INTRODUCCIÓN

Desde su asunción en diciembre de 2019 el actual gobierno encaró una estrategia de renegociación sostenible de la deuda externa en cuatro etapas: reestructurar los títulos bajo legislación extranjera, los bonos regidos por ley local, avanzar en un nuevo acuerdo con el FMI y refinanciar los pagos al Club de París.

Aunque esta tarea cuenta con numerosos precedentes, desde marzo se desarrolla en un contexto inédito: el de la extensión planetaria de la pandemia de COVID-19. Nos proponemos analizar la dinámica política de la negociación en curso con los tenedores privados de títulos bajo legislación extranjera y cómo repercute la pandemia sobre ese proceso. El trabajo se organiza de la siguiente forma: al repaso del derrotero que llevó al estallido de la crisis de la deuda al final de la gestión de Cambiemos sigue un análisis político de la reestructuración de deuda en el marco de la pandemia. Cierra un breve apartado de reflexiones.

## NUEVA CRISIS DE DEUDA, INSOSTENIBILIDAD Y REESTRUCTURACIÓN

El gobierno de Cambiemos alentó el tercer ciclo de endeudamiento en la historia económica argentina reciente, que continuó al de la dictadura y la convertibilidad. Los tres tienen cuatro puntos en común: promovieron el financiamiento en divisas y bajo legislación extranjera (créditos comerciales en la década de 1970, títulos públicos a partir de 1990) para cubrir una muy deficitaria cuenta corriente; sostuvieron procesos de significativa apreciación cambiaria, que reforzaron –a su vez– el déficit externo; recurrieron al FMI cuando se volvió insostenible mantener el financiamiento privado; y fueron seguidos por complejas reestructuraciones de deuda. Sin embargo, el endeudamiento durante Cambiemos fue diferente en su duración, intensidad y actores afectados.

Entre 2016 y 2018, la Argentina emitió más de 88.000 millones de dólares de nueva deuda externa pública y

privada (equivalentes a 13% del PBI)<sup>1</sup>, seguida por 44.000 millones de dólares del FMI, en lo que fue el crédito condicional más alto de la historia del organismo hasta la fecha. Este proceso aumentó significativamente el nivel de deuda (llegando en el tercer trimestre de 2019 a 332.000 millones de dólares, y aumentando poco menos de 110.000 millones de dólares respecto de 2015) y empeoró su composición, pues se incrementó la proporción de títulos en moneda extranjera al tiempo que disminuyó la vida promedio de los créditos.

El creciente déficit de cuenta corriente y la persistencia del déficit fiscal –influido por la disminución de impuestos progresivos como el de los bienes personales y las retenciones– en un contexto de apreciación real del tipo de cambio disparó una corrida cambiaria que generó una depreciación considerable de este. A la salida de capitales externos de portafolio se sumó el aumento del ritmo de dolarización de excedentes por parte de los actores económicos locales. En pocos meses, la Argentina pasó de estrella de los mercados financieros globales a paria de los fondos de inversión.

El programa con el FMI logró ajustar la cuenta corriente, pero a costa de un desplome de las importaciones como resultado de una profunda recesión. Esto agravó la sostenibilidad de la deuda y aceleró la fuga de capitales, lo que obligó al gobierno de Cambiemos a reinstaurar los controles de cambio que había eliminado cuatro años antes.

El nuevo gobierno peronista, que llegó al poder en diciembre de 2019, asumió las dificultades existentes con relación a la deuda pública y encaró una estrategia en cuatro tiempos, definidos por la premura de los compromisos y el margen para renegociarlos: reestructurar

1 Bortz, Pablo y Nicolás Zeolla (2018): "Argentina: From the "Confidence Fairy" to the (still Devilish) IMF", *Critical Macro Finance*. Disponible en <https://criticalfinance.org/2018/05/17/argentina-from-the-confidence-fairy-to-the-still-devilish-imf/>

los títulos bajo legislación extranjera, por entender que era el tramo más complejo en términos legales y financieros debido al peligro que presentan los comúnmente llamados “fondos buitres”; seguidos por los títulos regidos por ley local (que, según anunció el gobierno, replicarán los criterios definidos para los bonos bajo ley extranjera); avanzar en un nuevo acuerdo con el FMI que permita refinanciar los vencimientos por más de 15.000 millones de dólares anuales que vencen en 2022 y 2023, y refinanciar los pagos al Club de París.

La deuda para la primera reestructuración asciende a 68.800 millones de dólares, de los cuales un tercio aproximadamente corresponde a los títulos Par y Discount emitidos en los canjes de 2005 y 2010, y el resto a los bonos emitidos desde 2016 (BIRAD, BIRAE y BIRAF). A mediados de abril el gobierno presentó la oferta de canje que establecía un menú de títulos que suponen un alargamiento de los plazos, una reducción significativa de los intereses (con un período de gracia de 3 años) pero mucho menor de capital (62% y 5,4% en promedio, respectivamente).

Atendiendo a las recomendaciones del análisis de sustentabilidad de la deuda realizado por el staff del FMI, la propuesta busca restablecer un sendero sostenible para la deuda; es decir, que presente un nivel, estructura y perfil que, acompañados por un programa compatible con un crecimiento económico estable y equitativo, permita atender regularmente los compromisos de pago junto con las necesidades de la población –en particular las de los sectores más vulnerables–, evitando una nueva crisis en los próximos años.

Aunque la intención de compartir con los acreedores privados el costo del ajuste rememora el canje de Néstor Kirchner, la estrategia se da en un escenario muy distinto, lo que ha instalado una compleja negociación por varios motivos. Primero, la delicada situación externa y económica argentina genera expectativas en empresas y provincias en torno a un probable regreso a los mercados en el mediano plazo, por lo cual incitan una resolución de la disputa que morigere los costos financieros y reputacionales ligados a la crisis. Segundo, el universo acreedor presenta una estructura más homogénea que en 2001, muy concentrada en grandes actores (se destacan los fondos de inversión estadounidenses BlackRock, Fidelity, Pimco, Templeton y Greylock) que poseen la expertise y los recursos para negociar con mayor dureza, así como para influir sobre el sistema político, lo que fortalece sus reticencias a aceptar quitas y cambios sustantivos en las condiciones de repago, así como también sus posibilidades de bloqueo a las iniciativas gubernamentales. Por último, hay que destacar el papel del FMI, que ha apoyado la estrategia

del gobierno frente a los acreedores privados, lo que puede explicarse por dos factores. En primer lugar, la Argentina y el FMI son socios: nuestro país debe casi uno de cada dos dólares que tiene prestados el organismo en créditos no concesionales, y este posee el 11% de la deuda bruta de la Nación. En este marco, apoyar una quita sustantiva a los acreedores privados refleja el interés del organismo por liberar más divisas para asegurarse el cobro de sus acreencias. En segundo lugar, expresa un paulatino reconocimiento del Fondo respecto de la insostenibilidad financiera y la inviabilidad política de imponer ajustes desproporcionados a los deudores para pagar sus deudas. En este sentido, el organismo publicó una nota técnica<sup>2</sup> en la cual reconoció la insostenibilidad de la deuda argentina, requiriéndose en este caso importantes recortes en el stock de deuda y en el servicio anual de ella.

Si los puntos precedentes y los desarrollos de las negociaciones (que incluyeron el rechazo por parte de los acreedores de los términos de canje y la presentación de contrapropuestas, la extensión del período de aceptación en numerosas oportunidades, un nuevo default selectivo y una inminente nueva oferta) muestran las desiguales relaciones de fuerza y los limitados márgenes que posee el gobierno para sostener su estrategia, la aparición inesperada de la pandemia sumó incertidumbre a este proceso, de por sí complejo.

## REESTRUCTURAR LA DEUDA EN TIEMPOS DE PANDEMIA

El escenario global, que ya mostraba tensiones derivadas de la disputa política y económica entre Estados Unidos y China, el paulatino aumento del proteccionismo y la volatilidad en el precio del petróleo, se vio sacudido por la aparición y rápida expansión del COVID-19. Ante el crecimiento de casos y muertes, y el riesgo de desborde de los sistemas de salud, los gobiernos declararon medidas de aislamiento físico prácticamente simultáneas<sup>3</sup> para evitar una catástrofe sanitaria, que frenaron la actividad económica. El shock de oferta desató una abrupta recesión global, que el FMI ya considera “tan mala o peor que la de 2009”<sup>4</sup>.

En términos financieros se observa un aumento significativo del riesgo de una crisis global de deudas corpo-

2 <https://www.imf.org/es/Countries/ARG/summary-of-staff-technical-note>

3 Hubo casos en los que se observaron preocupantes demoras y flexibilizaciones –en términos de sus consecuencias sanitarias y humanitarias– como Brasil y EEUU.

4 *La Nación* (27/3/2020) <https://www.lanacion.com.ar/economia/georgieva-advirtio-recesion-pandemia-puede-ser-peor-nid2348033>

rativas y soberanas de los países de ingreso medio y bajo, debido a una combinación de factores. Al impacto de la suspensión de la mayor parte de las actividades productivas y comerciales, se suma la caída del precio de las materias primas y la salida de capitales de los países en desarrollo a un ritmo que supera el de la crisis de 2008<sup>5</sup>. Ante este escenario, se ha observado una reacción generalizada –aunque con baja coordinación– de los gobiernos tendiente a promover medidas fiscales y monetarias contracíclicas que permitan morigerar el impacto económico de la crisis, al tiempo que acceder a los insumos sanitarios necesarios para enfrentar la pandemia. Entre estas medidas se destacan las transferencias monetarias directas, los subsidios al desempleo, la asistencia al pago de aportes patronales y la baja de la tasa de interés, entre otras. Naturalmente, las economías centrales y con sólida situación fiscal tienen mayor margen para implementarlas; pero los países pobres y aquellos con alto endeudamiento (como la Argentina) disponen de márgenes mucho más estrechos, lo cual podría agravar la crisis sanitaria o económica.

Con relación a la reestructuración de la deuda argentina, puede plantearse que la pandemia trae consecuencias contrapuestas. Por una parte, la situación fiscal se verá afectada debido a la caída de la recaudación por la recesión local y global, más el aumento del gasto para atemperar el impacto de la crisis. El esfuerzo fiscal para fortalecer el sistema de salud y sostener las transferencias a las pequeñas empresas, los trabajadores, jubilados y la economía informal requerirán un aumento de la emisión monetaria que podría presionar la inflación<sup>6</sup>. Este escenario podría disminuir la aceptación del canje de deuda, al incrementar la incertidumbre por parte de los acreedores sobre la capacidad de repago de la Argentina. Sin embargo, este efecto podría verse compensado por la disminución de la tasa de interés global, que reduce la aversión al riesgo de los acreedores en busca de rendimientos más elevados que los disponibles en los países centrales.

Por otra parte, el relativo consenso internacional en torno a la consideración de la situación extraordinaria de la pandemia y la duración extendida de sus efectos –que ha despertado algunas moderadas iniciativas multilaterales, como la del G20, tendientes a generar alivios

financieros para los países pobres– podría también operar a favor de la Argentina. Las dificultades sociales y económicas domésticas<sup>7</sup> potencian la necesidad de una reestructuración compatible con el crecimiento y el cuidado de la población, tal como lo plantea el gobierno, lo que se hace más evidente en el contexto actual de crisis superpuestas con repercusiones futuras aún inciertas. Sin embargo, este consenso encuentra límites claros en la tibia coordinación global en torno a la crisis de deuda y el poder de los grandes fondos inversores en países en *debt distress*.

Si bien diversos especialistas han reconocido el riesgo de una crisis de deuda global<sup>8</sup>, con especial impacto en los países con bajo o nulo acceso a los mercados internacionales de deuda, las diferencias en la gobernanza financiera limitaron una respuesta sustantiva y coordinada. Mientras que países en desarrollo alientan un aumento de la liquidez global vía una emisión de derechos especiales de giro y la flexibilización de los criterios de financiamiento (propuesta respaldada por el propio FMI) y la UNCTAD llama a establecer un marco para contribuir de manera significativa al alivio de la deuda; Estados Unidos obtuvo los intentos de asistencia multilateral significativa y circunscribió la ayuda a la provisión de mejores condiciones de liquidez a través de bajas tasas de interés y emisión monetaria. La política financiera estado-unidense permite “patear el problema para adelante” a los países con acceso a los mercados de deuda, que recurrieron al financiamiento privado<sup>9</sup>, pero a costa de aumentar la proporción de deuda sobre un producto en caída. Por otra parte, no ofrece respuestas categóricas a los países de ingreso bajo o sin acceso a los mercados privados de deuda, quienes descansan más bien en el financiamiento multilateral, las remesas o la ayuda oficial (tres ventanas de financiamiento restringidas por el momento).

Si bien el gobierno contó con el apoyo público de especialistas extranjeros y locales, la intransigencia que muestran algunos de los poderosos fondos que administran tenencias de la Argentina les ha permitido

5 *The National* (9/4/2020) <https://www.thenational.ae/business/emerging-markets-to-see-sharp-decline-in-capital-flows-due-to-covid-19-and-low-oil-prices-iif-says-1.1003809>

6 Según datos del INDEC, el año 2019 cerró con una inflación del 53,8%. En abril y mayo de 2020 la variación del índice fue del 1,4% y 1,5%, respectivamente, aunque en el marco de una inédita caída de la actividad.

7 La Argentina cursa el segundo año consecutivo de caída del producto y ha visto aumentar la pobreza llegando a más del 35% de la población.

8 Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff (2020), “Una moratoria a las deudas de economías emergentes y en desarrollo”, *Project Syndicate*. Disponible en <https://www.project-syndicate.org/commentary/suspend-emerging-and-developing-economies-debt-payments-by-carmen-reinhart-and-kenneth-rogoff-2020-04/spanish>

9 *Financial Times* (14/6/2020) “Developing economies borrow more despite debt relief initiative” <https://www.ft.com/content/54c545aa-01b5-4e95-8adc-e680f5d82be1>

obtener diversas mejoras a la oferta inicial, que aumentaron el valor de recupero y acercaron la oferta al umbral de la sustentabilidad, aunque sin asegurar una tasa de aceptación que permita cerrar la negociación.

## REFLEXIONES FINALES

Nuevamente estamos frente a una reestructuración de deuda. Sin embargo, esta vez sí es diferente, pues por primera vez en la historia financiera reciente se realizará en el marco de una pandemia global.

Si bien el gobierno argentino ha buscado desplegar una estrategia que reparta los costos con los acreedores, el contexto de mayor incertidumbre financiera –que anticipa serios problemas de deudas para los países de ingresos bajos, las economías emergentes y las corporaciones–, una contraparte más homogénea y poderosa

y la urgencia doméstica que supone más de un tercio de la población en la pobreza generan dudas sobre los resultados de esta experiencia.

Una vez más, la Argentina pondrá a prueba la arquitectura financiera de las reestructuraciones soberanas y los resultados que se obtengan seguramente sentarán precedentes (para bien o para mal) que los diferentes actores buscarán replicar en las sucesivas renegociaciones. Si la rápida expansión del COVID-19 resaltó la necesidad de una intervención decidida y coordinada a nivel multilateral, la incertidumbre que afecta a la reestructuración argentina evoca la insostenibilidad de los mecanismos de mercado para resolver las cesaciones de pago, lo que hace perentorio profundizar la discusión en torno a las iniciativas de consolidación de instancias internacionales que organicen estos procesos asegurando igualdad de trato entre acreedores y deudores.