UNIVERSIDAD NACIONAL de MAR DEL PLATA

FACULTAD de CIENCIAS ECONÓMICAS y SOCIALES

Reestructuración de deuda soberana: un estudio de casos comparados para Argentina, Uruguay, Belice y Grecia en el período 2003-2020.

Tesina de grado

Licenciatura en Economía

Benassi, Julián

Mar del Plata, Agosto de 2021

Reestructuración de deuda soberana: un estudio de casos comparados para Argentina, Uruguay, Belice y Grecia en el período 2003-2020.

Tesina de grado

Licenciatura en Economía

Autor: Benassi, Julián

Director: Lic. Francisco Barberis Bosch

Co-Directora: Mg. Ana Laura Catelén

Comité Evaluador:

Mg. Marcelo F. Sosa

Esp. Ricardo J. Panza

Agradecimientos

Todas aquellas personas que me acompañaron a lo largo de esta etapa universitaria, brindándome su compañía, su cariño, su amistad y su experiencia, fueron los responsables de que hoy haya llegado hasta acá.

A todos ellos, el mayor de los agradecimientos.

Tabla de contenido

Resumen 6
Abstract 7
I. Introducción 8
II. Marco Teórico 11
i. Teoría de la Regulación Francesa: 11
ii. Teoría de la dependencia 19
iii. La dimensión geopolítica 22
iv. Teoría de juegos 25
III. Reestructuración de deuda soberana: el fenómeno 30
i. ¿Qué es una reestructuración de la deuda soberana? 30
ii. Actores intervinientes 32
iii. Tipos de reestructuraciones 36
iv. Procedimiento 37
v. Ley de emisión 40
vi. Marco regulatorio 40
vii. Estado de la cuestión 41
IV. Proposiciones teóricas 43
V. Metodología 44
i. Objeto de estudio y período temporal 44
ii. Estrategia metodológica 44
iii. Variables a analizar 45
iv. Selección de casos 47
v. Fuentes de datos 48
VI. Estudios de caso 49
1. Argentina (2005) 50
1.1 Crisis argentina 50
1.2 Reestructuración de la deuda 60
1.3 Rol del Fondo Monetario Internacional 70
1.4 Análisis de Sostenibilidad de la Deuda 72
2. Uruguay (2003) 79
2.1 Crisis uruguaya 80
2.2 Reestructuración de la deuda 88
2.3 Rol del Fondo Monetario Internacional 91

2.4 Análisis de Sostenibilidad de la Deuda 93
3. Belice (2006- 2012- 2016) 99
3.1 Crisis beliceña 100
3.2 Reestructuración de la deuda 109
3.3 Rol del Fondo Monetario Internacional 129
3.4 Análisis de Sostenibilidad de la Deuda 129
4. Grecia (2012) 136
4.1 Crisis griega 136
4.2 Reestructuración de la deuda 146
4.3 Rol de la *troika* 151
4.4 Análisis de Sostenibilidad de la Deuda 155
5. Argentina (2020) 161
5.1 Crisis de la deuda 161
5.2 Reestructuración de la deuda 172
5.3 Rol del Fondo Monetario Internacional 178
5.4 Análisis de Sostenibilidad de la Deuda 179
VII. Análisis comparado 183
i. Dimensión: real 183
ii. Dimensión: monetaria - financiera 188
iii. Dimensión: laboral 193
iv. Dimensión: geopolítica 195
v. Dimensión: deuda 198
vi. Dimensión: estructura de la deuda 201
vii. Dimensión: proceso de negociación 203
viii. Dimensión: resultados 205
VIII. Conclusión 207
IX. Bibliografía 211
X. Anexo 1 217

Resumen

Los préstamos soberanos transfronterizos han sido una característica recurrente desde el siglo pasado, luego del florecimiento de los mercados internacionales de capital. Dentro de esta dinámica, la acumulación de altos niveles de deuda por parte de los países es una de las principales causas de las crisis de deuda soberana. En este sentido, para evitar las consecuencias del sobreendeudamiento, puede ser necesaria alguna forma de reestructuración de la deuda, lo cual representa el objeto de estudio de este trabajo.

De esta manera, la presente investigación utiliza el enfoque de estudio de casos comparados, cuyo objetivo principal consiste en analizar cómo fueron los procesos de reestructuración de deuda soberana que se aplicaron en Argentina, Uruguay, Belice y Grecia en el período 2003-2020 y los resultados obtenidos luego de su implementación. Los resultados indican que si las características de la deuda y de los acreedores resultan más homogéneas, se facilita el proceso de reestructuración. En el mismo sentido, los procesos de negociación adquieren una menor duración si se realizan de manera preventiva y si la relación deudor-acreedor es cooperativa. Se corrobora la influencia de la dimensión geopolítica en la reestructuración, así como la asociación positiva entre la profundidad de las crisis macroeconómicas y de los consecuentes recortes de Valor Actual Neto. Finalmente, los países que consiguieron un mejor desempeño post reestructuración, fueron aquellos que encausaron sus variables macroeconómicas en senderos consistentes, desarrollando un régimen de acumulación sostenible en el tiempo.

Palabras clave: Reestructuración de deuda – Sobreendeudamiento – Crisis de deuda – Deudor – Acreedor – Geopolítica – Valor Actual Neto

Abstract

Cross-border sovereign borrowing has been a recurrent feature since the last century, following the flourishing of international capital markets. Within this dynamic, the accumulation of high levels of debt by countries is one of the main causes of sovereign debt crises. In this sense, in order to avoid the consequences of over-indebtedness, some form of debt restructuring may be necessary, which represents the object of study of this paper.

This research uses the comparative case study approach, the main objective of which is to analyze the sovereign debt restructuring processes applied in Argentina, Uruguay, Belize and Greece in the period 2003-2020 and the results obtained after their implementation. The results indicate that if the characteristics of the debt and of the creditors are more homogeneous, the restructuring process is facilitated. In the same sense, negotiation processes take less time if they are carried out in a preventive manner and if the debtor-creditor relationship is cooperative. The influence of the geopolitical dimension on restructuring is corroborated, as well as the positive association between the depth of macroeconomic crises and the consequent Net Present Value cuts. Finally, the countries that achieved a better post-restructuring performance were those that channeled their macroeconomic variables in consistent paths, developing a sustainable accumulation regime over time.

Keywords: Debt restructuring – Over-indebtedness – Debt crisis – Debtor – Creditor – Geopolitics – Net Present Value

I. Introducción

Los préstamos soberanos transfronterizos han sido una característica esencial de los mercados financieros desde el siglo pasado, luego del florecimiento de los mercados internacionales de capital (Sturzenegger, 2002). Durante los años 70, la expansión del crédito internacional permitió a las economías subdesarrolladas crecer con elevados déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos, estructura de gastos y precios relativos insostenibles, que culminaron en la denominada "crisis de la deuda" de los 80 (CEPAL, 2002). Hasta ese momento, los préstamos a las naciones en desarrollo se intermediaban a través de bancos, que contaban con mayor información para la toma de decisiones. Sin embargo, incluso ellos no pudieron evitar un colapso masivo del sistema de pagos, dando lugar a la aparición de un largo ciclo de restricción en cuanto al mercado de capital (Sturzenegger, 2002).

Luego de la crisis de los 80, el acceso a los mercados internacionales mejoró considerablemente. La deuda de los mercados emergentes se consolidó como una clase de activo, a partir del accionar de un conjunto de operadores que comenzaron a actuar como intermediarios entre vendedores y compradores de deuda de los países en desarrollo. El Plan Brady[1] presentado en 1989, jugó un papel fundamental en este cambio de tendencia. Con su implementación, se aceleró el proceso de titularización de la deuda facilitando el acceso a mercados financieros internacionales por parte de países subdesarrollados y de esta manera se redefinió su integración en la economía mundial (CEPAL, 2002). Es preciso mencionar, que fue durante los años 90 donde los flujos de capital y sus correspondientes aumentos de deuda fueron reanudados, tratándose de un proceso liderado por tenedores de bonos independientes y atomizados. Sin embargo, el miedo al incumplimiento y a un posible colapso de los mercados internacionales, así como la percepción de una fragilidad sustancial del sistema, con nuevas crisis de deuda, constituía una amenaza inminente en el futuro (Sturzenegger, 2002).

Es importante destacar que el endeudamiento excesivo (acumulación de altos niveles de deuda) puede no ser óptimo a largo plazo. Las razones de esta afirmación tienen que ver con que impide el crecimiento, obstaculiza la inversión y conduce a fuertes aumentos de las primas de riesgo. A su vez, es una de las principales causas de las crisis de deuda soberana, por lo que un país no puede cumplir con sus obligaciones y obtener nuevos fondos en el mercado de capitales. Para evitar las consecuencias del sobreendeudamiento, puede ser necesaria alguna forma de reestructuración de la deuda (Dreger, 2012).

Estos problemas de los niveles insostenibles de deuda soberana no son nuevos, sin embargo, las soluciones utilizadas en caso de insolvencia o falta de liquidez de un país y la fuente de financiamiento de la deuda cambiaron con el tiempo (Sawicki, 2011). Antes de la introducción de los bonos Brady, los soberanos tomaban préstamos a través de relaciones bilaterales de país a país o crédito bancario, por lo

[1] El bono Brady es un instrumento que emiten los países emergentes para reestructurar su deuda con bancos económicos extranjeros, transformándola en un gran número de títulos que cotizan en las principales bolsas de valores del mundo, diversificando sus tenedores. De esta manera, es posible hacer frente a las obligaciones con más holgura en períodos más extensos. Ver (Rivas Llosa 1997).

general sin garantías de instituciones gubernamentales. Hoy, la mayor parte de la deuda soberana es emitida en los mercados de bonos por instituciones estatales y comprada por numerosos acreedores. Por lo tanto, el proceso de reestructuración requiere negociación con una amplia gama de acreedores de diferentes tipos, en lugar de una gran institución financiera o un país acreedor (Dreger, 2012). Ante esto, se han consolidado las reestructuraciones de deuda como un proceso "caso por caso" liderado por el mercado (Díaz-Cassou et al., 2008).

Sin embargo, diversos autores han enfatizado sobre la necesidad de introducir un mecanismo universal de reestructuración de la deuda soberana (Guzmán y Stiglitz, 2015; Krueger, 2002; Díaz-Cassou, Erce-Domínguez y Vázquez-Zamora, 2008). La ausencia de un proceso predecible, ordenado y rápido para la reestructuración de las deudas tiene varios costos. Puede llevar a un soberano con deudas insostenibles a retrasar la búsqueda de una reestructuración, agotando sus reservas e impidiendo que el país obtenga sostenibilidad (Krueger, 2002).

Así, el objetivo de este trabajo es analizar cómo fueron los procesos de reestructuración de deuda soberana que se aplicaron en Argentina, Uruguay, Belice y Grecia en el período 2003-2020 y los resultados obtenidos luego de su implementación. Para concretarlo, este trabajo se propone, en primer lugar, identificar los indicadores macroeconómicos principales de los países seleccionados que permiten caracterizar la reestructuración de deuda. En segundo lugar, describir estos casos seleccionados de acuerdo a los indicadores macroeconómicos principales. En tercer lugar, examinar la reestructuración de la deuda en cada uno de los países, teniendo en cuenta la estructura de la deuda y el proceso de negociación. Finalmente, comparar las distintas experiencias, a fin de evaluar la efectividad para reestructurar la deuda, la sostenibilidad de la deuda reestructurada y la eficiencia para mejorar las condiciones económicas del país.

La relevancia de este estudio reside en que las crisis de deudas soberanas son una característica recurrente de los mercados internacionales de capital y a menudo se han resuelto a través de la reestructuración (Asomuma y Trebesch, 2015). La literatura económica ha determinado tres canales a partir de los cuales las crisis de deuda, con sus correspondientes cesaciones de pagos, afectan a la economía de un país: el primero es a través de la exclusión de los mercados internacionales de capital; el segundo tiene que ver con el aumento de costos en los préstamos; y el tercer canal se relaciona con la reducción del comercio internacional. Además, las crisis de deuda pueden conducir a crisis bancarias y monetarias afectando indirectamente la producción de un país (Furceri y Zdzienicka, 2011).

Estas consideraciones se enmarcan en una actualidad atravesada por la pandemia COVID19, que dejará, entre otras cosas, países debilitados financieramente -sobre todo países en desarrollo- que recurrirán al endeudamiento externo para hacer frente a sus problemáticas financieras, abriendo posibilidades de futuras reestructuraciones (IMF, 2020). Con lo cual este trabajo busca realizar una contribución en el plano económico mundial a través del análisis de una selección de casos de reestructuración de deuda a fin de extraer conclusiones que sean de utilidad para experiencias futuras,

dado que esto puede ser beneficioso para el desempeño económico de los países que presentan problemas de endeudamiento.

II. Marco Teórico

El marco teórico de la presente investigación se organiza de la siguiente manera. En primer lugar, se describen los principales lineamientos de la Teoría de la Regulación Francesa, haciendo foco en los conceptos pertinentes al objeto de estudio. En segundo lugar, se exponen las consideraciones fundamentales de la Teoría de la Dependencia, enfatizando sobre la relación "Centro-Periferia". Seguidamente, se tratan los conceptos fundamentales de la geopolítica que servirán como base para encuadrar los casos seleccionados por la presente investigación. Por último, se detalla el enfoque teórico conocido como Teoría de Juegos, expresando su importancia para la negociación y los incentivos de las reestructuraciones de deuda soberana. Al final del marco teórico se presenta la justificación de la elección del mismo.

i. Teoría de la Regulación Francesa:

La escuela de la Regulación Francesa encuentra sus orígenes en los trabajos de algunos economistas franceses de comienzos de la década de 1970, agrupados en el Centro de Estudios de Prospectiva y Economía Matemática Aplicados a la Planificación (CEPREMAP) ubicado en París, el cual constituye el enfoque denominado "*Escuela de París"*; y el Grupo de Investigación sobre la Regulación de la Economía Capitalista (GREEC) de la Universidad de Grenoble, conocida como *"Teoría Grenoblesa de la Regulación"* (Mendoza Hernández, 2012).

Ambas perspectivas presentan el *"rasgo común de buscar responder a la interrogante de cómo funciona concretamente la estructura de relaciones capitalistas, es decir, cómo las contradicciones generales del capital encuentran una resolución, aunque siempre parcial y provisoria"* (Conde, 1984, p.22).

Los investigadores que contribuyeron a la creación de la Teoría de la Regulación provienen de diversos horizontes teóricos. Tal como lo expresa Neffa (2006) *"dentro de un amplio abanico, ellos se sitúan en algún lugar entre Keynes y Marx"* (p.9). A esta característica se le debe sumar la apertura hacia otras disciplinas, lo que demuestra que, tanto en el origen como en su dinámica, las teorías de regulación derivan de una cultura extensa aun cuando la economía es el campo dominante (Boyer, 2002).

Como la actividad económica está integrada en una colección de relaciones sociales, políticas, legales y sistemas de valores, la idea de adoptar un enfoque multidisciplinario le permite a la Teoría de la Regulación utilizar conclusiones de la historia, la sociología, la ciencia política, el derecho, entre otras; como hipótesis propias para abordar los fenómenos estudiados (Neffa, 2006).

El surgimiento del movimiento regulacionista está fundamentado en una crítica rigurosa de la teoría neoclásica cuando comenzaba a manifestarse la crisis estructural de las economías desarrolladas a principios de 1970. Su crítica se basó en el carácter autorregulador de las economías de mercado y en la interpretación errónea de los desequilibrios y contradicciones que marcaron el final de la denominada "Edad de Oro" del capitalismo de posguerra (Boyer, 2002).

Asimismo, la Teoría de la Regulación, entre otras cosas, presentó una crítica ferviente ante la idea del *homo economicus*. Para los regulacionistas el sujeto necesariamente tiene una dimensión social. En palabras de Boyer (2002) *"las personas ocupan una serie de lugares y posiciones definidos con referencia a las relaciones sociales que varían considerablemente en tiempo y lugar: un patricio romano no es un cortesano, un empresario no tiene los mismos objetivos que sus empleados y un industrial es diferente de un financiero"* (p.36). Esto significa que, tal como lo expresa Neffa (2006) *"… para la teoría de la regulación… lo que cuenta no es el individuo, ni el modo de producción dominante, sino la relación entre los individuos y sus grupos de interés. Cada persona debe ser pensada socialmente y en el marco de las instituciones."* (p.8).

El objetivo central de la teoría regulacionista es tratar de analizar y comprender los distintos cambios que se producen en las formas institucionales, los cuales constituyen el fundamento del crecimiento proveniente de regularidades económicas y del orden social (Boyer, 2002).

Esta corriente pretende "historizar" las teorías económicas, ya que estas son hijas de la historia y no al revés. De esta manera la relevancia de esta teoría no procede de una fuente axiomática, sino que proviene de la generalización de sus conceptos básicos, herramientas y resultados durante largos períodos históricos en áreas geográficas cada vez más diferentes (Boyer, 2002). En palabras de Neffa (2006) "*se trata de una teoría contingente respecto de la evolución histórica y geopolítica"* (p.8).

Principales conceptos regulacionistas:

Los teóricos de la regulación consideran que los postulados abstractos, teóricos y de carácter general no son suficientes para desarrollar una investigación acerca de la evolución histórica de una formación social-económica dada (Neffa, 2006). Para esto, en las teorías de la regulación se exponen una serie de conceptos intermedios que pretenden explicar los procesos de desarrollo socioeconómico abordando variaciones espaciales e históricas (Dunford, 1990). De esta manera, es preciso describir los conceptos de *modo de producción, modo de regulación, formas institucionales, régimen de acumulación* y *modo de desarrollo.*

i. Modo de producción

El modo de producción, como plantea Boyer, se refiere a "*cualquier forma particular de relaciones de producción e intercambio, es decir, las relaciones sociales que rigen la producción y reproducción de las condiciones materiales requeridas para la vida humana en sociedad"* (Boyer, 2002, p. 341). Esto significa que en el modo de producción intervienen la organización económica, el desarrollo de las fuerzas productivas y las relaciones sociales que de manera articulada permiten la reproducción de las condiciones materiales necesarias para la vida de los individuos en sociedad (Neffa, 2006).

ii. Modo de regulación

Siguiendo el planteamiento de Boyer, puede definirse al modo de regulación como *"un conjunto de procedimientos, comportamientos y conductas, que permiten: asegurar la continuidad y reproducción de las relaciones sociales; conducir o guiar el proceso de acumulación de capital; y garantizar la compatibilidad de los comportamientos de las unidades de producción y de los individuos"* (Boyer, 2007 como se cita en Neffa et al 2010, p.49). Con esta definición se involucra a la economía en un campo más amplio, permitiendo evitar la indeterminación a la que conduce la lógica económica pura (Boyer, 2002).

El modo de regulación se trata de un proceso que pretende reemplazar la noción de equilibrio estático por un análisis dinámico, donde se reducen los desequilibrios constantemente causados por la acumulación. Los mercados aparecen inmersos en arreglos institucionales, donde se socializa la información y su comportamiento; y se genera una restricción en la racionalidad de los agentes (Boyer, 2002). Con esta visión, es posible que existan diferentes modos de regulación dependiendo del tiempo, el espacio y el lugar; abandonando de esta manera la concepción de un único modelo general.

En palabras de Neffa (2006) *"el modo de regulación promueve, canaliza y restringe las conductas individuales, socializa los comportamientos heterogéneos de los agentes económicos y condiciona los mecanismos de ajuste de los mercados en función de reglas y principios de organización sin los cuales no podrían funcionar"* (p. 10). Sin embargo, este comportamiento se produce manteniendo la autonomía de las estrategias estatales, empresariales y sindicales; y respetando la diversidad de conductas de los agentes económicos, que, persiguiendo sus propios intereses, pueden llegar a establecer acuerdos acerca de una misma forma institucional (Neffa, 2006).

Concretamente "*el modo de regulación representa la forma en la cual se articulan de manera precisa las distintas formas institucionales para dar lugar a un proceso de acumulación"* (Neffa, 2006, p. 11).

iii. Formas institucionales

Las formas institucionales son aquellas que determinan el origen de los patrones sociales y económicos generados en la sociedad (Boyer, 2002). En palabras del propio Boyer, puede definirse a las formas institucionales como *"toda codificación de una o varias relaciones sociales fundamentales"* (Boyer, 2007 como se cita en Neffa et al, 2010, p.28).

Para los regulacionistas las formas institucionales tienen como objetivo socializar el comportamiento heterogéneo de los agentes económicos, ideando de esta manera un paso de lo microeconómico a lo macroeconómico (Boyer, 2002). Estos agentes económicos que conforman las instituciones actúan con una racionalidad limitada dentro de ellas, persiguiendo su propia lógica de accionar a partir de una serie de reglas de juego (Neffa et al, 2010).

Asimismo, en la Teoría de la Regulación existe la creencia de que las formas institucionales son endógenas y originan las regularidades económicas del régimen de acumulación (Neffa et al, 2010).

Según Boyer (2002), las formas institucionales más importantes son:

a) el dinero,
b) el Estado,
c) las formas de competencia de las unidades económicas en el mercado,
d) la inserción del sistema productivo nacional dentro de la división internacional de trabajo. Esto es lo que se conoce como "régimen internacional", y
e) la relación salarial.

Concretamente, el propósito de la Teoría de la Regulación es caracterizar estas formas institucionales, indagando su funcionamiento y analizando sus constantes transformaciones que ocurren a lo largo del tiempo. De esta manera, en palabras de Neffa, *"se rechazan las explicaciones de carácter monocausales, simples y unívocas de los fenómenos económicos, …, postulando la complementariedad y la interrelación entre esas diversas formas institucionales*" (Neffa et al, 2010, p. 29)

Teniendo en cuenta los conceptos definidos previamente, puede decirse que la Teoría de la Regulación aspira a comprobar, mediante el concepto modo de regulación, el impacto que las formas institucionales tienen sobre la dinámica de la acumulación de capital (Boyer, 2002). A continuación, se detalla el concepto "régimen de acumulación".

iv. Régimen de acumulación

En palabras de Boyer, el régimen de acumulación "es el conjunto de regularidades que aseguran una progresión general y relativamente coherente de la acumulación del capital, es decir, que permite reabsorber o extender en el tiempo las distorsiones y desequilibrios que nacen permanentemente del mismo proceso" (Boyer, 2007 como se cita en Neffa et al, 2010, p.54).

En otras palabras, la Teoría de la Regulación ofrece la noción de régimen de acumulación, como una categoría que permite describir de qué modo se estructuran las variables macroeconómicas para que sea posible la acumulación de capital (Boyer, 2002).

Cómo se explicó anteriormente, si el modo de regulación revela los encadenamientos coyunturales de las principales variables económicas, de acuerdo a las percepciones de los agentes económicos; por su parte el régimen de acumulación especifica los lineamientos de un modelo de crecimiento a largo plazo (Neffa et al, 2010).

Se debe tener presente que la noción de régimen de acumulación es abstracta, cuyo objetivo no es describir el comportamiento de los agentes económicos, sino que es una herramienta de análisis para los investigadores regulacionistas (Neffa, 2006).

La Teoría de la Regulación conserva la hipótesis de que la acumulación cumple un rol determinante en la economía capitalista, cuyos parámetros característicos se desprenden de la relación salarial y la forma de competencia. Esto significa que para la Teoría de la Regulación la viabilidad de un régimen de acumulación plantea la cuestión de la reproducción de las formas institucionales (Neffa et al, 2010).

v. Modo de desarrollo

Los conceptos descriptos anteriormente que son utilizados por la Teoría de la Regulación para realizar el estudio de las economías concretas, se combinan configurando un modo de desarrollo, el cual constituye la articulación entre el modo de regulación y el régimen de acumulación, noción cambiante a lo largo del tiempo (Neffa et al, 2010).

Esto significa que la Teoría de la Regulación pretende analizar la forma en que un régimen de acumulación y un tipo de regulación se estabilizan a largo plazo, indagando las crisis y las renovaciones que se suceden (Boyer, 2002).

Es necesario indicar que el modo de desarrollo no implica reproducciones idénticas, sino que plantea una inscripción en el tiempo histórico, ya que surgen eventos imprevistos, los ciclos se suceden, las formas institucionales cambian y aparece la posibilidad de evoluciones contradictorias que los regulacionistas denominan “crisis” (Boyer, 2002). Esto significa que, desde esta perspectiva teórica, las crisis no son explicadas únicamente por factores exógenos, sino que tienen un fuerte componente endógeno, pueden ser de diferente tipo y difieren según su naturaleza (Neffa et al, 2010).

Es preciso distinguir entre una crisis del modo de regulación y una crisis del régimen de acumulación. Cuando sucede que diversos factores coyunturales pueden ser desfavorables, pero el régimen de acumulación continúa siendo viable, estamos en presencia de una crisis del modo de regulación. Por su parte, cuando ante esta situación aparece en cuestionamiento el régimen de acumulación, hablamos de una crisis de gravedad superior denominada crisis del régimen de acumulación. Ambas crisis tienen la particularidad de ocasionar el cambio del modo de desarrollo. Finalmente, puede suceder que en medio de una crisis, la recomposición de las formas institucionales fracase, afectando las relaciones sociales fundamentales. Ante esta situación nos encontramos en presencia de una crisis del modo de producción (Neffa et al, 2010).

La intención de todo el mecanismo conceptual de modo de producción, modo de regulación, formas institucionales, régimen de acumulación y modo de desarrollo es superar la incapacidad del individualismo metodológico para tratar con las instituciones económicas y la incapacidad del estructuralismo marxista para analizar el cambio, sobre todo durante los períodos de crisis (Boyer, 2002).

Dinero, fordismo y financiarización

La Teoría de la Regulación sostiene que el dinero es un componente clave que actúa como una forma institucional, y, por lo tanto, desempeña un rol importante en la configuración del modo de regulación de un régimen de acumulación. En este punto, el dinero es crucial en la medida en que su creación y posterior circulación ayudan a establecer el patrón de crecimiento de una economía. Esto significa que para los regulacionistas el dinero es endógeno[2] (Boyer, 2002).

En otras palabras, la Teoría de la Regulación comprende al dinero como institución social. De esta suerte, los investigadores regulacionistas se preguntan cómo se han modificado sus características definitorias a lo largo del tiempo, es decir, sus formas; las modalidades de su emisión; la dinámica y velocidad de circulación; y la base de su valoración. Todo este mecanismo tiene como objetivo determinar si estos cambios han alterado el comportamiento del sistema económico (Boyer, 2002).

Para el abordaje de estos interrogantes los regulacionistas utilizan el contexto de su discusión sobre los regímenes de acumulación. En este sentido, han caracterizado los siguientes regímenes de acumulación:

a) el régimen de acumulación pre-taylorista (característico del siglo XIX)
b) el taylorista (1900-1930)
c) el fordista (1940-1970)
d) la crisis del fordismo (a partir de 1971)

Los regulacionistas enfatizaron acerca de los últimos dos regímenes, que serán sintetizados a continuación. El régimen de acumulación fordista se caracterizó por la articulación de dos círculos virtuosos (Boyer, 2002):

a) Un crecimiento del salario real correspondiente al aumento de la productividad del trabajo, lo que provocó un crecimiento de la demanda de bienes de consumo durable con su correspondiente aumento de la producción y aparición de las economías de escala. Boyer lo denomina “círculo virtuoso acumulativo”.
b) Aumento de las tasas de ganancias que permitieron financiar las inversiones para expandir la producción.

Para que este régimen perdurase en el largo plazo, era necesario que contara con una tasa de crecimiento de la productividad del capital constante, ya que, si ésta fuese decreciente, la tasa de ganancia evolucionaría de manera más lenta que la del stock del capital, haciendo disminuir la rentabilidad del capital. Y esto último fue lo que sucedió.

[2] En este sentido coinciden con los pensadores poskeynesianos que incluyen en sus modelos al dinero como un factor endógeno dentro de cambios estructurales asociados con la búsqueda de senderos de crecimiento estables que garanticen el pleno empleo en el largo plazo. (Ver Boyer, 2011)

La sobreacumulación; las enormes instalaciones; la incorporación de innovaciones tecnológicas y su posterior aumento de los precios; y, la reducción de las tasas de ganancia y de la inversión; provocaron un aumento de la inflación y un debilitamiento de la economía, materializándose en un aumento del desempleo, disminución de la productividad y aumento de la pobreza (Neffa, 2006). Esto constituye lo que los regulacionistas llaman la "*crisis del régimen de acumulación fordista*".

Para los teóricos de la regulación esta crisis es de carácter endógena, ya que consideran que la tendencia a la caída en las tasas de crecimiento de la productividad se debió al desencadenamiento de fuerzas originadas en los fundamentos del mismo modelo de desarrollo (Neffa, 2006).

A partir de aquí, se abandonaron los acuerdos del régimen de Bretton Woods y se fortalecieron procesos que apuntaban a un régimen de acumulación con predominio de lo financiero. Esto es denominado "financiarización" por parte de los regulacionistas.

Este nuevo régimen de acumulación implica un cambio cualitativo en la lógica de la acumulación de capital ya que la esfera financiera domina por completo todas las actividades de producción y comercio (Mendoza Hernández, 2012).

A este régimen de acumulación con predominio de lo financiero se lo puede asociar con numerosas políticas que han transformado los sistemas productivos. Se impulsaron procesos de desregulación financiera, liberalización de cuentas capital provocando una diversificación de instrumentos, productos e intermediarios financieros.

La desregulación financiera rompió con el impulso inflacionario de la década de 1970 y marcó un período donde predominó una reestructuración industrial a escala mundial. Sin embargo, mientras las tasas de interés excedieran las tasas de crecimiento, muchos deudores enfrentaban la perspectiva de una creciente fragilidad financiera. No solo ocurrió en el sector privado, sino también en el sector público, donde el efecto acumulativo de las tasas de interés amenazó con el estallido de los déficits presupuestarios. Este diferencial entre las tasas de interés y las tasas de crecimiento alentó la especulación a expensas del desarrollo industrial, una tendencia que se vio reforzada por una mayor volatilidad en los precios financieros (Boyer, 2002).

Durante el último cuarto del siglo XX, se han globalizado las relaciones internacionales bajo las tendencias de movilidad de capital y liberación del comercio. Esta economía está caracterizada por su gran potencial para la innovación tecnológica y social. A su vez, los países desarrollados ofrecen oportunidades de crecimiento a países en desarrollo al tiempo que les imponen restricciones. Los teóricos regulacionistas consideran que las principales formas de regulación internacional son las redes comerciales y financieras, las empresas multinacionales, el sistema monetario internacional y los acuerdos comerciales (Boyer, 2002).

Resulta pertinente abordar un concepto que es trasversal al marco regulacionista, ya que se corresponde con un concepto general de las ciencias sociales. Estamos hablando de la globalización o mundialización. Siguiendo la publicación de CEPAL (2002) puede definirse como "*…la creciente gravitación de los procesos financieros, económicos, ambientales, políticos, sociales y culturales de alcance mundial en los de carácter regional, nacional y local"* (p.16). Esta caracterización ubica a la globalización como un proceso multidimensional, ya que, si bien sus dimensiones económicas son destacadas, evolucionan a la par de procesos no económicos que tienen su propia dinámica y desarrollo (CEPAL, 2002).

La CEPAL reconoce tres fases de la globalización. La primera abarcó de 1870 a 1913, y se caracterizó por gran movilidad de capital y de mano de obra, junto con un auge comercial explicado por la disminución de los costos de transporte. Fue la Primera Guerra Mundial quien interrumpió esta primera etapa y dio lugar a una retracción de la globalización en los años treinta. La segunda fase se inicia después de la Segunda Guerra Mundial, comprendiendo el período de 1945 a 1973, marcada por un gran desarrollo de instituciones internacionales de cooperación financiera y comercial, por la expansión del comercio de manufacturas y una limitada movilidad de capital y de mano de obra. En esta etapa se incluye el régimen de acumulación fordista analizado por la teoría Regulacionista. La tercera fase, que los regulacionistas consideraron como "crisis del fordismo", comienza a partir de 1973 y continua hasta la actualidad, donde sus principales características son la gradual generalización del libre comercio, empresas trasnacionales ganando terreno, expansión y considerable movilidad de capital, pero notable restricción al movimiento de mano de obra (CEPAL, 2002). Dentro de la última fase se ubica nuestro objeto de estudio, que aprovechó el proceso de liberación del comercio y la considerable movilidad de capital, para desarrollarse dentro del proceso conocido como *globalización financiera* que será sintetizado a continuación.

La globalización financiera no pertenece únicamente a la tercera fase de la globalización, sino que ha estado presente en las tres etapas descriptas. En el caso de la primera fase, se ha suscripto capital para proyectos de infraestructura y de recursos naturales junto con la creación de un mercado internacional de bonos de deuda pública. Sin embargo, las modalidades de financiamiento de largo plazo atravesaron recurrentes crisis y desaparecieron con la depresión mundial de los años treinta. En la segunda fase, los acuerdos de Bretton Woods, y la prestación de apoyo financiero junto con la banca oficial de financiamiento internacional, constituyeron la respuesta a las dificultades financieras de la etapa anterior. A su vez, atravesando la segunda y tercera fase, reapareció el financiamiento internacional privado internacional de largo plazo, aprovechando el exceso de dinero de la época; el desarrollo acelerado del ahorro institucional de la década de 1980; y el nacimiento de un mercado de derivados financieros que permitió subdividir los riesgos de activos y pasivos financieros. Es preciso mencionar que la globalización financiera ha sido más rápida que la comercial y productiva y puede expresarse que nos encontramos en una era de hegemonía de lo financiero sobre lo real (CEPAL, 2002).

De esta manera, es posible enmarcar al objeto de estudio de esta investigación dentro de este contexto y abordarlo desde el enfoque teórico regulacionista. La financiarización generada luego de la

crisis de acumulación del régimen fordista, contando con la libre movilidad de capitales como una de las características principales, permitió que se distribuyan los excedentes financieros a lo largo y ancho del globo. El objetivo de colocar estos fondos fuera de las fronteras donde se generaron, se relaciona con la búsqueda permanente de incrementar los rendimientos. En este sentido, se desarrolló enormemente la arquitectura financiera con nuevos instrumentos que permiten la diversificación de carteras (Garrido, 2012). Debido al proceso de titularización de la deuda, desempeñado en la década de 1990, los bonos de deuda pasaron a ser un instrumento más dentro de la diversificación de carteras, lo que generó que una mayor cantidad de agentes destinen sus fondos a dichos bonos. En este sentido, se generaba el financiamiento externo para países en desarrollo, con la contraposición de que deben ser reembolsados -capital más intereses-. A menudo, no es posible devolver dichos fondos con las condiciones iniciales que se pactaron y suele ser necesario establecer modificaciones, lo que da lugar al fenómeno de la reestructuración.

ii. Teoría de la dependencia

La teoría de la dependencia, surgida en la década de 1960, comprende un conjunto heterogéneo de teorías y modelos que tenían por objetivo explicar las dificultades que enfrentan algunos países para alcanzar el desarrollo económico (Bonzanini et al, 2018).

Inicialmente esta teoría intentaba abordar las características del desarrollo socioeconómico de la región latinoamericana, que luego de la década de 1930 mostraba una orientación hacia la industrialización caracterizada por la sustitución de importaciones provenientes de los países centrales. En este mismo tiempo, se profundizaba la hegemonía estadounidense con una gran concentración de capital que buscaba oportunidades de inversión orientadas al sector industrial en todo el mundo (Dos Santos, 2002).

En esta generalización del fordismo como régimen de producción y circulación, la industria servía como base, en los países dependientes, para la nueva fase de desarrollo económico post guerra y cuya materialización se dio con el movimiento de capital industrial internacional (Dos Santos, 2002).

Este funcionamiento de la economía mundial comenzaba a replicar la noción de que el subdesarrollo significaba falta de desarrollo. De este modo se abría camino para comprender al desarrollo y al subdesarrollo como resultado histórico del funcionamiento del capitalismo, el cual producía al mismo tiempo desarrollo y subdesarrollo en la visión de los teóricos de la dependencia (Dos Santos, 2002).

La teoría de la dependencia, tal como lo expresa Dos Santos, *"…representó un esfuerzo crítico para comprender las limitaciones de un desarrollo iniciado en un período histórico en el que la economía mundial estaba ya constituida bajo la hegemonía de enormes grupos económicos y poderosas fuerzas imperialistas…"* (Dos Santos, 2002, p.12).

Conceptos claves

La dependencia económica se refiere a una situación donde la producción y la riqueza de algunos países están condicionadas por el desarrollo y las condiciones económicas de otros países a los que están sujetos (Bonzanini et al, 2018).

Esta situación de dependencia se encuentra enmarcada en una relación entre sociedades "centrales" y "periféricas", que es inevitable abordar. El modelo "centro-periferia" especifica la conexión entre las economías centrales, de carácter próspero y autosuficiente, con las economías periféricas que son ajenas entre sí, débiles y poco competitivas (Bonzanini et al, 2018). Este lazo entre ambas economías alude a la estructura del comercio internacional, la cual se encuentra determinada por el intercambio de manufacturas (centro) y materias primas (periferia), con una clara diferenciación de roles y funciones (Rodríguez, 1977).

A su vez, se observa entre ambos polos una diversidad básica de estructuras productivas. En los centros, la estructura es diversificada y homogénea mientras que en la periferia es especializada y heterogénea (Furtado, 1985 y Sztulwark, 2005). En esta diferenciación subyace la desigualdad entre ambas estructuras ya que el carácter de la organización productiva de la periferia le impide generar progreso técnico e incorporarlo al proceso de producción, contrariamente a lo observado en el centro, lo que necesariamente se traduce en incrementos menores de la productividad del trabajo. Además, esta desigualdad es la que explica el deterioro en los términos de intercambio, que, junto con la diferenciación de productividades, implica que los ingresos medios son diferentes. Debido a esta diversidad, no es posible que la periferia alcance niveles de ahorro y tasas de acumulación tan elevadas como en los centros (Rodríguez, 1977), lo que desemboca en una marcada asociación, o, dicho de otro modo, en una subordinación de los países periféricos a los países centrales.

De esta manera, se desprende que una de las consideraciones fundamentales del esquema centro-periferia tiene que ver con la existencia de una dinámica tendiente a generar un desarrollo desigual entre los centros y la periferia. Esta caracterización se fundamenta, por un lado, en la diferenciación de funciones en el contexto internacional que arroja desigualdad de estructuras en los países centrales y periféricos y, por el otro, gracias a los diferentes ritmos de incremento de la productividad de trabajo entre los polos, que, en conjunto con los deterioros de los términos de intercambio, generan una diferenciación de los ingresos medios. Estos dos elementos, interactúan y se refuerzan, lo que significa que no solamente existen diferencias, sino que tienden a agrandarse cada vez más, como tendencia inherente al sistema (Sztulwark, 2005).

Es necesario ahondar sobre los canales por los que se genera y mantiene la dependencia dentro de la estructura centro-periferia. Siguiendo la clasificación de Paz (1970), en primer término, se mencionará la dependencia comercial, y luego será el turno de la dependencia financiera que será profundizada por su relación directa con el objeto de estudio del presente trabajo.

La dependencia comercial, se origina en las características estructurales de las relaciones comerciales entre el centro y la periferia. Como se mencionó anteriormente, para la teoría de dependencia lo comercial constituye un canal de dependencia fundamentalmente por el intercambio de productos primarios -periferia- y productos manufacturados -centro-. A su vez, grandes empresas o subsidiarias de los países del centro se radican en los países de la periferia para la comercialización de su producción exportable, constituyendo una forma de comercio directo. De esta manera, puede decirse que la estructura de exportaciones, importaciones, comercio y servicios, como así también sus interrelaciones, configuran un sistema en el cual las posibilidades de una política comercial autónoma por parte de la periferia se encuentran estructuralmente limitadas, siendo este margen limitado lo que define y caracteriza la dependencia comercial (Paz, 1970).

Por su parte, la dependencia financiera tiene su origen en la presencia de capitales extranjeros en los países de la periferia. Este capital extranjero está compuesto por inversiones extranjeras, ventas de derechos por el uso de patentes, marcas de fábrica, -entre otros-, destinados a la producción de nuevos productos o para mejorar los ya existentes y; por préstamos y créditos a corto, medio y largo plazo. Esto último vincula directamente la dependencia financiera con las reestructuraciones de deuda, porque los préstamos y créditos tienen como contrapartida la devolución del flujo financiero conformado por las amortizaciones de capital e intereses, y a menudo suelen realizarse luego de modificaciones en las condiciones iniciales (Paz, 1970).

Esta dependencia financiera por parte de los países periféricos se corresponde con la necesidad de incorporar progreso técnico a sus economías, ya que la autonomía que necesitan para lograrlo se encuentra limitada (Paz, 1970). A su vez, el aumento de esta dependencia financiera tiene que ver con el comportamiento de los actores del sistema de la economía central que buscan relanzar la acumulación mediante la restitución de la rentabilidad de las inversiones financieras y su libre asignación a las actividades más rentables. Asimismo, se ven favorecidos por la creciente necesidad de los Estados periféricos de recurrir al financiamiento internacional para solucionar su escasez de ahorro, por la creciente internacionalización de las grandes empresas, y por las presiones que ejercen sobre las estructuras financieras la rápida expansión de los fondos de pensión e inversión.

Este proceso tiene dos consecuencias: por un lado, genera una desintermediación de las finanzas, ya que las empresas pasan a obtener fondos directamente a través de la emisión de títulos y no de préstamos bancarios y; por otro lado, los inversores institucionales pasan a reclamar, en su rol de accionistas, elevadas retribuciones bajo la forma de valorización de acciones y pago de dividendos. Estos inversores institucionales han ido ganando una creciente importancia entre los accionistas de las grandes compañías, accediendo en muchos casos al gobierno de estas compañías, generando una nueva supremacía de la propiedad del capital -capital de préstamos y acciones- sobre el capital en funciones productivas (Arceo, 2005). Como se verá más adelante, estos inversores son actores fundamentales de los procesos de reestructuración de deuda.

iii. La dimensión geopolítica

Como se desprende de las secciones previas, tanto la Teoría de la Regulación como la Teoría de la Dependencia le dan un lugar de importancia a la dimensión geopolítica. Esto se hace visible en conceptos como la inserción en el régimen internacional, la relación centro-periferia, la dependencia (financiera, tecnológica, militar, etc.) y el dinero con su predominio en la actual era de globalización financiera.

Dada esa importancia teórica, y teniendo en cuenta que las reestructuraciones de deuda soberanas son llevadas adelante justamente por Estados soberanos, en un determinado marco de relaciones internacionales con diferentes actores nacionales y globales, se hace imprescindible profundizar en la inserción y dimensión geopolítica del fenómeno estudiado. Caso contrario, podrían ignorarse variables fundamentales que intervienen en el proceso.

La geopolítica, en palabras de Pascu (2015) *"…nos brinda la oportunidad de reflexionar sobre la manifestación y evolución de las relaciones de poder dentro de un período histórico particular, para evaluar y rastrear cambios y tendencias en el sistema actual de relaciones internacionales…"* (Pascu, 2015, p. 2). Este modo de accionar de la geopolítica, permite obtener indicadores y métodos analíticos para inmiscuirse en la realidad de las relaciones internacionales. A su vez, se percibe a la geopolítica como una disciplina académica y un campo de acción político-estratégico a nivel estatal.

No es considerada una ciencia porque no posee un método específico y no tiene definido de manera precisa su objeto de estudio. Sin embargo, como campo de investigación académica, la geopolítica abarca la geografía política de manera multidisciplinaria e interdisciplinaria, obteniendo datos y métodos analíticos del derecho internacional, la economía, la sociología y las estadísticas. Es la geopolítica quien puede ofrecer un panorama multidimensional de las relaciones internacionales contemporáneas, sirviendo como una muestra del escenario mundial en el que actores internacionales están representados e individualizados, pero también se encuentran combinados con las fronteras, la identidad y el nacionalismo (Pascu, 2015).

En cuanto a sus inicios, debe mencionarse que la geopolítica como disciplina ha visto condicionado sus orígenes y su desarrollo por la Primera Guerra Mundial, ya que no sólo emergió como especialidad académica, sino que fundamentalmente fue utilizada para resolver la presión vivida en esa era. El pensamiento geopolítico alemán, francés y angloamericano de la época, sumados al aporte rumano y ruso, a través de varios estudios y perspectivas de análisis con diferentes enfoques, crearon gradualmente a principios del siglo XX, una corriente de pensamiento aplicado y teórico de geopolítica. En un contexto marcado por cambios políticos, socioeconómicos y culturales para la humanidad, la geopolítica se consolidó como una preocupación de las *élites* en todo lo referido al estudio del poder en las relaciones internacionales (Pascu, 2015).

La geopolítica asumió el rol en cuanto a la realización de estudios relacionados con modelos políticos y militares; abordajes de regiones nacionales, culturales o religiosas; teorías vinculadas con temas de fronteras y su relación con el entorno físico y humano; así como también el estudio de la estructura político-económica de los estados (Pascu, 2015).

En esta etapa de formación de la geopolítica, sus conceptos y consideraciones fueron reinterpretados por la Alemania nacionalsocialista -nazi- para sus fines políticos y estratégicos en la Segunda Guerra Mundial. Una de las claves del proyecto nacionalsocialista consistió en el estudio, interpretación y la aplicación de la geopolítica como doctrina de dominación. Luego el mundo fue testigo de las atrocidades cometidas por este régimen y el avance sobre territorios europeos (Laureano, 2012).

Posteriormente, la Guerra Fría (1947-1991) estructuró la geopolítica durante cuatro décadas. Se hizo visible la división entre el bloque occidental capitalista y el bloque oriental comunista. El símbolo de esta división fue el Muro de Berlín, que reflejaba la distinción física entre un lado y el otro, mostrando claramente un signo de poder y una expresión física del conflicto en sí mismo (Pascu, 2015).

La caída del Muro de Berlín (1989) con el consecuente final de la Guerra Fría, cambió el orden geopolítico de carácter bipolar durante más de medio siglo. Se observó el final de la antigua división ideológica y geopolítica, facilitándose la solución pacífica y el diálogo como instrumento importante para resolver conflictos. De esta manera, la razón parece haberse convertido en la cúspide del nuevo orden mundial (Pascu, 2015).

El énfasis posterior a la Guerra Fría fue puesto en el poder económico más que en el militar, dando lugar a un enfoque centralizado donde el acceso a los centros de toma de decisiones reemplazó al control territorial de las periferias rurales menos desarrolladas (Pascu, 2015). Se observó el advenimiento de la Geoeconomía[3] como una nueva perspectiva para la comprensión de las disputas internacionales. Los elementos que se consideraban centrales en la geopolítica clásica cedieron terreno al factor económico. De esta manera, la configuración del poder en el plano internacional dependería de la distribución geográfica (Jaeger y Brites, 2020).

Esta perspectiva de que la economía adquiere una nueva dimensión en la distribución del poder global coloca la disposición de los recursos económicos como un factor central para comprender la competencia interestatal. Esto significa que la dirección de los flujos de inversión, así como el patrón del comercio, determinan las relaciones de poder geopolítico. En este sentido, hay un acercamiento hacia los aspectos económicos que terminan sesgando la geopolítica clásica (Jaeger y Brites, 2020).

Los mercados y no los territorios, pasaron a ser los objetivos de colonización por parte de organizaciones privadas, traspasando los poderes estatales y constituyéndose como supra estados donde

[3] El término geoeconomía fue utilizado por primera vez por Edward Luttwak en 1990. Fue empleado para evaluar la posición de los Estados Unidos sobre la amenaza económica y comercial que representó Japón a nivel global. (Ver Jaeger y Brites, 2020)

el manejo de las relaciones internacionales depende del dinero y no necesariamente de la diplomacia (Cadena Montenegro, 2012).

No quedan dudas, como se expresó anteriormente, que en tiempos pasados el principal actor en las relaciones internacionales era el Estado, tomando decisiones en función a su poder o a su soberanía. En el período posterior a la Guerra Fría, el control jerárquico del Estado ha retrocedido. Las fronteras tienen carácter penetrable, perdiendo su significado ya que se les permite a los actores no estatales maniobrar sin límites espaciales. Sin embargo, esto no significa que el Estado deje de preocuparse por el dominio y el control político sobre su territorio, pero es claro que han cedido parte de su soberanía (Cadena Montenegro, 2012).

En los primeros años de la última década del siglo XX se alimentó la creencia de que el orden que se generaba propiciaría una nueva era de paz duradera, cooperación y prosperidad sin precedentes en el marco de leyes e instituciones internacionales eficientes. Sin embargo, las cosas no resultaron así. Dos sucesos en Estados Unidos -centro hegemónico mundial indisputado- alteraron el orden mundial y las relaciones internacionales: los ataques a las torres del Centro de Comercio Mundial de Nueva York, el 11 de septiembre de 2001; y la crisis del sistema financiero de Estados Unidos, que estalló en 2008. En el primer caso, Estados Unidos utilizó el episodio como pretexto para adoptar e imponer en el mundo una visión conservadora y justificar invasiones, alterando la paz mundial. En el caso de la crisis de 2008, se vislumbró un derrame de las consecuencias a todo el mundo, desembocando en la gran crisis económica global del siglo XXI. Esta crisis aceleró el declive de Estados Unidos como garante del orden económico internacional. De esta manera, la crisis de 2008 tuvo un fuerte impacto geopolítico, ya que erosionó la posición hegemónica de Estados Unidos y con ello la estabilidad internacional que se había logrado al finalizar la Guerra Fría (Palacios, 2011).

Actualmente nos enfrentamos a un mundo globalizado de interdependencia, en el cual no resulta posible trazar solo coordenadas deterministicas de áreas geográficas. Surge la necesidad de ver más allá de estos mapas y sobre el diseño en un espacio geográfico dado (Pascu, 2015).

Es preciso mencionar que el mundo de hoy funciona en virtud de la agencia de un complejo ensamblaje de actores estatales y no estatales, que se desenvuelven en varios niveles. El primer nivel se compone de instituciones internacionales encabezadas por el Consejo de Seguridad de la Organización de las Naciones Unidas (ONU), cuyos miembros son las potencias vencedoras de la Segunda Guerra Mundial más China; el Fondo Monetario Internacional (FMI); el Banco Mundial (BM); la Organización Internacional del Trabajo (OIT); la Organización para la Alimentación y la Agricultura (OAA); y la Organización Mundial del Comercio (OMC). En el segundo nivel se encuentran las potencias líderes: Estados Unidos, Europa, Japón, China y la India. El tercer nivel lo integran las potencias económicas intermedias: Brasil, México, Sudáfrica, Arabia Saudita, Corea del Sur y Australia. Finalmente, el cuarto nivel se encuentra comprendido por una amplia variedad de corporaciones globales, organizaciones no gubernamentales (ONG), grupos terroristas, fondos soberanos de capital y otros actores no estatales.

En este contexto, los Estados-Nación han perdido su monopolio sobre el poder en virtud de que un enjambre de instituciones regionales y globales, organizaciones de la sociedad civil, milicias, ONG's y corporaciones globales desafían cotidianamente a los gobiernos nacionales. Esta circunstancia, complejiza el esquema geopolítico actual, ya que se plantean desafíos en cuanto a la posibilidad de lograr una gobernanza sólida y eficiente a escala global, poniendo cada vez más presión sobre las instituciones y organismos multilaterales que han sido creados para cumplir esta función (Palacios, 2011).

Resulta pertinente destacar que la visión geoeconómica actual se corresponde con una primacía del sector financiero por sobre el real. En medio de un mercado globalizado, la mayor liquidez y la creciente movilidad de capital han producido evidentes y significativos cambios a nivel internacional, donde el desarrollo de la industria de las finanzas ha impactado no solo en la economía sino también en los territorios. El desarrollo de la banca de inversión y el crecimiento de instrumentos financieros, junto con el avance de los fondos de inversión, han sido fundamentales para la expansión de las finanzas.

Los fondos de inversión -agentes importantes en el proceso de reestructuración de deuda- constituyen un sofisticado instrumento de inteligencia e inversión que manejan una enorme masa de dinero la cual es invertida en acciones, bonos de deuda, entre otros instrumentos, y a partir del cual se controlan los directorios de bancos y corporaciones -tecnológicas, automovilísticas, energéticas, agrícolas, etc.-, donde forman los cuadros técnicos, políticos y estratégicos. De esta manera, se desarrolla una Red Financiera Global, en donde la unidad central se encuentra en los Fondos Financieros de Inversión Global. Estos Fondos se materializan como actores centrales y constituyen la personificación de la red financiera transnacional que impulsan el proceso de globalización de los últimos años y que tiende hacía un Estado Global como forma de soberanía de un poder transnacionalizado, lo que implica la crisis o desarticulación del Estado-Nación.

En este nuevo esquema, que envuelve una institucionalización del poder transnacionalizado, quedarían subordinados todos los intereses y actores que no poseen escala global, que no están organizados en redes financieras globales que apalancan a sus empresas, que no controlan la tecnología de punta en lo que se refiere a la organización empresarial y que no poseen la inteligencia estratégica para controlar el proceso de acumulación generado por el sistema financiero global (Palacios, 2011 ; Formento y Merino, 2011).

iv. Teoría de juegos

Los inicios de esta teoría como tal, se sitúan en los escritos del matemático húngaro John Von Neumann y de Oskar Morgenstern en 1944 titulado "*The Theory of Games Behavior*". Esta obra fue sumamente importante en el uso de análisis matemático para resolver algunos problemas de la sociedad moderna (Fosner, 2012).

Hoy en día la teoría de los juegos es una rama de las matemáticas aplicadas utilizada en economía, administración y otras ciencias sociales. Asimismo, es empleada en ciencias militares, ciencias

políticas, relaciones internacionales, biología y ecología. Por este motivo, suele decirse que la teoría de juegos es una herramienta importante en muchos campos (Fosner, 2012).

Podría definirse a la teoría de juegos como el estudio de modelos matemáticos sobre el conflicto y la cooperación entre agentes racionales e inteligentes. Se trata de análisis de modelos formales de comportamiento estratégico con una clara existencia de intencionalidad (Accinelli y Vaz, 1996).

El rol de la teoría de los juegos es ocuparse de situaciones en las que están involucradas dos o más personas o agentes con intereses en conflicto. Esto es lo que da lugar a un "juego" cuyo resultado depende de alguna probabilidad, pero fundamentalmente de las habilidades e inteligencia de los participantes (Fosner, 2012).

La idea que persigue esta teoría no es examinar todos y cada uno de los cursos de acción que eventualmente puede tomar cada sujeto, como así tampoco, todos y cada uno de los resultados que puedan producirse. Determinar el resultado "más probable" es su objeto, y cuando ello no es posible, el propósito es establecer el conjunto de resultados que en principio resultan más probables, de acuerdo a los supuestos decretados. Es aquí donde aparece el conjunto de equilibrios posibles, es decir, acciones que fueron elegidas de manera racional y que dada la situación maximizan la utilidad esperada (Accinelli y Vaz, 1996).

El más famoso de estos equilibrios es el equilibrio de Nash, que puede definirse como un concepto de un juego en el que se supone que cada jugador conoce las estrategias de los otros jugadores y ningún jugador tiene nada que ganar cambiando solo su propia estrategia de manera unilateral (Fosner, 2012).

Es necesario aclarar que existen *juegos cooperativos* y *juegos no cooperativos*. Más allá de que en ambas clases de juegos la teoría de la decisión individual es la misma, en el primer grupo los individuos involucrados tienen permitido hacer negociaciones para actuar de manera conjunta, mientras que en el segundo caso esto no está permitido. Con esto debe quedar en claro que, si existe cooperación, es el resultado de un comportamiento competitivo individual y no por medio de negociaciones dirigidas a tal efecto (Fosner, 2012).

A su vez, es posible clasificar los juegos en estáticos y dinámicos. En los juegos estáticos, los jugadores pueden tomar decisiones simultáneamente o cada jugador puede tomar su decisión sin conocer las decisiones de los demás, luego reciben sus ganancias, que dependen de la combinación de acciones que acaban de elegir. Por su parte, los juegos dinámicos son aquellos en donde las decisiones son tomadas en forma sucesivas, es decir, el jugador 1 decide primero, acto seguido, el jugador 2 observa la decisión del jugador 1 y toma su decisión. Estas jugadas se realizan en diferentes momentos del tiempo. Dentro de esta clasificación, se puede hablar de juegos de única vez y juegos repetidos. Los juegos de única vez son aquellos en donde los jugadores toman su decisión, tanto en los juegos estáticos como en los dinámicos, y el juego concluye. En el caso de los juegos repetidos, los participantes realizan las jugadas de

manera reiterada, habiendo observado los resultados de las anteriores rondas del juego antes de iniciar las siguientes. En estos juegos, las amenazas y promesas sobre el comportamiento futuro pueden afectar el comportamiento presente (Gibbons, 1993).

El objeto de estudio de la presente investigación se enmarca en los juegos dinámicos y repetidos, ya que el proceso de reestructuración de deuda se desarrolla a través de oferta y contraoferta por parte de deudores y acreedores en diferentes momentos de tiempo, tratando de minimizar perdidas -deudores- o maximizar ganancias -acreedores- (Das et al, 2012).

Los investigadores en el campo de la deuda soberana se han beneficiado enormemente de las ideas de la teoría de juegos. El entorno en que se desarrolla el intercambio entre deudores y acreedores es desestructurado, y las dificultades que surgen al pensar en préstamos soberanos e incumplimientos son susceptibles de tratamiento utilizando el herramental de la teoría de juegos (Pitchford y Wright, 2007).

Siguiendo la obra de Pitchford y Wright (2007) podemos indicar que varios economistas internacionales han abordado preguntas básicas en el campo de la deuda soberana que son susceptibles de análisis utilizando las herramientas de la teoría de juegos. En primer lugar, se problematizó el interrogante de ¿por qué los países pagan sus deudas? Para responder a esto se han postulado diferentes teorías que indican que los soberanos pagan sus deudas para evitar: sanciones comerciales, intervenciones militares e interrupciones de otras formas de cooperación internacional, así como también las amenazas de negación del acceso futuro al mercado de capitales. En segundo lugar, economistas internacionales han utilizado el herramental de la teoría de juegos para responder al interrogante de ¿por qué los resultados de las negociaciones de reestructuración de la deuda soberana son tan ineficientes? Llegando a la conclusión de que la información asimétrica, la incapacidad de los soberanos para comprometerse a honrar los resultados de las negociaciones de reestructuración de la deuda y la incapacidad de los acreedores para comprometerse a entablar tales negociaciones, han sido los principales determinantes.

A su vez, la teoría de juegos les ha permitido a los *policymakers* evaluar la compensación entre políticas que reducen el costo del incumplimiento *ex post*, y el efecto que tienen sobre el incentivo para pedir prestado de manera apropiada y evitar el incumplimiento *ex ante* (Pitchford y Wright, 2007).

Justificación de la elección del Marco Teórico:

La decisión de incorporar como marco teórico a la Teoría de la Regulación se fundamenta en sus métodos de análisis y su objeto de estudio. Particularmente, al centrarse en las crisis capitalistas generadas por los procesos de acumulación que se dieron a partir del fordismo, analizando el proceso de financiarización y globalización que se dio a lo largo de la historia, fundamentalmente luego de la Segunda Guerra Mundial, permiten encontrar el apoyo teórico necesario para analizar los procesos de

reestructuración de deuda soberana. A su vez, la metodología que posee la Teoría de Regulación de abordar fenómenos económicos desde diversas dimensiones que nutren a la economía, otorga el respaldo necesario para incorporar al análisis de las reestructuraciones de deuda aspectos importantes como la dependencia, la geopolítica y el proceso de negociación.

En cuanto a la Teoría de la Dependencia, debido a su estudio de los países considerados en desarrollo, nos permite comprender las dificultades que poseen nuestros casos seleccionados para evaluar los procesos de reestructuración de deuda. A su vez, el abordaje de la relación "Centro-Periferia" propio de la Teoría de la Dependencia, posibilita la comprensión de las divergencias existentes entre economías centrales y periféricas, las cuales las podemos entender como acreedores y deudores de nuestro tema estudiado.

Al igual que la Teoría de la Regulación, los postulados de la dependencia también abordan el tema del ahorro y la acumulación, lo que refuerza aún más nuestro apoyo teórico. Sumado a esta similitud, corresponde mencionar que la Teoría de la Dependencia y la Teoría de la Regulación, pueden complementarse para brindar un respaldo teórico detallado de los procesos de reestructuración de deuda. Se observa que la Teoría de la Regulación ha contribuido fundamentalmente al estudio y comprensión de las dinámicas que configuraron los "años dorados" del capitalismo y su desempeño luego de la crisis del régimen fordista. Es decir, en sus trabajos se evaluó la estabilización, el crecimiento y la redistribución del excedente generado a partir de la Segunda Guerra Mundial, al mismo tiempo que se abordaron las causas que culminaron con la crisis del fordismo y el desempeño de la economía desde entonces. Sin embargo, el núcleo de sus investigaciones fue puesto en los países centrales. En este punto, la Teoría de la Dependencia complementa a los enfoques regulacionistas, incorporando el análisis de los países periféricos y sus dificultades para lograr el desarrollo. Con lo cual, nos permite tener una visión detallada de los dos polos de la reestructuración: acreedores y deudores.

Por su parte, el enfoque desde la geopolítica nos permite comprender como han ido evolucionando las relaciones internacionales desde sus inicios hasta la actualidad. Es fundamental analizar los países desde el ámbito de la geopolítica para comprender el funcionamiento de las redes internacionales tanto en función de la política interna como la externa. A su vez, nos permite comprender quienes son las potencias hegemónicas de la economía mundial y de qué manera realizan movimientos financieros a los países menos desarrollados, aspecto crucial para el fenómeno de reestructuración de deuda soberana. Por último, esta visión se fundamenta en la comprensión de que economía y poder no son compartimentos estancos de la realidad, sino que son dimensiones diferentes pero interrelacionadas y por tanto inseparables, como se resalta en los enfoques de economía política (Vargas Hernández, 2006; Osorio Bohórquez, 2017).

La elección de la Teoría de Juegos, como se explicó en su correspondiente apartado, se justifica por su capacidad de interpretar y comprender dos aspectos centrales del proceso de reestructuración de deuda, como lo son los incentivos y la negociación.

III. Reestructuración de deuda soberana: el fenómeno

En función del marco teórico enunciado anteriormente, puede indicarse que el endeudamiento externo ha sido un elemento recurrente en la economía internacional a lo largo de la historia, sobre todo a partir de la década de 1970 producto de la desregulación financiera. Quienes conceden este financiamiento otorgan a los países oportunidades de crecimiento e imponen la devolución del capital con sus correspondientes intereses (Das et al., 2012).

A menudo ha ocurrido que los países se endeudan por encima de sus posibilidades de pago, lo que se conoce como endeudamiento excesivo[4]. Esta acumulación de altos niveles de deuda impide el crecimiento, obstaculiza la inversión y conduce a fuertes aumentos de las primas de riesgo. Además, es una de las principales causas de la crisis de deuda soberana, en la que un país no puede cumplir con sus obligaciones y obtener nuevos fondos en el mercado de capitales (Dreger, 2012).

Para evitar las consecuencias del sobreendeudamiento y de las crisis de deuda se han utilizado diversos métodos, entre los que se incluye la reestructuración de deuda soberana. A continuación, se procede a la definición y explicación del fenómeno de la reestructuración a fin de facilitar su comprensión.

i. ¿Qué es una reestructuración de la deuda soberana?

Al hablar de reestructuración de deuda soberana, pese a que no existe una definición universalmente aceptada, nos estamos refiriendo a "… *un intercambio de bonos de deuda soberana pendientes, como préstamos o bonos, por nuevos instrumentos de deuda o efectivo a través de un proceso legal. "(*Das et al, 2012, p.7).

Dentro de las reestructuraciones de deuda, encontramos dos elementos principales (Das et al, 2012):

- Reprogramación de la deuda, cuya función es alargar los vencimientos de la deuda anterior, posiblemente con tasas de interés más bajas. El objetivo de las reprogramaciones es aliviar la deuda a partir de un desplazamiento de los pagos contractuales hacia el futuro; y
- Reducción de la deuda, definida como una reducción en el valor nominal de los instrumentos antiguos.

Es importante resaltar que ambos elementos implican un *haircut*, es decir, una disminución del valor actual neto para el tenedor del instrumento (Das et al, 2012).

Esta caracterización que llevan a cabo Das et al no es la única. Existen visiones diferentes como es el caso de Dias, Richmond y Wright (2014). En su publicación expresan que, presentar el stock de deuda

[4] Dreger (2012) expresa que "… el endeudamiento excesivo se refiere a altos niveles de deuda, cerca del límite que aceptan los acreedores…" (p.8)

en valor nominal -definido como la suma no descontada de los reembolsos futuros de capital- puede resultar engañoso por dos razones. En primer lugar, debido a que los valores nominales solo capturan el capital, lo cual significa que, dos contratos de deuda que son equivalentes, en el sentido de tener flujos de efectivos idénticos, tendrán valores nominales diferentes si los flujos de efectivo idénticos se dividen en capital e intereses de diferentes maneras. Por otra parte, debido a que los valores nominales no están descontados, dos contratos de deuda con el mismo capital total, pero amortizados en diferentes horizontes temporales, se tratarán como idénticos.

Algunos de los problemas prácticos que visualizan al enfatizar sobre valores nominales son los siguientes. Primero, comparar las existencias de deuda en su valor nominal a lo largo de tiempo y entre países, puede generar inferencias engañosas como resultado de diferencias significativas en las estructuras contractuales. Por ejemplo, los países de bajos ingresos a menudo suelen tomar préstamos de fuentes oficiales a un horizonte de tiempo largo y con bajas tasas subsidiadas, mientras que los países de ingresos medios lo hacen a tasas de interés de mercado en horizontes de tiempo más cortos. Con lo cual, los valores nominales pueden subestimar el endeudamiento de los países de ingresos medios en relación con los de ingresos bajos. En segundo lugar, los análisis de sostenibilidad de la deuda basados en valores nominales serán engañosos, ya que algunos países con deuda relativamente baja recibirán alivio de la deuda a expensas de los países más altamente endeudados. Tercero, los valores nominales inhiben la evaluación empírica de la literatura macroeconómica cuantitativa sobre deuda soberana, ya que se asume que todas las deudas son idénticas. Finalmente, como los valores nominales se usan convencionalmente para asignar el poder de voto de los acreedores, el proceso de reestructuración puede no funcionar de manera eficiente porque los acreedores con intereses financieros idénticos tienen un poder de voto diferente (Dias et al, 2014).

Un punto central de la reestructuración de deuda tiene que ver con el momento en que se realiza. Aunque usualmente la reestructuración ocurre luego del incumplimiento de las obligaciones, es posible instrumentar una reestructuración con anterioridad al mismo (Das et al, 2012). En este punto es necesario hacer algunas aclaraciones entre reestructuración de deuda e incumplimiento.

Un incumplimiento o *default* aparece cuando el país es incapaz de hacer frente al pago de capital e intereses en el momento indicado en los contratos. Este incumplimiento puede ser total o parcial, esto último significa que algunas partes de la deuda del país no son atendidas. A modo de ejemplo de este incumplimiento parcial, sucede a menudo cuando se continúa con los pagos de intereses al mismo tiempo que se suspenden los pagos de capital. Por otro lado, el incumplimiento total implica la suspensión completa de todos los pagos de la deuda, lo que se conoce como suspensión de pagos (Reinhart y Trebesch, 2014).

La mayoría de las reestructuraciones se llevan a cabo luego de un incumplimiento. Dichas reestructuraciones son conocidas con el nombre de *post-incumplimiento*, es decir, después que el gobierno ha incurrido en atrasos en parte o en toda su deuda. Sin embargo, también han existido

reestructuraciones preventivas al incumplimiento, las cuales son definidas como canje de deuda (Das et al, 2012).

ii. Actores intervinientes

Deudores soberanos

Los deudores soberanos son quienes buscan modificar los términos de sus contratos de deuda existente, siendo los responsables de elaborar propuestas, conocidas como los escenarios de reestructuración indicativos, que disponen la cuantía del alivio que se buscará como así también los métodos que se emplearan para tal fin (Buchheit et al., 2019).

Según la visión de Buchheit et al., 2019, los deudores soberanos tienen la particularidad de ser distintos a todos los demás deudores. Son agentes que cuentan con la característica de ser excepcionalmente vulnerables y a su vez están protegidos de forma única. En primer lugar, están expuestos a acciones legales hostiles por parte de los acreedores. A diferencia de deudores corporativos o individuales, los soberanos no pueden usar un código de bancarrota para reestructurar sus deudas bajo supervisión de un tribunal. Esto quiere decir que los soberanos no pueden declararse legalmente en bancarrota. En este punto, las alternativas con las que cuentan cuando se enfrentan a una obligación de deuda que vence son: pagar o enfrentarse a la posibilidad de una demanda y verse obligados a pagar. Por este motivo son considerados excepcionalmente vulnerables (Buchheit, 2013).

Por otra parte, los soberanos están sujetos a demanda en tribunales con respecto a sus actividades comerciales bajo la teoría restrictiva de la inmunidad soberana. Esta teoría, desarrollada en la última mitad del siglo XX, indica que al ingresar un soberano al mercado internacional y comportarse como un actor comercial, será responsable ante el proceso judicial como si fuera un actor comercial. Sin embargo, la particularidad con la que cuentan este tipo de deudores difiere de sus contrapartes deudores corporativos e individuales, en el sentido de que los activos soberanos (embajadas, consulados, etc.) generalmente están protegidos contra el embargo por la ley nacional e internacional. Por este motivo, se dice que los deudores soberanos cuentan con una protección única (Buchheit et al, 2019).

Sin embargo, otros autores (Sturzenegger y Zettelmeyer, 2006; Panizza et al., 2009) consideran que debido a cambios estatutarios y al desarrollo de la jurisprudencia, el principio de la inmunidad soberana y otros principios legales[5] que poseen los deudores, se han debilitado desde la década de 1950 fortaleciendo los derechos de los acreedores. En relación a esto, corresponde mencionar la existencia del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI), el cual es una institución del Banco Mundial establecida para arbitrar soluciones a disputas entre Estados soberanos y organismos nacionales de otros Estados (inversores, empresas multinacionales) siempre en el caso de que el Estado

[5] Ver Panizza et al., 2009 (p. 3-9)

soberano haya subscripto un Tratado de Libre Comercio o un Tratado Bilateral de Inversión con el Estado de donde ese capital es originario (Ghiotto y Pascual, 2008).

La idea detrás del establecimiento de este mecanismo de solución, se fundamentaba en la esperanza de que este proceso generara un marco jurídico aceptado para la inversión internacional. No obstante, este procedimiento no ha sido suficientemente transparente y equilibrado para generar un ordenamiento jurídico aceptable por todos. Las críticas cuestionan su coherencia, transparencia y su imparcialidad, puesto que las soluciones favorecen usualmente a los inversores. Asimismo, no se explicita de forma inequívoca la definición de "inversión", por consiguiente, lo que es objeto de protección queda sujeto al juicio de los árbitros.

Esto tiene una relación directa con el objeto de estudio de la presente investigación, debido a que un gobierno puede considerar que ha cedido garantías especiales solo a un tipo de inversión, por ejemplo, a la Inversión Extranjera Directa y darse cuenta posteriormente de que otros tipos de movimientos de capitales, en particular la deuda soberana, también están comprendidos en dichas garantías. Esto significa que, en el caso de que un Estado necesite llevar a cabo un proceso de reestructuración de la deuda, puede darse que los acreedores acudan al mecanismo de solución de controversias entre inversores y Estados, para cobrar la totalidad de la deuda original, en lugar de participar del proceso de reestructuración. Se evidencia así, la asimetría de la gobernanza en las relaciones internacionales: mientras que los inversores cuentan con una protección clara, no hay instituciones comparables que hagan respetar a nivel internacional los intereses de los Estados soberanos (UNCTAD, 2014).

Acreedores

La otra faceta de la reestructuración la constituyen los acreedores. Para su identificación será necesario dividirlos en tres categorías: acreedores multilaterales, acreedores bilaterales y acreedores comerciales (Buchheit et al, 2019).

Acreedores multilaterales

Además del Fondo Monetario Internacional (cuyo rol será explicado en la siguiente sección), otros organismos multilaterales pueden intervenir en el proceso de reestructuración de la deuda, otorgando nueva financiación al mismo tiempo que pueden cumplir la función de monitoreo y apoyo. Estos organismos pueden ser nacionales o internacionales, entre los que se destacan el Banco Mundial o los bancos regionales de desarrollo (por ejemplo, el Banco Africano de Desarrollo, el Banco Asiático de Desarrollo, el Banco Interamericano de Desarrollo, entre otros) (Buchheit et al, 2019).

Acreedores Bilaterales

Este grupo generalmente está comprendido por acreedores que realizan préstamos de un estado soberano a otro, frecuentemente para financiar exportaciones o para proporcionar asistencia para el

desarrollo. La característica principal de los prestamistas bilaterales es que consideran que sus créditos, otorgados por razones de política pública -como respuesta a crisis o asistencia para el desarrollo comercial- son importantes para las deudas comerciales del prestatario soberano (Buchheit et al, 2019). El Club de París es el principal marco institucional para reestructurar la deuda soberana bilateral (Das et al, 2012).

Desde 1956, el Club de París se ha mantenido como un actor central en la resolución de los problemas de deuda de los países en desarrollo y emergentes. Hasta 1980, el nivel de actividad del Club de París fue bajo. La década de 1980 fue un punto de inflexión para el Club de París, ya que se constituyó como un agente fundamental a la hora de hacer frente a la crisis de la deuda. Otro punto de inflexión ocurrió en 1996, cuando la comunidad financiera se dio cuenta de que la situación de la deuda externa de varios países de bajos ingresos, mayoritariamente africanos, se había vuelto extremadamente difícil. A partir de esta situación, se desarrolló la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados -HIPC por sus siglas en inglés-. Dicha Iniciativa demostró la necesidad de que los acreedores adopten un enfoque más personalizado al decidir sobre el tratamiento de la deuda de los países deudores. Fue en octubre de 2003 cuando los acreedores del Club de París[6] adoptaron un nuevo enfoque para los países no HIPC: el "Enfoque de Evian[7]".

Hoy, la mayoría de los países son actores activos en la economía mundial y son interdependientes a través de flujos de bienes y capital. La deuda soberana bilateral es una fuerte menor de endeudamiento para economías emergentes dado el desarrollo de los mercados de bonos emergentes. Pero los países de bajos ingresos generalmente no tienen acceso a estos mercados y la asistencia de donantes bilaterales y multilaterales sigue siendo vital para ellos. Sin embargo, a pesar del hecho de que los acreedores del Club de París ahora tienen que lidiar con situaciones de deuda mucho más complejas y diversas que en 1956, sus principios originales siguen vigentes (Club de París, s.f).

Acreedores comerciales

Dentro de esta extensa clasificación se incluyen a tenedores de bonos, bancos, proveedores, contratistas e incluso personas físicas. A su vez, es posible desagregar a los tenedores de bonos, ya que pueden ir desde inversores institucionales (fondos de inversión, compañías de seguros, fondos de jubilación) cuyo accionar se corresponde con la compra de bonos soberanos a la par[8] o cerca del mismo en el mercado primario manteniéndolos hasta la fecha de vencimiento, hasta fondos de deuda que

[6] El Club de París, actualmente, cuenta con 22 miembros permanentes. Otros países acreedores pueden participar en las reuniones de negociación caso por caso, siempre que se cumplan los principios esbozados por el Club de París (Argentina es uno de ellos). Finalmente, se puede invitar a representantes de instituciones financieras internacionales para asistir a las reuniones como observadores (Club de París, s.f).

[7] Ver Cosio-Pascal 2008.

[8] Un bono a la par es aquel que se negocia por su valor nominal o de emisión. Por encima de su valor nominal son bonos sobre par, mientras que por debajo de su valor nominal serían bonos bajo par o con descuento.

compran deuda en mora (o próxima a ella) en el mercado secundario obteniendo grandes descuentos (Buchheit et al, 2019).

Se denomina fondos buitres a los fondos que compran deudas en dificultades. Su funcionamiento, a menudo, es el de rechazar acuerdos negociados y buscar recuperaciones preferenciales en tribunales de justicia luego de una demanda. Esta estrategia agresiva, debido a que intentan recuperar el capital y los intereses originales, en ocasiones ha perturbado la resolución ordenada de las deudas soberanas, lo que ha llevado a los deudores a desarrollar técnicas para contrarrestar este accionar (Buchheit et al, 2019).

Finalmente, hay que mencionar que los acreedores minoristas e individuales también están incluidos en los acreedores comerciales. Este subgrupo generalmente suele estar muy disperso, son menos sofisticados que inversores institucionales y disponen de menos capacidad para soportar pérdidas financieras significativas (Buchheit et al, 2019).

Asesores legales y financieros

Tanto los deudores soberanos como los acreedores en sus diferentes modalidades se apoyan en distintos asesores legales y financieros quienes se encargan de formular los detalles específicos de las estrategias a seguir (Buchheit et al, 2019).

Los asesores legales proporcionan información sobre posibles obstáculos legales de una reestructuración, brindan una visión general de las características legales de los bonos y pueden ser funcionales para redactar la documentación de intercambio de bonos y los términos de los nuevos bonos. Por su parte, los asesores financieros ayudan a identificar y llegar a los tenedores de bonos, al mismo tiempo que desempeñan un papel fundamental en el diseño de los términos financieros del intercambio y en el cálculo de las diferentes opciones de intercambio de bonos (Das et al, 2012).

Fondo Monetario Internacional

El Fondo Monetario Internacional adquiere un papel esencial en los procesos de reestructuración de deuda soberana. Debido a sus funciones de financiamiento y supervisión se incluye a este organismo como uno de los actores intervinientes de la reestructuración.

Tal como se expresa en el artículo 1 de su convenio constitutivo, los fines del Fondo Monetario Internacional son: i. Fomentar la cooperación monetaria internacional; ii. Fomentar la expansión y el crecimiento equilibrado del comercio internacional; iii. Fomentar la estabilidad cambiaria; iv. Coadyuvar a establecer un sistema multilateral de pagos para las transacciones corrientes que se realicen entre los países miembros; v. Infundir confianza a los países miembros poniendo a su disposición y con las garantías adecuadas los recursos generales del fondo; vi. Acortar la duración y aminorar el grado de desequilibrio de las balanzas de pagos de los países miembros.

Como se mencionó, uno de los servicios que ofrece el Fondo Monetario Internacional tiene que ver con el otorgamiento de financiamiento de balanza de pagos a un país. Este flujo de fondos se efectúa bajo ciertas condiciones, imponiendo la implementación de un programa de ajuste económico. Los objetivos enunciados de este programa son ayudar al país a superar su problema de balanza de pagos, permitir la devolución de dicho financiamiento y fomentar la estabilidad global (Buchheit et al, 2019).

El conjunto de herramientas del que dispone el FMI no incluye ningún instrumento diseñado específicamente para abordar las reestructuraciones de deuda soberana. Si bien esto le ha proporcionado al Fondo flexibilidad para reaccionar ante circunstancias específicas caso por caso, ha tenido el costo de acrecentar la incertidumbre que rodea la respuesta oficial a tales episodios. La participación del FMI se ha articulado en torno a un programa financiero aprobado antes del plan de reestructuración del soberano, o como resultado de este. En el caso que un país incurra en mora con sus acreedores privados externos, el Fondo puede brindar asistencia a partir de la Política de Préstamos en Mora -LiA por sus siglas en inglés-. Sin embargo, los programas de asistencia del FMI pueden llevarse a cabo sin aplicar la Política de Préstamos en Mora, como es el caso de reestructuraciones de deuda preventivas, o pueden desarrollarse con la Política de Préstamos en Mora para programas en que solo se renegocien componentes menores de la deuda soberana (Erce, 2013).

Por otra parte, el Fondo Monetario Internacional lleva a cabo el rol de supervisor. Si un país tiene la necesidad de reestructurar su deuda, será pertinente realizar un análisis de sostenibilidad de la deuda (DSA) que evalúe la viabilidad de las políticas de ajuste como así también la disponibilidad de financiamiento de las fuentes disponibles. Este análisis lo provee el Fondo Monetario Internacional, lo cual lo transforma en un agente central en la decisión de reestructuración de deuda (Buchheit et al, 2019).

El Fondo Monetario Internacional alienta a los deudores a colaborar con sus acreedores cuando buscan una reestructuración. A su vez, en conjunto con los asesores de los deudores, determinan la cantidad total de alivio de deuda necesaria. Esta presencia de ambos actores ayuda a resolver el problema de asimetría de información entre acreedores-deudores. En particular, el DSA ayuda a informar a los acreedores la capacidad de pago del deudor. Mientras que los asesores ayudan al deudor informándolos sobre la disposición de los acreedores a aceptar una oferta (Buchheit et al, 2019).

iii. Tipos de reestructuraciones

En función de los distintos grupos de acreedores descriptos anteriormente, encontramos tres tipos de reestructuración de deuda soberana (Das et al, 2012):

- Reestructuración de deuda bilateral
- Reestructuración de deuda multilateral
- Reestructuración de deuda comercial

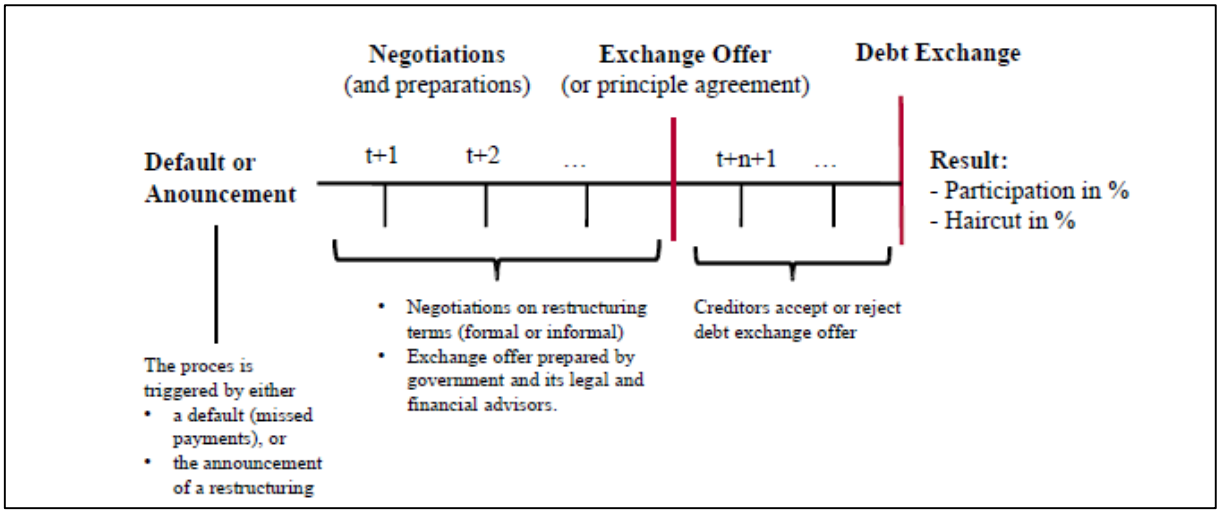
En la presente investigación trabajaremos con reestructuraciones de deuda comerciales y en algunos casos contarán con la participación de organismos multilaterales.

iv. Procedimiento

Con el objetivo de describir el procedimiento desarrollado en una reestructuración de la deuda, resulta conveniente comenzar describiendo, a modo introductorio, la Figura 1 que proporciona una línea de tiempo de la reestructuración desde el inicio hasta el final.

Se muestra que el inicio o desencadenante de la reestructuración de deuda usualmente es un incumplimiento o el anuncio de que se va a desarrollar la reestructuración. Posteriormente, el gobierno del país deudor se embarca en la negociación con los acreedores, de forma bilateral o recurriendo a sus asesores. El objetivo de esta etapa es acordar los términos de un intercambio de deuda que proporcione alguna forma de alivio de deuda resolviendo la situación de angustia. Luego de recibir la oferta final de reestructuración, los acreedores deben decidir si aceptan o si rechazan la oferta. En este último caso, el conflicto deberá resolverse a través de un tribunal de justicia. El final del proceso de reestructuración determinará el porcentaje de participación en el acuerdo de los acreedores como así también el porcentaje de alivio de deuda concretado (Das et al, 2012).

Figura 1. Cronología de una reestructuración de deuda soberana



Fuente: Das et al, (2012)

Cuando el deudor soberano arriba a la conclusión de que es inevitable una reestructuración, tiene el desafío de llegar a un acuerdo con los acreedores. Este proceso puede durar meses o incluso años y generalmente se encuentra acompañado de un programa de ajuste macroeconómico y de una evaluación de la situación financiera del país. El deudor debe ser capaz de verificar sus reclamos totales de deuda, comprendiendo las características de los préstamos, bonos y otros instrumentos de deuda pendientes del gobierno, incluyendo aspectos legales y financieros (Das et al, 2012).

Es fundamental esta verificación ya que permite a los países sentar las bases para realizar el análisis de la sostenibilidad de la deuda (a menudo ejecutado por el FMI) que suministra indicaciones sobre la brecha financiera, el esfuerzo de ajuste macroeconómico y el nivel de alivio de deuda requerido. Con estos elementos, los gobiernos realizan la propuesta de reestructuración final (Das et al, 2012).

Existen casos en que las negociaciones suelen ser relativamente fáciles, debido a una combinación entre un soberano con perfil de deuda simple y una base de acreedores relativamente homogénea. Sin embargo, en aquellas ocasiones donde se cuenta con una estructura de deuda compleja con acreedores muy diversos, lograr un acuerdo para todos los acreedores puede ser desafiante. Debido a esto, suelen crearse comités de acreedores representativos, con el objetivo de negociar con el deudor soberano en nombre de los acreedores (Buchheit et al, 2019).

Los comités deben ayudar a abordar el problema de coordinación de acreedores. Aquellas decisiones tomadas por el comité, deben ser aceptadas por todos los miembros que forman parte de dicho comité y por los acreedores que representan. A su vez, los comités pueden reducir la flexibilidad del deudor para tratar con acreedores heterogéneos. A través de su accionar, pueden influenciar el poder de negociación de los acreedores colectivamente, ya que negociar a través de un comité otorga la posibilidad de que los acreedores hagan contraofertas, una opción que no está disponible para los acreedores como grupo no coordinado (Buchheit et al, 2019).

Métodos y técnicas

Uno de los objetivos de los deudores, en el diseño de la oferta presentada, es lograr una alta tasa de participación de los tenedores de bonos. Para tal fin, utilizan diversos métodos y técnicas, conocidas con el nombre de “zanahorias” y “palos” (Das et al, 2012). Esto significa que usualmente los soberanos intentan “endulzar” a sus prestamistas con el objetivo de que otorguen alivio de deuda para poder hacer frente a sus obligaciones (Buchheit et al, 2019).

Zanahorias

Tienen como objetivo generar incentivos positivos para obtener la participación de los acreedores. Implica agregar “edulcorantes” al paquete de reestructuración. Pueden tomar la forma de pagos en efectivo por adelantado, características legales ventajosas o complementos para los nuevos instrumentos (Das et al, 2012).

El riesgo de liquidez también puede generar incentivos. Frecuentemente los gobiernos suelen intercambiar una serie de bonos antiguos por un pequeño conjunto de bonos nuevos. Estos últimos por lo general se negocian como bonos de referencia con mayor liquidez, haciéndolos más atractivos para los acreedores que buscan liquidez (Das et al, 2012).

Palos

Los soberanos cuentan con herramientas coercitivas para persuadir a los acreedores que de otro modo no estarían dispuestos a unirse a un acuerdo. Por lo general, estos palos están diseñados para resolver problemas de acción colectiva, que surgen cuando la mayoría de los acreedores aceptan la oferta, pero algunos de ellos se resisten a aceptarla. Este problema puede ser significativo, ya que el pago a acreedores pendientes de aceptación, puede reducir los recursos disponibles del soberano para pagarle a los acreedores reestructurados (Buchheit et al, 2019).

La herramienta más común con la que cuentan los deudores es el uso de cláusulas de acción colectiva (CAC). Tal como lo expresan Buchheit y Gulati (2020), *"las Cláusulas de Acción Colectiva son disposiciones contractuales que permiten que una mayoría o una gran mayoría de tenedores de un instrumento de deuda con múltiples acreedores, tomen decisiones que obliguen a todos los tenedores del instrumento"* (p.2) Este instrumento especifica cómo están representados los acreedores en la negociación, define procedimientos de votación mayoritaria para modificar los términos financieros de los instrumentos pendientes y puede limitar el incentivo de los acreedores para iniciar un litigio contra el deudor (Das et al, 2012). Más específicamente, se pueden diferenciar dos grandes categorías de cláusulas de acción colectiva (Das et al, 2012):

- Disposiciones de "reestructuración mayoritaria", que posibilitan a una mayoría de tenedores de bonos cambiar los términos financieros de los bonos y vincular a los demás tenedores de esa emisión. La mayoría se alcanza cuando está de acuerdo un cierto porcentaje del total (generalmente 75%).
- Disposiciones de "cumplimiento mayoritario", que limitan la capacidad de una minoría de tenedores de bonos para hacer cumplir sus derechos después de un incumplimiento. Esto significa que una mayoría puede evitar que acreedores individuales reclamen el monto total del bono vencido, o incluso, evitar que se inicie un litigio contra el soberano.

Sin embargo, hay que mencionar que la presencia de estas cláusulas por sí solas no garantizan una reestructuración de deuda sin problemas. Las disposiciones contractuales detalladas y otras características legales y no legales, también son importantes (Das et al, 2012).

Las técnicas de "palo" buscan el consentimiento de la mayoría de los acreedores para modificar sus condiciones de impago con el objetivo de que el instrumento sea menos atractivo para los *holdouts*. Una de las técnicas más conocidas se la conoce como "consentimientos de salida" y se caracterizan por ser vehículos legales que permiten modificar las condiciones de los bonos antiguos, incluso sus condiciones de pago, alentando a todos los acreedores a aceptar la oferta (Buchheit, 2013 y Das et al, 2012).

v. Ley de emisión

Un punto importante en el proceso de reestructuración de deuda tiene que ver con que los préstamos o bonos soberanos pueden clasificarse en función de las leyes vigentes. Esto significa que podemos estar en presencia de bonos internacionales o de bonos nacionales.

Los bonos internacionales se emiten bajo leyes extranjeras en centros financieros cómo Nueva York, Londres, Tokio, Luxemburgo, Alemania, Japón o Italia. Comúnmente, las más utilizadas han sido las leyes de Nueva York y las leyes inglesas, aunque se han observado emisiones bajo leyes de los centros financieros restantes. Por su parte, los bonos nacionales se emiten bajo legislación del país deudor y pueden estar nominados en moneda extranjera o nacional (Das et al, 2012).

Es crucial la ley vigente de los bonos, ya que determina las disposiciones contractuales para la reestructuración, teniendo en cuenta si existen cláusulas de acción colectiva o no. A su vez, es muy importante la jurisdicción en caso de que existan acreedores litigantes que eleven reclamos en un tribunal comercial (Das et al, 2012).

vi. Marco regulatorio

El proceso de reestructuración de deuda soberana no cuenta con un marco regulatorio que se aplique a todos los casos por igual. En su lugar, se han consolidado las reestructuraciones de deuda como un proceso “caso por caso” liderado por el mercado, que estará determinado por las características, condiciones y la actitud histórica con respecto a la deuda por parte de los países deudores (Díaz-Cassou et al., 2008).

Varios autores (Guzmán y Stiglitz, 2015; Krueger, 2002; Díaz-Cassou, Erce-Domínguez y Vázquez-Zamora, 2008) se han expresado en contra del funcionamiento de los procesos “caso por caso”, abogando por la implementación de un marco regulatorio universal. En sus visiones, la ausencia de un proceso predecible, ordenado y rápido para la reestructuración de la deuda tiene varios costos. Puede llevar a un soberano con deudas insostenibles a retrasar la búsqueda de una reestructuración, agotando sus reservas e impidiendo que el país obtenga sostenibilidad. Sin embargo, pese a sus esfuerzos los procesos de reestructuración de deuda siguen desarrollándose siguiendo el enfoque “caso por caso”.

En relación al establecimiento de un marco universal, Argentina presentó en 2015 a la Asamblea General de las Naciones Unidas una lista de principios que deben regir a nivel internacional para los procesos de reestructuración de deuda, la cual fue aprobada por dicho organismo. En su contenido, la resolución presenta nueve principios: soberanía; buena fe; transparencia; imparcialidad; tratamiento equitativo; inmunidad soberana; legitimidad; sostenibilidad y reestructuración de la mayoría. De esta manera, se declararon de orden público los principios básicos de los procesos de reestructuración de deuda soberana. Sin embargo, estos principios sólo representan una declaración, sin carácter legal, por lo que su cumplimiento no es obligatorio. Esto significa que la relación entre deudor y acreedor continúa

dependiendo de las características, condiciones y la actitud histórica con respecto a la deuda por parte de los países deudores, manteniendo el enfoque "caso por caso".

vii. Estado de la cuestión

Diversos autores han abordado el fenómeno de la reestructuración de deuda desde diferentes perspectivas. El presente trabajo exhibe una relación con la literatura empírica sobre estudios de casos de reestructuraciones de deuda soberana. Por ejemplo, Zettelmeyer y Sturzenegger, 2005; Finger y Mecagni, 2007; Diaz Cassou et al., 2008; Panizza et al., 2009; Das et al., 2012. Sin embargo, se diferencia de los mismos en cuanto a los casos seleccionados y a la modalidad elegida para el estudio de los mismos. Por su parte, Asonuma y Trebesch 2016 llevaron a cabo una investigación de más de 100 reestructuraciones, elaborando una base de datos con período temporal de 1978-2010. Con el objetivo de constatar la diferenciación del presente trabajo con la literatura existente, se presenta la Tabla 1, la cual señala los casos elegidos por las investigaciones anteriormente mencionadas. Adicionalmente, se presenta en la Tabla 2, la elección del conjunto de casos llevada a cabo por la presente investigación, demostrando la diferenciación existente de la misma con la literatura empírica.

Tabla 1: Selección de casos por investigación

Autores / Países	Rusia (1999)	Ucrania (1999)	Pakistán (1999)	Ecuador (2000)	Argentina (2005)	Uruguay (2003)	Belice (2006)	República Dominicana (2005)	Moldavia (2004)	Serbia (2000)	> 100 Casos
Zettelmeyer y Sturzenegger 2005	X	X	X	X	X	X					
Finger y Mecagni, 2007	X	X	X	X	X	X		X	X		
Diaz Cassou et al., 2008	X	X	X	X	X	X	X	X		X	
Panizza et al., 2009	X	X	X	X	X	X					
Asonuma y Trebesch, 2016											X

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 2: Casos seleccionados por la presente investigación

Investigación / Países	Argentina (2005)	Uruguay (2003)	Belice (2006)	Belice (2012)	Belice (2016)	Grecia (2012)	Argentina (2020)
Presente investigación	X	X	X	X	X	X	X

Fuente: Elaboración propia.

Otros autores, como es el caso de Cheng et al., 2016; Das et al., 2012; Buchheit et al., 2019 presentan evidencia sobre las características, el proceso y las implicaciones de las reestructuraciones de

deuda soberana. Es de suma importancia el apoyo en dichos autores, ya que permiten la comprensión del fenómeno estudiado con niveles de detalles necesarios para el abordaje de la investigación.

Otra línea de literatura discute las reestructuraciones de la deuda soberana desde otro punto de vista. Por ejemplo, Reinhart et al., (2003) que enfatizan sobre el rol de la historia crediticia pasada de los países en una "intolerancia a la deuda" actual; Eichengreen et al., (2019) profundizan sobre la incapacidad, por parte de algunos países, para emitir bonos en sus monedas nacionales y aumentar sus riesgos de solvencia. Asonuma y Trebesch (2015) analizan las reestructuraciones de deuda realizadas anteriormente al incumplimiento de pago. Sandleris, (2016); Trebesch y Zabel, (2017) evalúan los costos de incumplimientos y de las crisis de deuda soberana. Levy-Yeyati y Panizza, (2006) examinan el impacto del incumplimiento en el crecimiento de las economías emergentes. Bai y Zhang, (2012) analizan la duración de las negociaciones, puntualizando sobre el rol del mercado secundario.

Díaz-Cassou et al., 2008 han demostrado que el enfoque actual para la resolución de las reestructuraciones de deuda es aquel basado en un proceso "caso por caso" liderado por el mercado. Sin embargo, diversos autores han expresado la necesidad de introducir un mecanismo universal de reestructuración de la deuda soberana (Krueger, 2002; Díaz-Cassou et al., 2008; Sawiki, 2011; Guzmán y Stiglitz, 2015; Destais et al., 2019).

En línea con Cruces y Trebesch (2013), Asonuma y Trebesch (2016) se desprende que es crucial tener en cuenta la heterogeneidad de crisis de la deuda con el objetivo de estudiar sus consecuencias y luego sea posible la extracción de conclusiones.

IV. Proposiciones teóricas

En función del abordaje desarrollado en el Marco Teórico, pueden establecerse las siguientes proposiciones teóricas:

1. Si las características de la deuda y de los acreedores resultan más homogéneas, se facilita el proceso de reestructuración. Caso contrario, se dificulta dicho proceso.
2. Los procesos de negociación adquieren una menor duración si se realizan de manera preventiva y si la relación deudor-acreedor es cooperativa.
3. La dimensión geopolítica es un factor que influye considerablemente en el proceso de negociación y en los resultados de la reestructuración.
4. Las crisis macroeconómicas más profundas, conducen a mayores recortes en términos de Valor Actual Neto (VAN).
5. Los países que consiguen un mejor desempeño post reestructuración, combinan dicho proceso con la orientación de sus variables macroeconómicas en senderos mutuamente consistentes, que permiten encauzar un régimen de acumulación sostenible en el tiempo.

V. Metodología

i. Objeto de estudio y período temporal

En este trabajo se analizan las reestructuraciones de deuda aplicadas en una selección de distintos países. Se considera como objeto de estudio a los procesos de reestructuración de deuda soberana llevados a cabo por Argentina, Uruguay, Belice y Grecia, ocurridos en el período 2003-2020. De esta manera, la elección del período temporal queda determinada por la decisión de los casos a analizar, los cuales se presentan en la sección iv. Es preciso indicar que luego de haber realizado una revisión de la literatura existente, se seleccionó una combinación de casos desarrollados en un período temporal reciente. Asimismo, al tratarse de un período atravesado por la crisis financiera internacional de 2008, es posible dividir las reestructuraciones en 2 grupos: pre crisis y post crisis, para poder determinar cómo se han desarrollado los procesos de reestructuración antes y después del fenómeno mencionado.

ii. Estrategia metodológica

La presente investigación se corresponde con un estudio descriptivo que incorpora técnicas cuantitativas y cualitativas. Tal como lo definen Hernández Sampieri y Torres (2018), *"…los estudios descriptivos buscan especificar las propiedades, las características y los perfiles de personas, grupos, comunidades, procesos o cualquier otro fenómeno que se someta a análisis"* (p.80). La utilización de este tipo de estudio es conveniente cuando la meta del investigador consiste en describir fenómenos, situaciones, contextos y eventos, es decir, detallar cómo son y cómo se manifiestan (Hernández Sampieri y Torres, 2018).

Específicamente, considerando los objetivos planteados, se pretende llevar adelante un estudio de casos comparativos, donde la finalidad principal se corresponde con un análisis de cómo ocurre un fenómeno específico dentro de su contexto real (Yin, 2009). Estos tipos de investigaciones, resultan convenientes cuando no es posible llevar a cabo un diseño experimental, o cuando hay una necesidad de comprender y explicar la influencia de las características del contexto. En su interior, los estudios de casos comparativos implican un análisis y la síntesis de las similitudes, diferencias y patrones de dos o más casos que comparten un enfoque o meta común (Goodrick y UNICEF, 2014). La elección de esta modalidad se basó en trabajos previos (Sturzenegger y Zettelmeyer, 2006; Diaz-Cassou et al., 2008) en donde se analizan distintos países y se señala su relevancia para lograr un mayor entendimiento sobre las fortalezas y debilidades de los procesos de reestructuración de deuda y las contribuciones para mejorar las condiciones del país.

Una particularidad de la metodología de estudios de casos es que sus resultados no son generalizables estadísticamente. Esto significa que los estudios de casos no representan una muestra de

una población o de un universo concreto, por lo que no pueden ser generalizados estadísticamente, sino a proposiciones teóricas.

Teniendo en cuenta esta consideración, se utilizará el método de muestreo teórico y la comparación constante. El primero será desarrollado en la sección iv, mientras que el método de comparación constante consiste en recoger, codificar y analizar datos en forma simultánea para generar teoría (Soneira, 2006). Este método es de suma importancia para el abordaje de la investigación de estudios de casos comparativos. Es así como el propósito de la presente investigación es comprender la interacción entre las distintas componentes del fenómeno de la reestructuración y de las características importantes de este, de forma tal que el análisis realizado pueda ser replicado de manera genérica (Yin, 2009 y Monge, 2010). En otras palabras, se buscará lograr la comprensión del proceso, de la estructura y de las fuerzas impulsoras de las reestructuraciones, más que un establecimiento de correlaciones o relaciones de causa y efecto.

iii. Variables a analizar

Como se mencionó anteriormente, el tratamiento de datos será llevado a cabo por técnicas descriptivas que involucran aspectos cuantitativos y cualitativos. Del marco teórico propuesto se derivan diferentes dimensiones de análisis, las cuales pueden ser operacionalizadas tanto por variables cuantitativas como cualitativas. Por tanto, el análisis se realiza, para cada dimensión, tomando en cuenta la totalidad de las variables que permiten caracterizarla.

Particularmente, se analizan las dimensiones reales, laborales, monetarias-financieras, geopolíticas y las relacionadas a la deuda. A su vez, será necesario describir las condiciones iniciales de la reestructuración, el proceso de negociación y los resultados obtenidos. La complementación entre el aspecto cuantitativo y el cualitativo, será realizada a través de un análisis de los resultados obtenidos en los datos documentales y la sistematización de las experiencias de reestructuraciones realizadas.

En la Tabla 3 se presenta la matriz de variables a examinar con sus correspondientes dimensiones y unidades de medida.

Tabla 3: Análisis de variables

Dimensión	Variables	Descripción	Unidad de Medida
Real	**Crecimiento**	Variación del PBI	Términos porcentuales (%).
	Consumo	Consumo como contribución a la variación del PBI.	Contribución a la variación del PBI.
	Inversión	Inversión como contribución a la variación del PBI.	Contribución a la variación del PBI.
	Exportaciones netas	Exportaciones netas como contribución a la variación del PBI.	Contribución a la variación del PBI.
	Cuenta corriente (BdP)	Cuenta corriente en millones de dólares.	Nominal.
	Cuenta capital y financiera (BdP)	Cuenta capital y financiera en millones de dólares.	Nominal.
	Resultado primario	Resultado fiscal primario como porcentaje del PBI.	(%) del PBI.
	Intereses de deuda	Intereses de la deuda pública como porcentaje del PBI.	(%) del PBI.
	Resultado Financiero	Resultado fiscal financiero como porcentaje del PBI.	(%) del PBI.
	Libertad económica	Nivel de libertad económica.	Índice de Libertades Económicas.
Monetaria - financiera	**Inflación**	Variación del Índice de Precios al Consumidor.	Términos porcentuales (%).
	Tasa de interés activa	Variación de la tasa de interés activa.	Nominal.
	Tasa de interés real	Variación de la tasa de interés real.	Real.
	Tipo de cambio nominal	Moneda oficial de cada país con respecto al dólar.	Nominal.
	Tipo de cambio real	Variación del tipo de cambio real.	Real.
	Riesgo País	Riesgo País en puntos básicos.	EMBI.
	Reservas internacionales	Reservas internacionales en millones de dólares.	Nominal.
Laboral	**Desempleo**	Tasa de desempleo.	Términos porcentuales (%).
	Informalidad laboral	Informalidad laboral.	Términos porcentuales (%).
	Salario real	Salario real.	Real.
Geopolítica	**Importancia geopolítica**	Rol en la estructura mundial.	Cualitativa.
	Orientación geopolítica	Orientación internacional de cada gobierno.	Cualitativa.
Deuda	**Nivel de endeudamiento**	Ratio Deuda Externa/PBI.	Deuda Externa/PBI.
	Liquidez	Ratio Deuda Externa/Reservas.	Deuda Externa/Reservas.
	Capacidad de repago	Ratio Deuda Externa/Exportaciones.	Deuda Externa/Exportaciones.
Estructura de la deuda	**Composición de la deuda**	Composición de la deuda al inicio de la reestructuración.	Cualitativa.
	Series de bonos	Cantidad de series de bonos.	Númerica.
	Leyes de emisión	Leyes de emisión.	Cualitativa.
	Características de los acreedores	Heterogeneidad de los acreedores.	Binaria.
	Calificación crediticia inicial	Rating inicial de la calificación crediticia de Standars and Poor's (Ver Anexo 1)	Ordinal.
Proceso de negociación	**Momento de la reestructuración**	Reestructuración preventiva o post-incumplimiento.	Binaria.
	Duración	Tiempo transcurrido desde el inico hasta el final de la reestructuración.	Meses.
	Complejidad	Grado de complejidad en la resolución de la reestructuración.	Escala de Likert.
	Relación deudor-acreedor	Relación durante el proceso de negociación, métodos e instrumentos utilizados.	Cualitativa.
Resultados	**Participación en el acuerdo**	Acreedores que aceptaron la oferta final.	Términos porcentuales (%).
	Holdouts	Acreedores que rechazaron la oferta final.	Términos porcentuales (%).
	Haircut	Alivio de deuda obtenido en función al VAN.	Términos porcentuales (%).
	Calificación crediticia final	Rating final de la calificación crediticia de Standars and Poor's.	Ordinal.

Es pertinente realizar algunas consideraciones de la Tabla 3. La Escala de Likert, utilizada como unidad de medida de la variable complejidad, se conforma de la siguiente manera: si la reestructuración de la deuda duró menos de 3 meses, se considera ”sencilla”; si la duración fue de entre 3 y 6 meses, se define como “poco compleja”; si la duración se ubica en el rango entre 7 y 12 meses, se califica como “relativamente compleja”; si duró más de 12 meses, es considerada “compleja”; y, si la duración fue mayor a 24 meses, se define como “extremadamente compleja”. Como comentario adicional, cabe aclarar que en aquellos casos en donde no sea posible recabar la información pertinente a las unidades de medida originales, se utilizarán medidas alternativas que se correspondan con la variable a analizar.

Se espera que luego de llevar a cabo la combinación de aspectos cuantitativos y cualitativos, sea posible el establecimiento de generalizaciones y comparaciones de manera esquemática utilizando diagramas y tablas. De esta manera se obtendrá la información acabada para poder determinar el desarrollo de las reestructuraciones de deuda como así también la efectividad para mejorar las condiciones económicas del país y la sostenibilidad de la deuda reestructurada tal como se planteó en los objetivos específicos.

iv. Selección de casos

Tal como se mencionó anteriormente, en el estudio de casos no se selecciona una muestra representativa de la población, sino que debe aplicarse el muestreo teórico (Eisenhardt, 1989). Tal como lo expresan Glaser y Strauss (1968) *“El muestreo teórico se realiza para descubrir categorías y sus propiedades, y para sugerir las interrelaciones dentro de una teoría.”* (p.62). De esta manera, deben escogerse aquellos casos que ofrezcan una mayor oportunidad de aprendizaje y que permitan una generalización analítica de los resultados (Monge, 2010).

En el mismo sentido, Soneira (2006) considera que, siguiendo el método de muestreo teórico, los casos a estudiar deben ser elegidos según su potencial para ayudar a refinar o expandir los conceptos o teorías ya desarrolladas. A su vez, debe aplicarse la saturación teórica, la cual significa que deben incorporarse casos hasta que agregar un nuevo caso no constituye un hallazgo de información adicional por medio de la cual el investigador pueda desarrollar nuevas propiedades de las categorías (Soneira, 2006). Tal como lo expresan Hernández Sampieri y Torres (2018), la saturación ocurre *“… cuando los datos se vuelven repetitivos o redundantes y los nuevos análisis confirman lo que se ha fundamentado”* (p.459).

Siguiendo los lineamientos esbozados, se seleccionan los siguientes casos para la presente investigación: Argentina (2005), por tratarse de una reestructuración cuya escala no tenía precedentes, sumado a la complejidad de su deuda y la falta de cooperación de sus autoridades (Diaz Cassou et al., 2008); Uruguay (2003) considerado como la “antítesis del caso argentino” debido a su rapidez y a la modalidad que adoptaron sus autoridades con carácter favorable al mercado (Diaz Cassou et al., 2008); Belice (2006-2012-2016) considerado como experiencia única en el universo de las reestructuraciones de deuda debido a que es uno de los pocos países que tuvo que reestructurar su deuda con alta frecuencia

(3 veces) en un período de tiempo tan corto (2006-2017) (Asonuma et al., 2018); Grecia (2012) ya que se llevó a cabo un proceso de reestructuración de deuda en un país avanzado perteneciente a la Unión Europea, con tres programas de asistencia (Almunia, 2020); y Argentina (2020) debido a lo reciente de su acontecimiento y a que ha sido desarrollado en un contexto mundial atravesado por la pandemia COVID 19. Este último caso, pese a que ha sido desarrollado recientemente y a que existen elementos que quedarán sin abordar por falta de tiempo, ha sido seleccionado por su aporte al muestreo teórico y para contribuir en el aspecto novedoso de la investigación.

v. Fuentes de datos

Las fuentes de datos a emplear son de carácter secundario, utilizando sólo aquellas que satisfacen los requerimientos estadísticos de los objetivos propuestos. Por un lado, los datos utilizados para el marco teórico y el análisis descriptivo se extraerán de distintas bases bibliográficas: Scielo, IDEAS RePEc, Google Scholar y Dialnet. Adicionalmente, para el análisis descriptivo de los casos, se cuenta con información proveniente de estadísticas oficiales de cada país: Instituto Nacional De Estadística y Censos Argentina (INDEC), Banco Central de la República Argentina (BCRA), Ministerio de Economía de Argentina, Instituto Nacional de Estadística de Uruguay (INE), Banco Central Uruguayo (BCU), Servicio nacional de estadísticas de Grecia (ELSTAT), Banco de Grecia, Instituto estadístico de Belice (SIB), Banco Central de Belice. También se utilizarán datos provenientes de: las estadísticas del Banco Mundial, las estadísticas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, las estadísticas del Observatorio de Complejidad Económica, las estadísticas de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), las estadísticas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), las estadísticas del Banco Central Europeo (BCE) y los informes técnicos sobre sostenibilidad de deuda elaborados por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

VI. Estudios de caso

Como se mencionó en la sección metodológica, se seleccionaron para analizar los casos de Argentina (2005), Uruguay (2003), Belice (2006 – 2012 – 2016), Grecia (2012) y Argentina (2020). La disposición de los mismos pretende seguir un orden cronológico en función de los acontecimientos que dieron inicio al proceso de reestructuración de la deuda soberana. Asimismo, es pertinente indicar que, pese a haber seleccionado distintos casos de dos países repetidos (Argentina y Belice) se decide diferenciar los casos argentinos y agrupar los casos beliceños. El motivo de esta decisión tiene que ver con que los casos argentinos son divergentes entre sí y no refieren al mismo instrumento reestructurado. Por su parte, se lleva a cabo la agrupación de los casos beliceños porque son parte de un mismo proceso de reestructuración donde se disputan nuevas condiciones del mismo instrumento.

El análisis de los casos se organiza de la siguiente manera. En primer término, se introduce el caso con las consideraciones más importantes. En segundo lugar, se abordan las condiciones iniciales que desencadenaron la/s crisis y posterior reestructuración. Tercero, se examina la reestructuración de la deuda. Cuarto, se señala el rol de organismos internacionales intervinientes. Finalmente, se evalúa la sostenibilidad de la deuda teniendo en cuenta el Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (DSA) realizado por el FMI para cada país.

Tal como lo expresan Finger y Mecagni (2007) *"… la sostenibilidad de la deuda se define como una situación en la que se espera que un prestatario pueda continuar sirviendo su deuda sin una corrección irrealmente grande en el saldo de ingresos y gastos"* (p.13). En este sentido, la sostenibilidad abarca conceptos de solvencia y liquidez. Desde el punto de vista de la solvencia, la sostenibilidad de la deuda implica que un deudor debe poder generar fondos suficientes en períodos futuros para cubrir sus obligaciones del servicio de la deuda, sin acumular obligaciones de deuda indefinidamente. Por su parte, la sostenibilidad de la deuda desde el punto de vista de la liquidez implica que el deudor debe ser capaz de encontrar financiamiento suficiente para cerrar las brechas de financiación sin tener que llevar a cabo ajustes desordenados en la economía.

Generalmente, el DSA incluye proyecciones acerca de i) crecimiento del PBI; ii) inflación; iii) ingresos y donaciones del gobierno; iv) gastos gubernamentales sin intereses; v) saldo actual de la deuda bruta, incluida la proyección de los pagos de intereses y amortizaciones, el vencimiento promedio y un desglose entre las deudas en moneda extranjera y local; vi) la tasa de interés y condiciones de financiamiento bruto; vii) el tipo de cambio; y, viii) otros flujos de creación (o reducción) de deuda, incluidos los costos de recapitalización bancaria y los ingresos de privatización. Sin embargo, no siempre están presentes todas estas variables, lo que significa que el análisis depende de cada caso estudiado (Finger y Mecagni, 2007).

1. Argentina (2005)

El caso argentino puede considerarse como una de las reestructuraciones más significativas de la historia. Varias características justifican esta aseveración. En primer lugar, su escala no tenía precedentes, debido a que se trató de un incumplimiento de deuda de aproximadamente US$ 66 mil millones en bonos en 2001, que luego se elevó a una cifra cercana a US$ 100 mil millones como resultado de una extensión del alcance del incumplimiento y de los intereses vencidos. En segundo lugar, la estructura de la deuda era considerablemente compleja, ya que involucraba 152 series de bonos emitidos bajo 9 leyes vigentes, denominados en 6 monedas diferentes y mantenidos por miles de acreedores heterogéneos. En tercer lugar, se observó una falta de cooperación de las autoridades, lo que repercutió en un difícil proceso de negociación. Finalmente, las pérdidas impuestas a los acreedores también fueron sin precedentes, ya que se ubicaron en el rango del 71 al 75% en términos de Valor Presente Neto (VPN) (Sturzenegger y Zettelmeyer, 2005; Diaz Cassou et al., 2008).

1.1 Crisis argentina

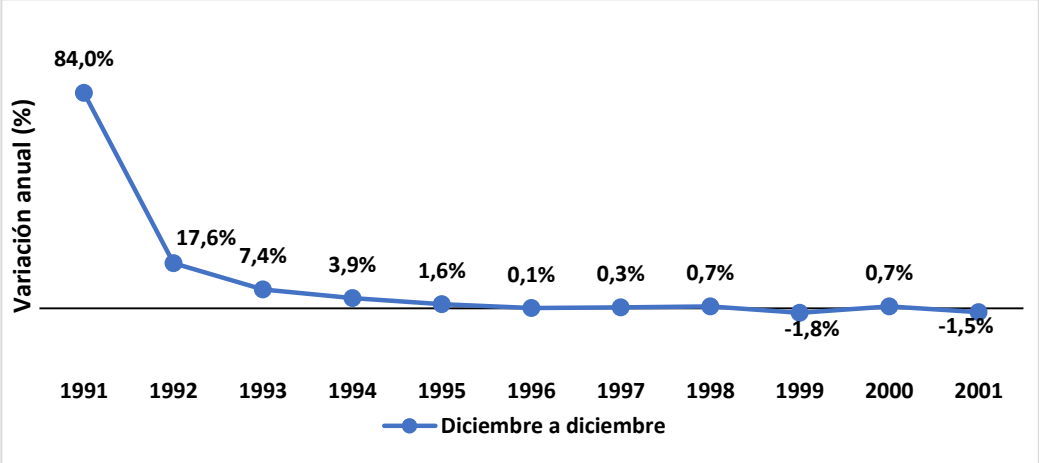
Para indagar sobre las raíces de la crisis de deuda argentina, hay que remontarse a la década de 1990. Estos años, constituyeron un período de reformas económicas de gran alcance para Argentina, donde se implementó el régimen de Convertibilidad para combatir la inflación y estabilizar la economía (Diaz Cassou et al., 2008).

En su interior, este régimen consistía en una regla extrema de tipo de cambio fijo donde se estableció la paridad “1 peso igual a 1 dólar estadounidense”. La idea era que tal tipo de cambio, reduciría las expectativas futuras de inflación por parte de los agentes económicos, y generaría más credibilidad en el accionar de las autoridades. En efecto, el programa de Convertibilidad, pretendía ajustar los desequilibrios existentes en la balanza de pagos a través de cambios en la producción y el empleo, en lugar de implementarlo a partir de los precios. El motivo de esto, tuvo que ver con que cualquier adición a las reservas de divisas, tenía que equilibrarse con una expansión igual de la base monetaria, lo que conducía a un aumento del empleo y de la producción. En el mismo sentido, cualquier contracción de las reservas tenía que equilibrarse con una contracción igual de la base monetaria, lo que conducía a una reducción de la producción y del empleo (Frenkel y Rapetti, 2010).

Efectivamente, el programa de Convertibilidad logró inspirar cierta confianza entre los participantes del mercado y generó una baja en las expectativas inflacionarias, lo que condujo a una caída de la tasa de inflación para la década de 1990. Con lo cual, puede afirmarse que el programa fue exitoso en cuanto a su objetivo inmediato de reducir la inflación. Como se observa en la Figura 2, desde el inicio hasta el final de la década se desarrolló una tendencia a la baja de la inflación anual, incluso en 1999 y 2001 arrojó tasas negativas. Esta estabilidad de precios, solucionó el problema hiperinflacionario que atravesó el país en la década del 80. Sin embargo, a pesar de su drástica disminución, la inflación continuó

durante algunos meses por encima del promedio internacional, lo que generó un retraso del tipo de cambio afectando la competitividad de los bienes transables.

Figura 2: Evolución de la inflación en Argentina (1991-2001)

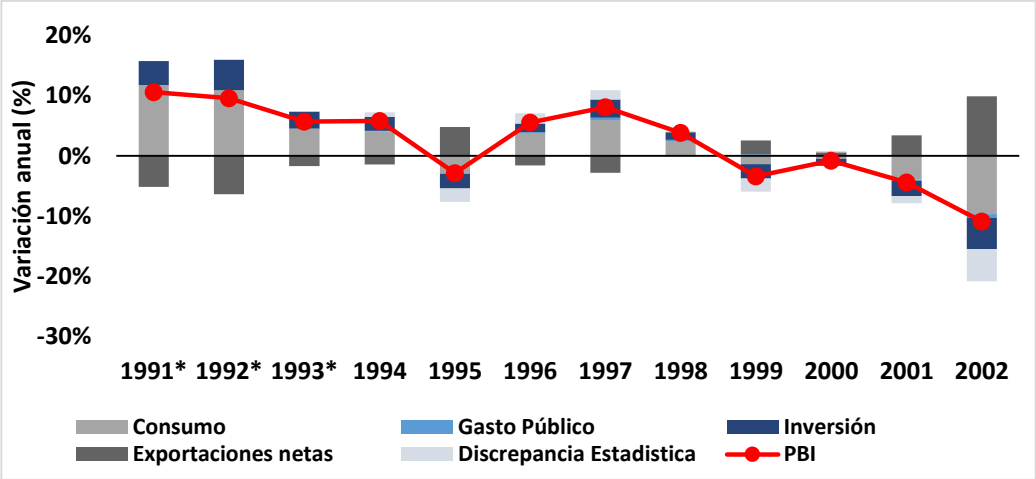


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

El Plan de Convertibilidad no se limitó únicamente a intentar frenar la inflación, sino que también abarcó reformas económicas que buscaban darle dinamismo a la inversión y al crecimiento. Las medidas buscaron una apertura al comercio internacional, con la intención de generar más competencia y aumentar la productividad de la industria local. Adicionalmente, se eliminaron gran parte de las trabas burocráticas para importar y se bajaron impuestos a las importaciones. Sumado a esto, se eliminaron las retenciones a las exportaciones tradicionales (Kiguel, 2015).

Como se observa en la Figura 3, la Convertibilidad hasta el año 1998 mostró indicadores económicos alentadores, a excepción de 1995, donde las altas tasas de crecimiento fueron interrumpidas por los efectos de la crisis mexicana, los cuales fueron agrupados bajo el nombre de "*efecto Tequila*". El aumento de la producción fue traccionado principalmente por la expansión del consumo, que se encontraba deprimido luego de la recesión de 1989-90. Al mismo tiempo, se registró una reactivación significativa de la inversión, la cual fue favorecida por las reformas estructurales, el acceso al crédito y el ingreso de capitales extranjeros que sucedieron en el período mencionado. Por otra parte, pese al retraso cambiario, las exportaciones mostraron un crecimiento significativo. Sin embargo, también se incrementaron las importaciones (en una mayor proporción), lo que desencadenó el déficit de la balanza comercial hasta 1998, la excepción nuevamente fue el año 1995. Como se mencionará más adelante, a partir de 1999 la economía comenzó un camino de descenso en la actividad, producto entre otros factores, de la caída del consumo y la inversión.

Figura 3: Contribución a la variación del PBI de las principales cuentas nacionales (1991-2002)

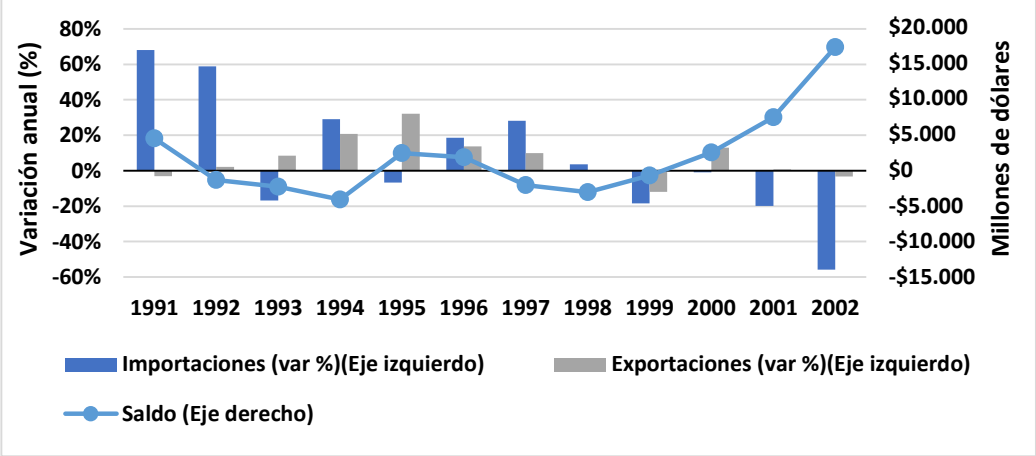


(*) Se incluye Gasto Público dentro de Consumo por disposición de datos

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

El comportamiento de las importaciones y exportaciones de bienes se desagrega en la Figura 4, donde se presenta la evolución y se visualiza el saldo resultante. Las exportaciones resultaron beneficiadas hasta 1996 por el crecimiento paulatino de los precios en los mercados internacionales, los cuales compensaron el tipo de cambio poco favorable para competir en el exterior. A partir de entonces, se revirtió la tendencia y las ventas argentinas comenzaron a estancarse en valor, aunque continuaron creciendo en volumen. Por su parte, las importaciones mostraron un acelerado crecimiento, relacionado con el levantamiento de restricciones arancelarias y no arancelarias, utilizadas anteriormente para proteger la industria nacional o para mantener un saldo comercial positivo que generara divisas para el pago de intereses de la deuda externa.

Figura 4: Evolución de Importaciones y Exportaciones de bienes en Argentina (var %) (1991-2002)

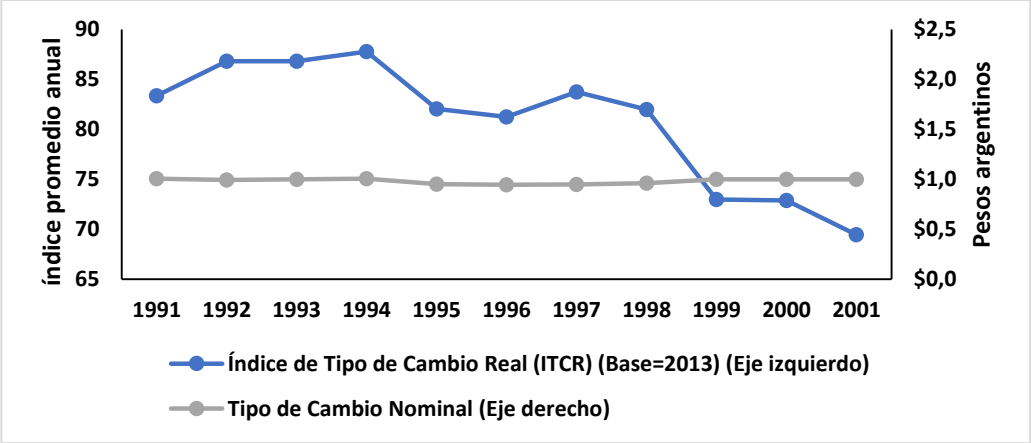


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Como se mencionó anteriormente, el tipo de cambio real que presenció Argentina en la Convertibilidad fue poco favorable para competir en el exterior. En la Figura 5 se presenta su evolución y

se deja explicitada la tendencia a la apreciación significativa tras la imposición de un tipo de cambio nominal fijo. Tal como lo expresa Rapoport (2000), "*el atraso cambiario, …, constituyó un instrumento de control para los precios internos, buscando disciplinar a los empresarios locales para que su producción no superara los costos y precios internacionales"* (p.25).

Figura 5: Evolución del ITCR y TCN en Argentina (1991-2001)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Un eje central de la Convertibilidad fue el proceso de privatización de las empresas públicas que durante las dos décadas anteriores se habían caracterizado por ser ineficientes, altamente deficitarias, y por brindar malos servicios (Kiguel, 2015). El país logró atraer grandes cantidades de flujos de capital, incrementando de esta manera, las reservas de divisas. A partir del establecimiento de la Convertibilidad, el déficit fiscal ya no pudo ser financiado con emisión monetaria, lo que marcaba la importancia del ingreso de flujos externos para afrontar los déficits recurrentes.

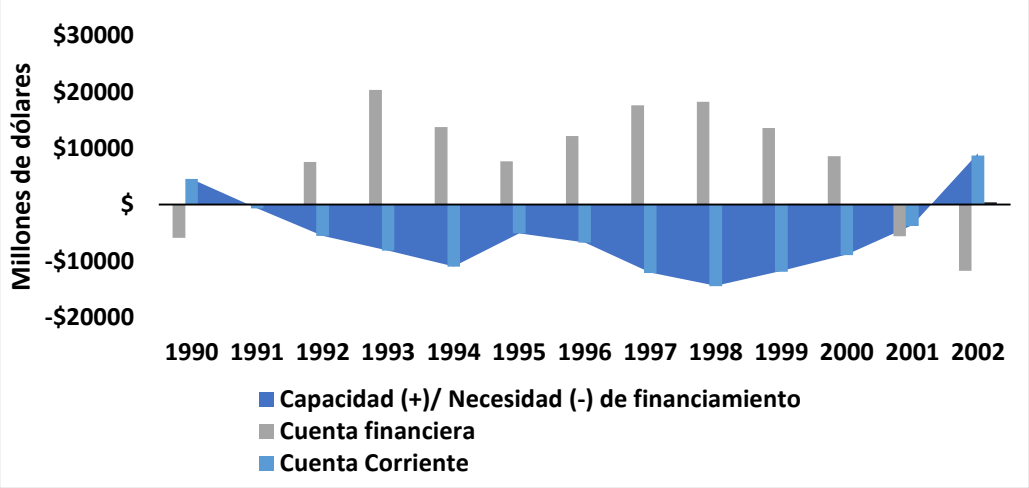
En la Figura 6 se presentan los resultados de la Balanza de Pagos argentina. Como puede verse, el período estuvo marcado por déficits periódicos de cuenta corriente, los cuales incrementaban la necesidad de financiamiento del país. En este sentido, los ingresos de capital extranjero, incluidos en la cuenta financiera, constituyeron la fuente de financiamiento.

Por su parte, la Figura 7 presenta el comportamiento de las reservas internacionales, que claramente mostraron una tendencia ascendente a lo largo de todo el período, comenzando su disminución a comienzos del año 1998. En los años 94 y 95 se produjo un estancamiento de las reservas, asociado con la crisis mexicana y la desconfianza hacia los mercados emergentes.

Según Arora (2016), existieron tres razones principales para que se diera este movimiento de fondos: una disminución en la tasa de interés de Estados Unidos, a principios de la década; estabilidad de precios en el país después de adoptar el régimen de convertibilidad; y, los incentivos otorgados a inversores privados, basados en la desregulación de la economía bajo el esquema de convertibilidad. Con respecto a este último punto, hay que mencionar que, según el Índice de Libertades Económicas del

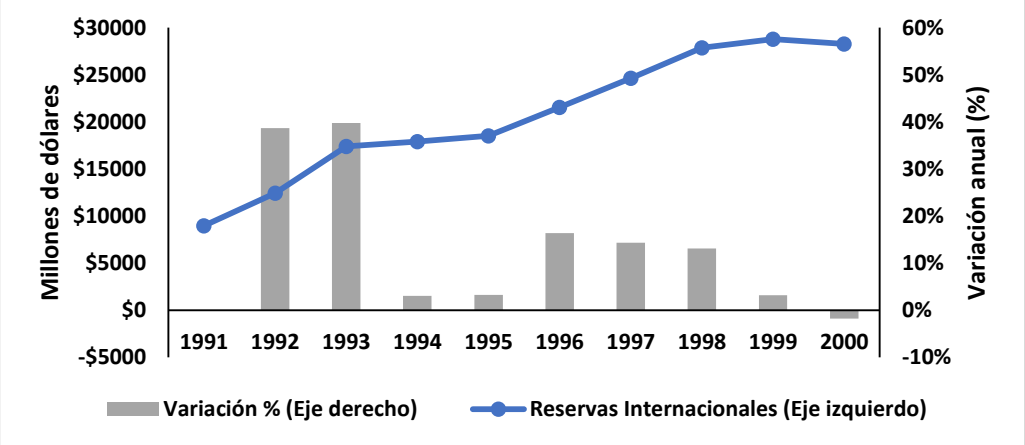
Mundo[9] publicado por el Instituto Fraser, Argentina pasó de ser considerada con 4,50 puntos al comienzo de la década del 90, a ser considerada con 7,30 puntos al final de la misma. Esto significa que el país pasó de estar en el puesto 95 al 37 en el ranking elaborado por el Instituto mencionado, lo que refleja el período de desregulación económica llevado a cabo.

Figura 6: Balanza de pagos en Argentina (1990-2002)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Figura 7: Evolución de Reservas Internacionales en Argentina (1991-2000)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

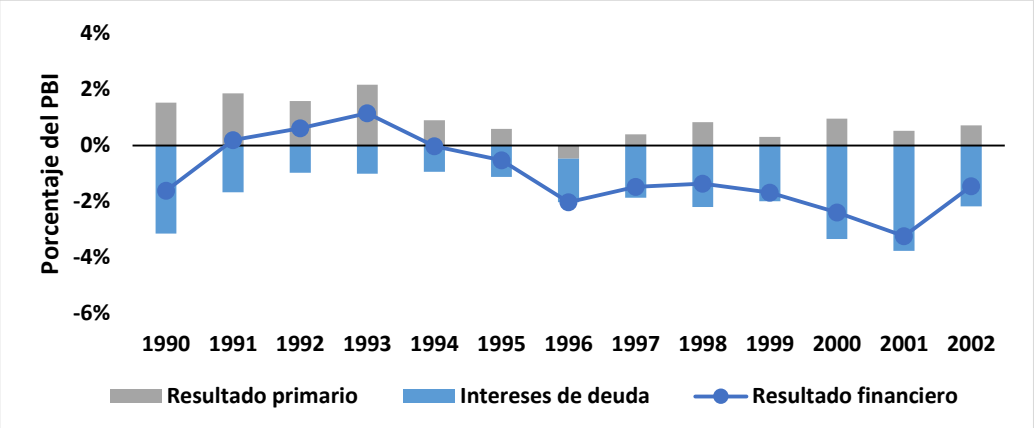
A las condiciones ya mencionadas del período, se le sumó una fuerte reducción del déficit fiscal financiero (Figura 8) para conseguir confianza en el plan y lograr la estabilidad de precios. De hecho, hasta 1993 se había logrado llegar al superávit fiscal financiero, producto del resultado primario que fue positivo y contribuyó a compatibilizar las cuentas públicas con los requerimientos del Plan de Convertibilidad. En palabras de Kiguel (2015), "*si el país hubiese seguido con déficits fiscales y sin acceso al financiamiento,*

[9] Este Índice mide el grado en que las políticas e instituciones de los países apoyan la libertad económica. El grado de libertad económica se mide en cinco áreas amplias: Tamaño de gobierno, sistema legal y derechos de propiedad, dinero sano, y, libertad para comerciar internacionalmente. La escala de puntuación es de 1 a 10, donde 10 es el mayor nivel de libertad económica.

hubiera sido imposible frenar la emisión monetaria y cualquier programa de estabilización muy pronto se tornaría insostenible" (p.158). Este resultado fiscal fue posible gracias al combo de ingresos corrientes y recursos provenientes de las privatizaciones. Sin embargo, cuando estos últimos comenzaron a declinar, el equilibrio fiscal comenzó a peligrar y las autoridades comenzaron a recortar diversas partidas del gasto, como sueldos y salarios, gastos operativos e inversiones públicas.

No obstante, ya en 1994 el déficit financiero comenzó a crecer en relación directa al incremento del pago de intereses de deuda, pese a contar con resultados primarios positivos. Considerando la imposibilidad de emitir dinero para financiar los desequilibrios, se impulsó la toma de nuevos créditos que implicaron mayores intereses y déficits más abultados, ingresando en un círculo vicioso.

Figura 8: Resultado fiscal en Argentina (1990-2002)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y CEPAL

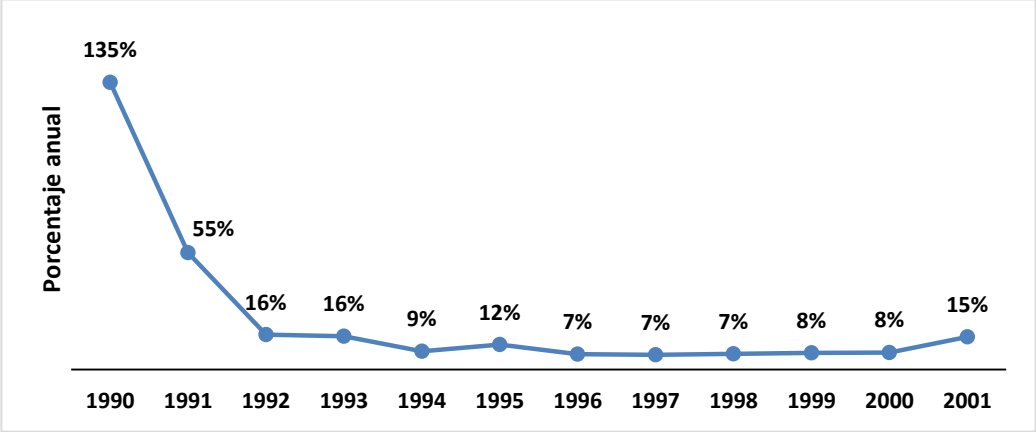
A pesar de los indicadores alentadores mencionados, el régimen de la Convertibilidad seguía siendo vulnerable dado que dependía de la confianza de los inversores del exterior y de los ahorristas locales para mantener la estabilidad financiera. En consecuencia, a fines de la década de 1990, las debilidades de la economía argentina surgieron como resultado de una combinación de factores externos e internos.

Por el lado externo, Argentina se vio afectada por una serie de acontecimientos adversos como la crisis asiática (1997), la crisis rusa (1998) y la crisis brasileña (1998), que deterioraron el acceso de las economías emergentes a los mercados financieros internacionales. En el mismo sentido, debe mencionarse que, fue un período de caída en los precios internacionales de *commodities* y de apreciación del dólar, lo que contribuyó a disminuir la competitividad externa de Argentina frente a sus principales socios comerciales (Diaz Cassou et al., 2008). A su vez, a mediados de 1999, la Reserva Federal comenzó un ciclo de política monetaria restrictiva, aumentando la tasa de interés de corto plazo de un 4,75% a 6,50% en un período de 15 meses. Esta suba repercutió en una reversión de los flujos de capitales hacia países emergentes, generando un problema para Argentina.

Con respecto a los factores internos, hay que mencionar que el incremento en las entradas de capitales generó un fuerte aumento de la liquidez de la economía. Esto provocó una reducción de las tasas de interés (Figura 9), lo que implicó un aumento de la demanda agregada. Por consiguiente, el aumento de la demanda agregada trajo consigo un alza en los precios de bienes no transables, provocando una apreciación del tipo de cambio real. Reforzando esta apreciación, surgió una inercia inflacionaria debido a la indexación de los contratos salariales y a la indexación de muchos bienes no transables como alquileres de viviendas, matrículas escolares y pagos de hipotecas. Esto se vio agravado por el hecho de que, las autoridades tenían poco margen de maniobra, debido a que habían perdido el control de la política monetaria y no contaban con la posibilidad de devaluar la moneda.

Para lograr la credibilidad del esquema monetario, era fundamental mantener un marco fiscal sólido. Sin embargo, las autoridades argentinas, tendieron a implementar políticas procíclicas durante toda la década, las cuales se enmascaraban en los períodos de crecimiento, pero se hicieron cada vez más evidentes cuando la economía argentina perdía fuerza (Diaz Cassou et al., 2008; Frenkel y Rapetti, 2010).

Figura 9: Evolución de la Tasa de Interés Nominal Activa en Argentina (1990-2001)



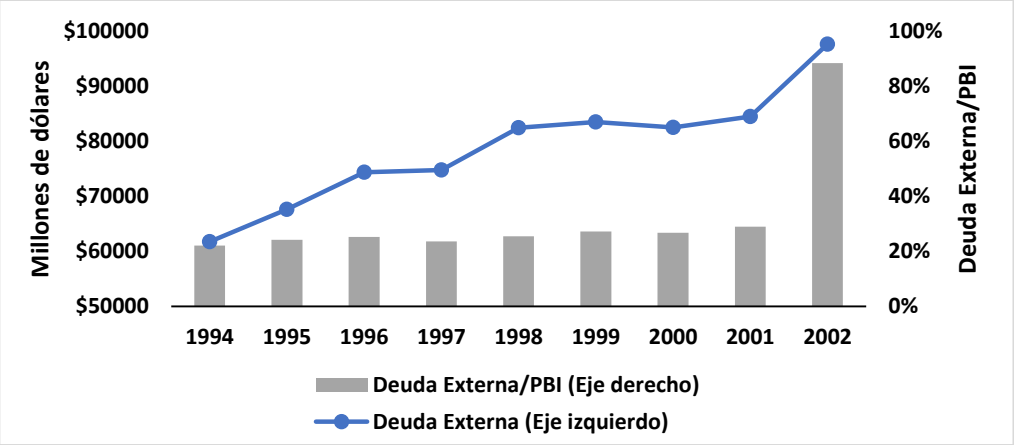
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Todos estos acontecimientos, incrementaban la necesidad de financiamiento, lo que impulsó aún más la acumulación de deudas en la segunda mitad de la década. El incremento del endeudamiento puso de manifiesto los desequilibrios del modelo de Convertibilidad. Como se expresó anteriormente, era necesario contar con superávits fiscales, que generen recursos para el pago de deudas, y superávits comerciales, con el objetivo de obtener divisas para efectuar dichos pagos. Al incurrir en constantes déficits comerciales y déficits fiscales, a partir de 1994, tanto la cancelación de pasivos como el mantenimiento de la base monetaria, demandaron un endeudamiento creciente, tal como se plasma en la Figura 10.

La recuperación económica que se dio a inicios de la Convertibilidad, permitió reducir temporalmente el problema del pago de intereses de deuda, sin embargo, fueron recuperando terreno a medida que aparecían dificultades en la economía. En este marco, el país contaba con un stock

significativo de empresas públicas, con lo cual, podía generar los recursos necesarios para afrontar sus deudas. No obstante, a finales de la década, el Estado no tuvo casi activos para vender, y la deuda era más elevada que en los inicios, lo que agravó considerablemente el problema. La relación Deuda Externa/PBI alcanzó su pico máximo en 2002, llegando al 88%, debido a la combinación del incremento en el endeudamiento y la caída del PBI, que superó el 10% en 2002.

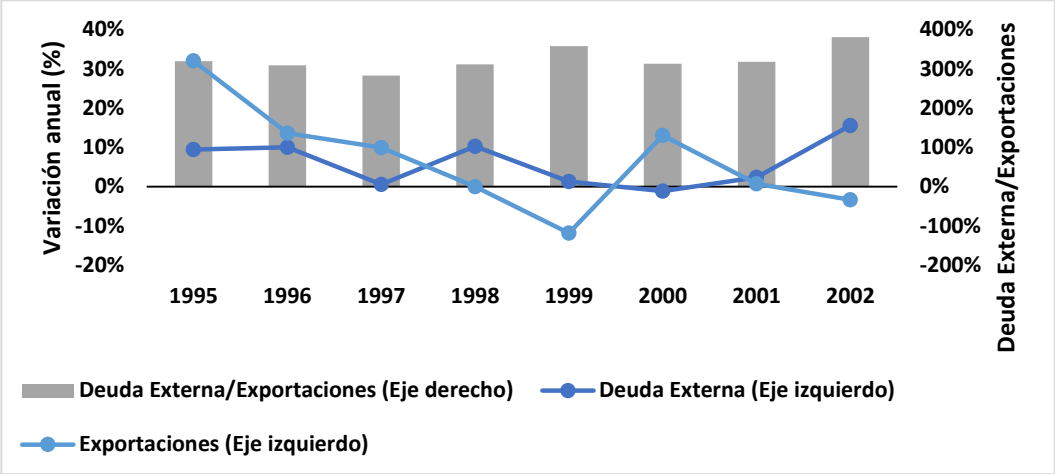
Figura 10: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central de Argentina (1994-2002)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y CEPAL

Como complemento de la situación mencionada, la Figura 11 presenta la evolución de la Deuda Externa como porcentaje de las exportaciones a partir del año 1995. La relación Deuda/Exportaciones "*es un indicador de la viabilidad de la deuda, ya que indica la proporción de los ingresos de exportación de un país que se destinará al servicio de su deuda y, por consiguiente, muestra en qué medida el pago de las obligaciones de servicio de la deuda es vulnerable a una caída inesperada de dichos ingresos*" (FMI, 2003a, p. 198). Este indicador mostró una tendencia creciente hasta 1999, mientras que disminuyó levemente en 2000 y 2001. Sin embargo, la relación deuda externa/exportaciones alcanzó su pico en 2002, con la suma de 380% que se corresponde con un aumento del endeudamiento (15,60%) y una caída de las exportaciones (-3,36%).

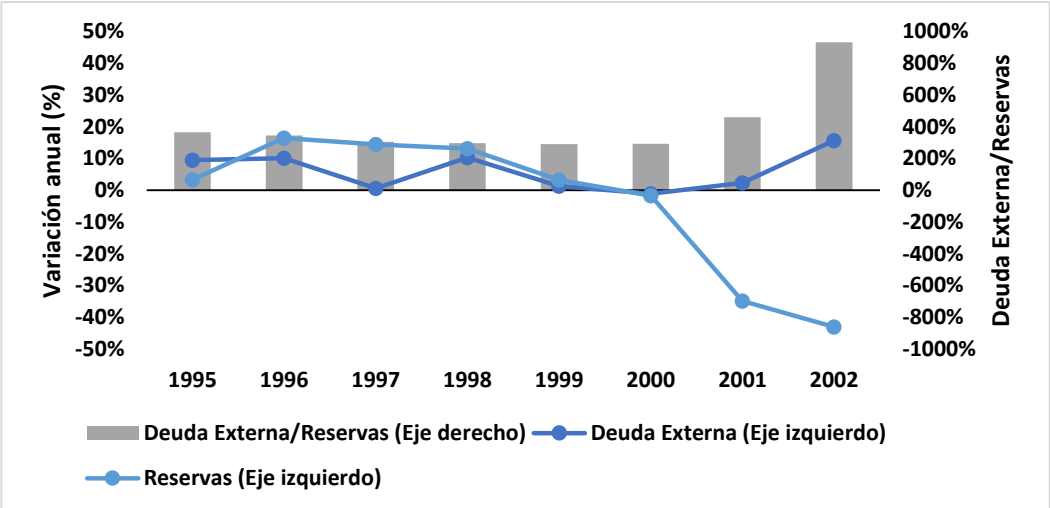
Figura 11: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central de Argentina como % de Exportaciones (1995-2002)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y CEPAL

Asimismo, es necesario analizar la relación deuda externa/reservas internacionales (Figura 12). En este sentido, al interesarse por esta relación es posible contar con un "*… indicador de la rapidez con que un país se vería forzado a realizar ajustes si pierde su acceso al financiamiento externo, por ejemplo, como resultado de una evolución adversa de los mercados internacionales de capital*" (FMI, 2003a, p. 199). Como puede visualizarse, las reservas internacionales mostraron una tendencia descendente hasta el año 2002, mostrando períodos de caídas a partir de 2000. Esta dinámica concatenada con el aumento del endeudamiento, determinaron una relación deuda externa/reservas ascendente que alcanzó su pico en 2002 tras presentar un índice de 932% que dejó de manifiesto la gravedad del problema y la necesidad de afrontarlo.

Figura 12: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central de Argentina como % de Reservas (1995-2002)



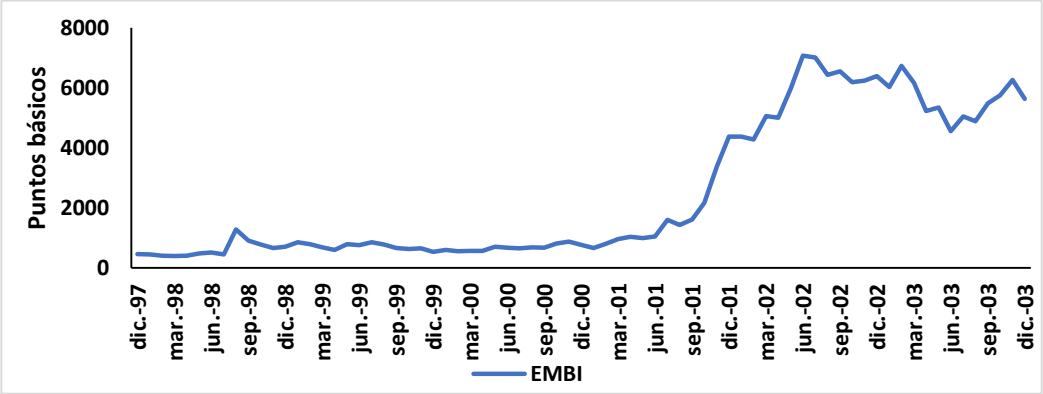
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y CEPAL

En esta dinámica de problemas fiscales y endeudamiento, la fragilidad de la economía argentina se incrementaba, conduciendo a un debilitamiento en la credibilidad de la gestión económica y del sistema cambiario (Arora, 2016). A su vez, no se visualizaba claridad a la hora de establecer soluciones. De hecho, la modificación del escenario, abandonando la vinculación al dólar y devaluando la moneda, planteaba riesgos considerables para el sistema financiero y era políticamente inaceptable dadas las grandes cantidades de deudas contraídas en dólares y mantenidas por quienes no tenían ingresos en esa moneda.

En este contexto, el gobierno argentino decidió la implementación de una serie de medidas como la introducción de un impuesto a las transacciones financieras, operaciones de ingeniería financiera como el "mega-canje", persuasión moral de colocar deuda internamente (Bono Patriótico), congelamiento de las cuentas bancarias (Corralito), o la reestructuración semi-coaccionada de la deuda interna. Todos estos intentos tardíos de salvar el régimen de Convertibilidad fracasaron y en diciembre de 2001 las autoridades se vieron obligadas a dejar de pagar sus obligaciones (*default*) y unas semanas después, hacer flotar el peso. En este sentido, las desesperadas medidas adoptadas previo al *default* no sólo resultaron ineficaces, sino también marcadamente perjudiciales, dado su efecto amplificador sobre las dificultades económicas provocadas por la crisis (Diaz Cassou et al., 2008).

El indicador que representaba esta situación fue el riesgo país. Una suba en el riesgo país despertaba preocupación, ya que se leía como una alerta de que saldrían capitales, bajarían depósitos en conjunto con las reservas internacionales, y eventualmente generaría una recesión económica o posiblemente una crisis cambiaria (Kiguel, 2015). Como se observa en la Figura 13, el riesgo país se mantuvo estable hasta finales de 2000 y principios de 2001, donde se produjo una fuerte suba (llegó a superar los 7000 puntos básicos en junio de 2002) y el cierre del acceso a los mercados voluntarios de crédito.

Figura 13: Evolución del Riesgo País en Argentina (dic 97-dic 03)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

1.2 Reestructuración de la deuda

1.2.1 Primera parte de la reestructuración

Como comentario inicial, cabe expresar que antes del incumplimiento de los bonos a fines de 2001, el gobierno argentino hizo todo lo posible para movilizar fuentes de financiamiento internas para sustituir la pérdida de acceso a fuentes externas de crédito. Esto comprendió el ejercicio de persuasión moral sobre bancos nacionales, los fondos de pensiones y grandes empresas para que adquieran bonos del gobierno, y operaciones de ingeniería financiera destinadas a aliviar las presiones de liquidez que referían al corto plazo. Sin dudas, la medida más extrema para incorporar a los acreedores nacionales en este esfuerzo de resolución de crisis, fue el intercambio "voluntario" de bonos en poder de los residentes, por préstamos "garantizados" en noviembre de 2001. Este hecho fue el inicio del proceso de reestructuración de la deuda argentina (Diaz Cassou et al., 2008).

En la Tabla 4, se presenta la composición de la deuda del sector público al momento del *default* en 2001. Como puede notarse, la deuda era de 143,8 mil millones de dólares, desagregada en deuda externa (87,5 mil millones) y deuda interna (56,3 mil millones). Dentro de la deuda externa, la deuda comercial representaba el 59%, la deuda multilateral el 36%, la deuda bilateral el 5%.

Tabla 4: Composición de la deuda del sector público al momento del default (millones de dólares)

Deuda total del sector público		143,8
Externa		87,5
	Multilateral	31,6
	Bilateral	4,5
	Comercial	51,2
Interna		56,3

Fuente: Elaboración propia en base a Diaz Cassou et al., 2008

Tal como plantean Sturzenegger y Zettelmeyer (2005), el alivio de deuda buscado a través del proceso de reestructuración, se planificó en 2 etapas. La primera de ellas ("Fase 1") estaría dirigida a los residentes domésticos, y la segunda ("Fase 2") a los no residentes. La intención era clara, segmentar a los tenedores de bonos locales y extranjeros para proteger las instituciones financieras y los fondos de pensiones nacionales.

La estrategia de la Fase 1 consistió en ofrecer a los tenedores de bonos locales, prestamos "garantizados" regidos por la ley argentina a cambio de sus bonos. La "garantía" serían los ingresos recaudados a través del impuesto a las transacciones financieras. Como contraparte de la garantía ofrecida, se reducirían los pagos de intereses y se extenderían los vencimientos. De esta manera, a los acreedores se le dieron de 1 a 3 opciones, en función del instrumento ofrecido:

- Préstamo a tasa fija en la que las tasas de interés se reducirían en un 30% en relación con la tasa original, con un tope del 7% anual. Los vencimientos se extienden, por

tres años, en instrumentos de menor plazo. Los intereses se pagan mensualmente con la recaudación del impuesto a las transacciones financieras.

- Para los bonos de tasas flotantes, se impusieron condiciones similares, con un tope de Libor[10] más 300 puntos básicos.
- Conversión en un préstamo capitalizable con vencimiento en 2011. Esta alternativa solo se ofreció a unos pocos bonos.

Para lograr una amplia participación, se ofrecieron varios incentivos, entre los que se incluyeron reglas contables favorables para los bancos y los fondos de pensiones, a los que se les permitió valorar la nueva deuda a la par en lugar de ajustarse al mercado, sumado a las garantías tributarias y a la posibilidad de reclamar sus bonos originales en caso de alguna modificación en las condiciones adjuntas a los préstamos garantizados. Sin embargo, el principal incentivo fue la amenaza de una reestructuración involuntaria en peores condiciones, si se rechazaban los términos propuestos en esta Fase 1. En este sentido, Standard and Poor's calificó a Argentina con la categoría de *default* selectivo (SD).

El resultado de la reestructuración en la Fase 1 fue exitoso, ya que se licitó casi la totalidad de la deuda en manos de bancos, fondos de pensiones locales y residentes locales. En efecto, en noviembre de 2001 se canjearon 41.7 mil millones de instrumentos de deuda, lo que implicó una reducción de 2.35 mil millones en intereses y 2.5 mil millones en amortizaciones de capital, solo en 2002. Como esta operación redujo el pago de intereses y amplió el horizonte de vencimientos, implicó una pérdida de VAN de alrededor del 26%[11] (Sturzenegger y Zettelmeyer, 2005; Diaz Cassou et al., 2008).

Al poco tiempo del intercambio de la Fase 1, Argentina sufrió una corrida bancaria a la que reaccionó imponiendo un congelamiento de depósitos. Como resultado, se vivió un clima de agitación y disturbios políticos, lo que desencadenó en la caída del gobierno de turno. La nueva administración expresó el incumplimiento generalizado de la deuda pública y decidió devaluar la moneda. En ese momento, el volumen de deuda en *default* afectada a los residentes ascendía a US$ 66 mil millones. En este punto, como la composición de la deuda se encontraba mayoritariamente denominada en dólares, aumentó considerablemente la carga de la deuda.

Para lidiar con este efecto, el gobierno llevó a cabo la "pesificación" de los préstamos garantizados emitidos en noviembre de 2001, así como también de aquellos instrumentos legales que estaban denominados en dólares[12]. Esta modalidad se realizó con un tipo de cambio peso-dólar de 1,40

[10] La *London Interbank Offered Rate* (LIBOR) es una tasa de interés determinada por las tasas que los bancos, que participan en el mercado de Londres, se ofrecen entre ellos para depósitos a corto plazo. Es una de las tasas de referencias más importantes a nivel mundial (Ver Duarte, 2012).
[11] Sumado a la pérdida del VAN, el intercambio implicó una disminución en la liquidez para los acreedores, ya que no había un mercado secundario para comerciar sus nuevos instrumentos de deuda. (Ver Diaz Cassou et al., 2008).
[12] Se pesificaron alrededor de 58 mil millones de dólares en total.

(el tipo de cambio oficial de ese momento era de 1,90) y con la promesa de indexar los pagos de intereses y capital por la inflación (Sturzenegger y Zettelmeyer, 2005; Diaz Cassou et al., 2008).

Aunque los términos de los instrumentos de la ley nacional acordados en la Fase 1, se cambiaron por orden fiduciario, se les dio la opción a los inversores de volver al bono (reestructurado) en moneda extranjera inicial. En este sentido, se estima que los tenedores de aproximadamente US$ 3.65 mil millones hicieron uso de esta opción. Por su parte, hubo un grupo de acreedores (mayoritariamente fondos de pensiones) que agrupaban alrededor de US$ 16.3 mil millones de "préstamos pesificados", que rechazaron ambas alternativas desarrollando acciones legales contra el gobierno[13]. El *haircut* promedio (no ponderado) obtenido fue de alrededor del 45%, donde la mayoría de los *haircuts* estaban en el rango del 30 al 65 por ciento (Sturzenegger y Zettelmeyer, 2005).

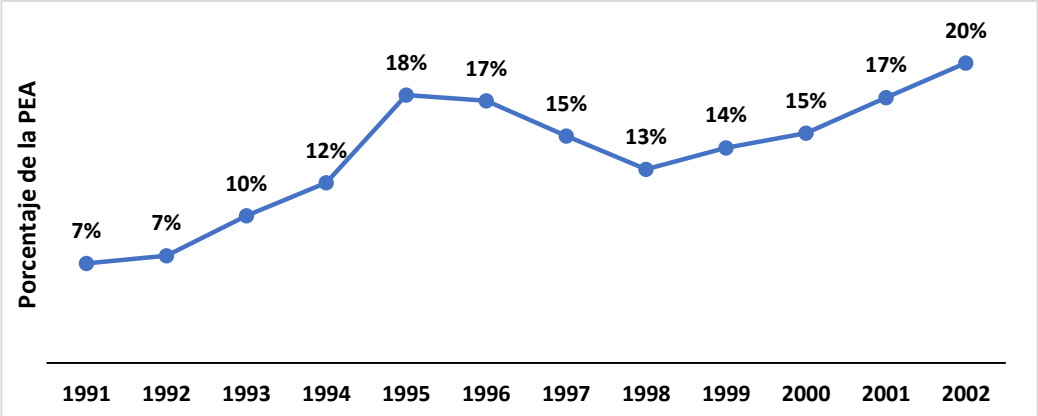
Una de las características principales de la reestructuración argentina fue la prolongación del proceso de negociación. De hecho, al finalizar la Fase 1 y el período de "pesificación", aún quedaba una gran cantidad de existencias de deuda internacional no reestructurada[14], en manos de no residentes y de algunos residentes que no habían participado de la licitación realizada en la Fase 1. Cabe mencionar que, debido al cambio de autoridades, la Fase 2 no pudo desarrollarse según lo planeado.

Este traslado de mando, encontraba al país en una situación crítica, teniendo en cuenta los indicadores analizados en la sección anterior, a lo que había que sumarle un 59% de informalidad laboral[15] y una tasa de desempleo (Figura 14) que creció desde 7% al comienzo de la década de los 90 a 20% en 2002 como consecuencia del proceso de desindustrialización y la privatización de empresas estatales (Basualdo, 2003). En este sentido, Kiguel (2015) plantea que no se tomaron medidas complementarias orientadas a contener social y económicamente y a reinsertar en el mercado laboral a los empleados que se despedían para ajustar la entidad a las verdaderas necesidades del servicio. Asimismo, este autor considera que *"… en el pasado muchas empresas públicas habían contratado gente para ocultar el desempleo encubierto"* (p. 142).

Al desempleo creciente, se le adiciona la evolución del salario real (Figura 15) que mantuvo una tendencia estable en la década del 90. En los comienzos de los años 2000, se observa una tendencia decreciente del salario real, lo que repercutió en una menor capacidad de compra por parte de los asalariados y en una situación crítica del mercado laboral.

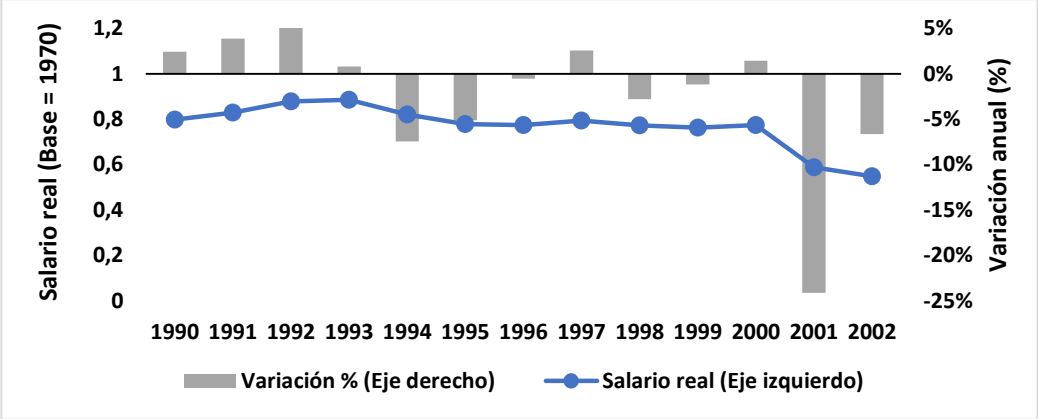
[13] Como resultado de sus acciones legales, sus préstamos fueron "redolarizados" por decreto en 2003.
[14] Alrededor de US$ 80 mil millones de deuda emitida anteriormente al *default.*
[15] Fuente: Organización Internacional del Trabajo

Figura 14: Evolución de la Tasa de Desempleo en Argentina (1991-2002)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Figura 15: Evolución del Salario Real en Argentina (1991-2002) (Base=1970)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Con el cambio de autoridades, se observó un viraje geopolítico del país. Se ponía fin a la política exterior que abogaba por el desarrollo económico y la estabilidad política a través de la reinserción internacional como aliada de los países del primer mundo. Se dejaba de contar con un perfil cooperativo y menos conflictivo frente a Estados Unidos, dejando de formar parte de la ola globalizadora que se traducía en apertura de la economía al comercio y sostenimiento de déficit comerciales con endeudamiento. Asimismo, se rompía con el avance hacia el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA)[16] que pretendía la reducción de barreras arancelarias para impulsar el comercio y la integración.

En su lugar, comenzó a configurarse un eje Atlántico-caribeño conformado por Argentina, Brasil, Venezuela y Cuba, imponiendo el retorno a ideas propias de un regionalismo autónomo, vinculadas a las tradiciones nacional-desarrollistas, en detrimento del regionalismo abierto de los años noventa. Estas concepciones, descansaban en el principio de autonomía, cuya obtención del mismo la planificaron con un incremento en las relaciones con China y Brasil, y de este modo romper con el alineamiento político

[16] Ver Jaquenod (2013)

con Estados Unidos. En el mismo sentido, se llevó a cabo un largo período de desencuentros y fricciones con el FMI, lo que contribuyó al alargamiento de los plazos de la reestructuración de la deuda (Jaquenod, 2013; Miranda, 2018; Merino y Nodorosky, 2019).

A la hora de afrontar este problema, en septiembre de 2003 el gobierno presentó una estrategia inicial de reestructuración de la deuda que se conoció con el nombre de "directrices de Dubái" y cuyo objetivo era lograr un 75% de quita en términos nominales sin reconocimiento de los intereses vencidos, lo que habría supuesto una pérdida de VAN cercana al 90% para los inversores. Luego de esta propuesta, se llevó a cabo un período difícil de negociación por la resistencia de los acreedores, lo que desencadenó en una nueva propuesta el 1 de junio de 2004, conocida con el nombre de "propuesta de Buenos Aires". Esta propuesta planteaba tres alternativas:

1. Una opción a la par, según la cual los bonos antiguos se canjearían a la par por un bono nuevo con vencimiento a 35 años y cupón creciente[17].
2. Una opción de descuento, que ofrecía un canje de bonos antiguos a un descuento nominal del 66% con un cupón de 8,28% y vencimiento a 30 años; y,
3. Una opción cuasi-par, que ofrecía canjear bonos antiguos por bonos denominados en pesos argentinos indexados al índice de precios al consumidor (IPC), que implicaría un recorte nominal del 31% luego de la pesificación, y con cupón de 3,31% a vencer en 42 años.

Con respecto a la denominación de la moneda, en las opciones (1) y (2) los bonistas podían elegir entre pesos indexados al IPC, dólares estadounidenses, euros y yuanes. Como novedad del intercambio, se incluyó una "garantía de PBI" para todos los instrumentos, desmontable con pagos vinculados al crecimiento del PBI. A su vez, se incluyeron varias características legales para desalentar a los *holdouts*, como la cláusula de "estatus del acreedor preferido" que estipula que cualquier mejora futura en las condiciones del canje, deberá extenderse a todos los demás participantes. En el mismo sentido, se promulgó la Ley Cerrojo, que prohibió al gobierno reabrir cualquier intercambio en el futuro para los tenedores de bonos que se niegan a cumplir los términos presentados en la propuesta (Sturzenegger y Zettelmeyer, 2005; Diaz Cassou et al., 2008; Arora, 2010).

El intercambio se abrió formalmente en febrero de 2005 y se completó en abril del mismo año. El volumen de deuda elegible para realizar el canje ascendió a US$ 82 mil millones. La participación fue del 76,15% de todas las tenencias, dando lugar a 35.3 millones de deuda reestructurada de los cuales: US$ 15 mil millones se trataron de bonos a la par, US$ 11.9 mil millones fueron bonos con descuento, y, $24.3 mil millones (equivalentes a US$ 8.3 mil) en bonos cuasi-par. Esto significó que el 44% de la deuda estuviese denominada en pesos indexados. Dadas las condiciones impuestas, esta tasa de participación

[17] Cupón que fue de 1,33% los primeros 5 años, de 2,50% del año 6 al 15, de 3,75% del año 16 al 25 y de 5,25% en adelante.

superó las expectativas argentinas, con recortes promedio de VAN en torno al 71 y 75%. El resultado implicó una simplificación sustancial de la estructura de la deuda argentina: de 152 a 11 series de bonos; de 8 a 4 leyes vigentes y de 6 a 4 denominaciones de moneda. Además, la relación entre la deuda y el PBI cayó de 148% en diciembre de 2002 a 72% en abril de 2005[18] (Sturzenegger y Zettelmeyer, 2005).

En la Tabla 5, se presentan de manera resumida los resultados obtenidos del canje. Por su parte, la Figura 15 presenta el porcentaje de deuda reestructurada por moneda y ley, predominando los instrumentos en Pesos bajo ley argentina con un 44%, seguidos por los instrumentos en Euros bajo ley británica (UK) con 26%, luego aquellos denominados en Dólares bajo ley estadounidense (NY) con 24%, mientras que los instrumentos denominados en Dólares bajo ley argentina representaron un 5% y, finalmente, los instrumentos en Yenes bajo ley japonesa fueron del 1%. En la Figura 16, se encuentra plasmado el perfil de vencimiento de la deuda antes y después del canje, mostrando el alivio conseguido para los años subsiguientes al acuerdo.

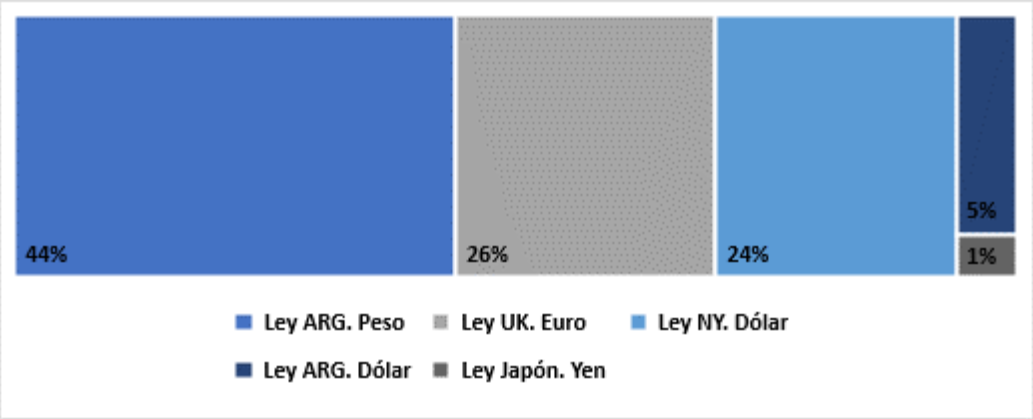
Tabla 5: Resultados del canje de 2005 (millones de dólares y %)

Deuda elegida			81.836
Deuda canjeada			62.318
% de aceptación			76,15%
Tipo de Bono	Deuda vieja canjeada	Deuda nueva	Descuento
Bonos Par	15.000	15.000	0
Bonos Discount	35.405	11.932	-66,30%
Bonos Cuasipar	11.913	8.329	-30,08%
Total	62.318	35.261	-43,42%

Fuente: Elaboración propia en base a Nemiña y Val 2018

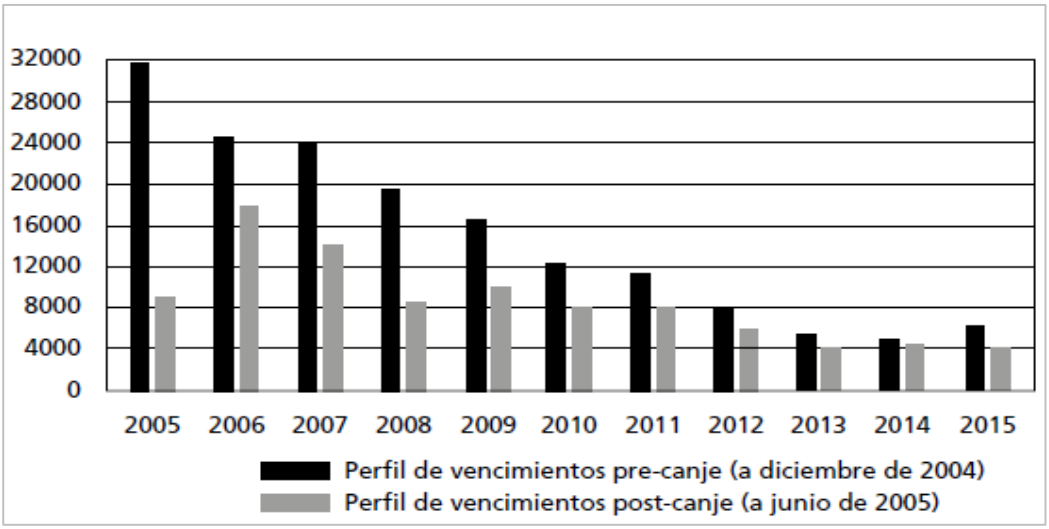
[18] En esta suma no se incluyen los montos correspondientes a los *holdouts* que resultaron del rechazo a la oferta final de reestructuración.

Figura 16: Porcentaje de deuda reestructurada en 2005 por moneda y ley



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

Figura 17: Perfiles de vencimiento pre y post canje (millones de dólares)



Fuente: Nemiña y Val 2018

1.2.2 Segunda parte de la reestructuración

Luego del canje de deuda de 2005, dado que los bonos originales (previo a la reestructuración) no tenían cláusulas de acción colectiva, se mantuvo una proporción de *holdouts*. Con el paso del tiempo, estos acreedores intentaron embargar varios bienes argentinos, aunque siempre sin éxito. Para contrarrestar las acciones de los *holdouts*, en 2010 el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner emitió una segunda convocatoria de participación del canje de deuda.

La razón principal de esta apertura, consistió en que el gobierno quería restringir los *holdouts* para evitar los litigios que habían comenzado después de 2005 en los tribunales de todo el mundo. Los términos del acuerdo que se ofrecieron en 2010, eran similares a los ofrecidos en 2005, aunque renunciando a la acumulación de algunos pagos desde 2005 y presentando como alternativa, el Bono Global 2017 con una tasa de 8,75%. La similitud de los términos contractuales se debió a que en 2009 el

gobierno aprobó la cláusula RUFO (Derecho sobre ofertas futuras), que prohibía dar a los tenedores de bonos, que habían presentado demandas, un trato más favorable que el ofrecido a quienes no lo habían hecho (Arora, 2016; Sturzenegger, 2019).

En junio de 2010, el resultado del canje fue alentador, ya que logró la aceptación de algunos *holdouts*, y la tasa de participación para el intercambio de 2005 y 2010 combinados, resultó ser 91,07%. Como consecuencia de ambos acuerdos, los servicios de la nueva deuda se estiraron hasta los años 2033 y 2038, y dado que las amortizaciones de capital se llevarían a cabo al final del plazo, por un período de tiempo significativo se devengan sólo los intereses. En la Tabla 6 se presenta el resumen de los resultados del canje de 2010, mientras que en la Tabla 7, se exhiben los resultados de ambos acuerdos de manera combinada.

Por su parte, la Figura 18 presenta los porcentajes de deuda reestructurada en ambos canjes, por moneda y ley. En este caso, la moneda de emisión de mayor importancia es el Peso, con el 37% del total. Los instrumentos en Euros se encuentran en segundo lugar, con 33%, seguidos por los títulos en Dólares ley estadounidense (24%) y ley argentina (5%), finalmente se encuentran los títulos denominados en Yenes, bajo ley japonesa con el 1%. El aumento en el porcentaje de los instrumentos en Euros, es atribuible al segundo canje (2010), donde prevaleció esta moneda por sobre el dólar (Kupelian y Rivas, 2014).

Tabla 6: Resultados del canje de 2010 (millones de dólares y %)

Deuda elegida			18.300
Deuda canjeada			12.210
% de aceptación			66,72%
Tipo de Bono	Deuda vieja canjeada	Deuda nueva	Descuento
Bonos Par	2.144	2.144	0
Bonos Discount	10.066	4.737	-52,94%
Bonos Global 17		949	
Total	12.210	7.830	-35,87%

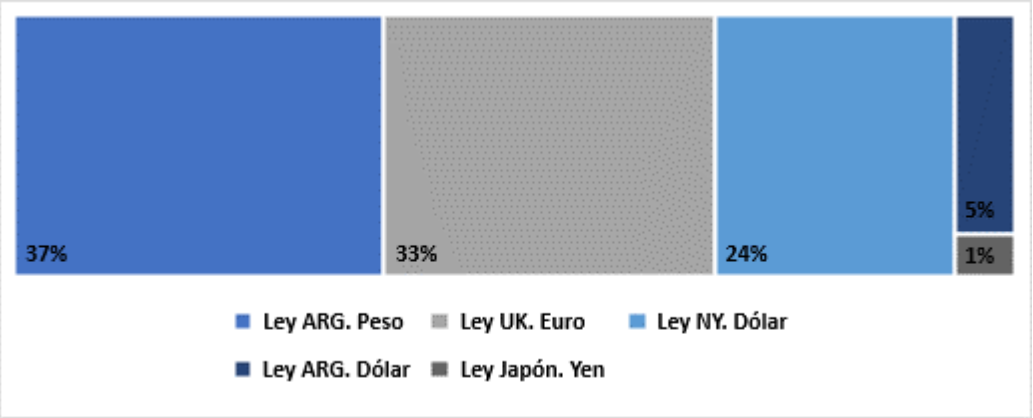
Fuente: Elaboración propia en base a Nemiña y Val 2018

Tabla 7: Resultados de los canjes de 2005 y 2010 (millones de dólares y %)

Deuda elegida			81.836
Deuda canjeada			74.528
% de aceptación			91,07%
Tipo de Bono	Deuda vieja canjeada	Deuda nueva	Descuento
Bonos Par	17.144	17.144	0
Bonos Discount	45.471	16.669	-63,34%
Bonos Cuasipar	11.913	8.329	-30,08%
Bonos Global 17		949	
Total	74.528	43.091	-42,18%

Fuente: Elaboración propia en base a Nemiña y Val 2018

Figura 18: Porcentaje de deuda reestructurada en ambos canjes por moneda y ley



Fuente: Elaboración propia en base a Nemiña y Val 2018

Los acreedores minoristas que no participaron en el acuerdo eran fondos de cobertura que contaban con el capital necesario para llevar la solución a litigio. Específicamente, los fondos de cobertura que poseían 4.4 mil millones de dólares en bonos argentinos, fueron los principales actores que rechazaron el canje de deuda de 2010. Este grupo fue conocido como *American Task Force Argentina* (ATFA). NML Capital[19] fue la fuerza principal detrás de esta agrupación (Arora, 2016).

Hasta ese momento, el juez Griesa de la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito en Nueva York, quien estaba a cargo del caso, había pospuesto la resolución del litigio, lo que le permitió a Argentina ganar tiempo para hacer una oferta a los tenedores de bonos en general y a los *holdouts* en particular.

[19] NML Capital es una subsidiaria del *hedge fund* Elliott Managment, propiedad de Paul Singer. Este grupo lideraba la demanda *pari passu* contra Argentina.

Luego del segundo acuerdo, el juez solicitó a las autoridades argentinas que presenten una propuesta para los *holdouts* restantes. La respuesta del gobierno argentino fue que la ley de bloqueo les impedía hacer ofertas y que no emitirían ningún pago, independientemente de la decisión del tribunal. Ante esto, la estrategia que incluía la incautación de activos argentinos por parte de los *holdouts*, cambió. El fondo NML Capital, sostuvo que desde 2005, Argentina incumplía el principio de trato igualitario y equitativo derivado de la cláusula *pari passu* presente en los bonos en su poder. La reacción del tribunal fue emitir un fallo argumentando que la ley de bloqueo violó la cláusula *pari passu*. En este sentido, declaró que, como resultado, no se podía hacer ningún pago a ningún otro tenedor de bonos, a menos que se realice el pago proporcional a los *holdouts* toda vez que Argentina pagase a los tenedores de bonos de 2005 y 2010.

El juez estableció que debía realizarse el pago del 100% a los *holdouts* junto al correspondiente a la deuda reestructurada, o de otra forma la República se vería impedida de atender cualquier servicio de la deuda. Argentina trató de obligar a los agentes pagadores (como el *Bank of New York*) a seguir pagando a los bonistas reestructurados, pero, siguiendo el fallo del Juez, se negaron desencadenando el incumplimiento de Argentina con los bonistas reestructurados. Luego de algunos intentos por parte del país para modificar la decisión, a fines de julio de 2014 Argentina fue declarada en *default* selectivo[20] (Nemiña y Val, 2018; Sturzenegger, 2019).

Después de diciembre de 2015, con la llegada al poder del gobierno de Mauricio Macri, la política financiera internacional y la estrategia de negociación con los *holdouts* cambiarían de rumbo. El plan económico pro mercado, elevado por el nuevo gobierno, consideraba imprescindible reinsertar al país en los mercados internacionales de capital. El fallo de Griesa impedía el endeudamiento externo que le permitiría conseguir el flujo de fondos para financiar la política económica. En este contexto, el gobierno de Macri intentó normalizar la situación ofreciendo una solución “razonable” y “aceptable” para el juez.

Se moderó el discurso hacia los litigantes y los terceros involucrados, se reconoció el incumplimiento de Argentina y se incrementó la predisposición a hacer concesiones y acatar las disposiciones del juez. En febrero de 2016, se presentó la propuesta de pago, que incluía dos ofertas: uno para aquellos que habían obtenido sentencia *pari passu* y otro para los que no la tuvieran. Se reconocían reclamos por US$ 9.3 mil millones y se proponía abonar las sentencias en efectivo con 25% de quita. Finalmente, el gobierno llegó a un acuerdo con los *holdouts,* emitiendo nuevos títulos para abonar al contado los juicios, y de esta manera, obtener el levantamiento del bloqueo que impedía el pago a bonistas reestructurados (Nemiña y Val, 2018; Sturzenegger, 2019).

[20] Las agencias de calificación crediticia rebajaron a Argentina a la categoría *default* selectivo.

1.3 Rol del Fondo Monetario Internacional

El caso argentino ilustra el potencial conflicto de intereses que puede provocar en el FMI una gran exposición financiera en un país que incumple sus obligaciones de deuda soberana. Esta particularidad, constituye otra de las características que justifican la significatividad del ejemplo argentino para la historia de las reestructuraciones de deuda.

La intervención del FMI para influir en el proceso de reestructuración de deuda privada, se vio muy debilitada en el período posterior al *default*, ya que existía un riesgo real de que el país incumpliera sus obligaciones con organismos internacionales. En este sentido, los acreedores interpretaron que el Fondo se ubicaba en una posición de "rehén" del gobierno argentino, lo que colocó a la Institución en una posición incómoda para proporcionar un análisis independiente o mediar entre Argentina y sus acreedores privados (Diaz Cassou et al., 2008).

El Fondo había estado involucrado en Argentina desde principios de la década de 1990. Sin embargo, el programa respaldado por el FMI vigente en el momento del *default* era un SBA[21] aprobado en el año 2000 por un monto de US$ 7.2 mil millones y una duración de tres años. El objetivo de este programa, fue apoyar el esfuerzo fiscal del gobierno y reforzar la confianza de los acreedores. No obstante, para fines del 2000 el programa había fracasado, debido a que Argentina no mostraba signos de controlar su problema de deuda y había perdido el acceso a los mercados internacionales. Ante esta situación, el gobierno y el FMI decidieron llevar a cabo ampliaciones de financiamiento en el año 2001, lo que convirtió a esta Institución como el mayor acreedor individual de Argentina. El primer aumento, elevó el monto total del financiamiento a US$ 13.7 mil millones. Con esta suma, se apostaba a que Argentina pudiera superar su problema de la deuda y que esta inyección de capital combinada con un esfuerzo de ajuste podía reestablecer el acceso a los mercados financieros. Una vez más, la estrategia fracasó (Diaz Cassou et al., 2008).

Sin embargo, el FMI no suspendió los desembolsos y se aprobaron las sucesivas revisiones del programa, apoyando las medidas del gobierno argentino para salvar el régimen de Convertibilidad y evitar el incumplimiento. En este sentido, en septiembre de 2001 se elevaron los montos totales en el marco del programa del FMI a US$22 mil millones, lo cual coincidió con la cuarta revisión del programa que contemplaba la decisión de utilizar los recursos para respaldar la reestructuración de la deuda soberana.

Finalmente, ante los desvíos en el accionar político-económico, la quinta revisión no se completó, lo que dio lugar a la suspensión del apoyo financiero del Fondo y al abandono del régimen de Convertibilidad sumado a la decisión de entrar en *default* (Diaz Cassou et al., 2008). En este punto, Erce (2013) plantea que el Fondo jugó un papel clave a la hora de que Argentina declare el incumplimiento, debido a que, al suspender el apoyo financiero, secó la última fuente significativa de divisas para seguir

[21] Acuerdo de derecho de giro (Stand-By). Constituye el instrumento típico empleado por el FMI para otorgar préstamos a los países de mercados emergentes y avanzados.

honrando sus deudas. Por su parte, Diaz Cassou et al (2008), expresan que el *default* era inevitable por los descalabros sufridos en la economía y que los programas aprobados por el FMI solo retrasaban lo ineludible.

En 2002, las autoridades argentinas justificaron la demora en el proceso de reestructuración por la ausencia de un programa del FMI en marcha. Ya en enero de 2003, se aprobó un programa "transitorio" de 7 meses, por un monto de US$ 2.98 mil millones cuyo objetivo era evitar el incumplimiento de Argentina con el FMI. Luego, se dio una renovación de US$ 6.78 mil millones. Las imposiciones de dicho programa no fueron extremas, se estableció la meta de superávit primario de 2,5% del PBI, la elaboración de un proyecto de ley para iniciar una reforma fiscal, acciones regulatorias dirigidas al sistema bancario y la designación de un asesor externo para llevar a cabo el proceso de reestructuración de deuda. Las autoridades argentinas continuaban insistiendo en que este programa no era suficiente para llevar a cabo el proceso de reestructuración.

En septiembre de 2003 (momento de lanzamiento de las "directrices de Dubái"), se aprobó un nuevo programa respaldado por el FMI: un SBA de tres años que da acceso a US$ 12.55 mil millones. La imposición fue, un superávit primario de 3% para 2004, estabilidad de precios, reforma fiscal y de la administración tributaria, eliminación gradual de impuestos distorsionantes y la introducción de una ley de responsabilidad fiscal. La implementación del programa fue bastante débil[22], sin embargo, se completaron las dos primeras revisiones de dicho programa (Damil et al., 2005; Diaz Cassou et al., 2008).

En lo que respecta al papel del FMI como proveedor de información, hay que mencionar que, en diciembre de 2003, se publicó un análisis de sostenibilidad de la deuda (DSA), cuándo se encontraban en curso las negociaciones de Argentina con sus acreedores.

En agosto de 2004, tras varios idas y vueltas entre las autoridades argentinas y las del Fondo, el FMI decidió suspender el programa y reanudar el diálogo una vez finalizado el proceso de reestructuración de deuda. En este punto, hay que destacar que, el FMI pudo haber rescindido el acuerdo, justificando tal decisión por el incumplimiento de las metas cualitativas, o resolviendo que Argentina no negoció de "buena fe". Eso hubiera significado un shock negativo para el país que se encontraba en el proceso de negociación de la deuda. Sin embargo, el FMI también hubiese sido perjudicado, ya que Argentina era uno de los grandes deudores de la Institución, y el incumplimiento podría haber generado un problema complejo en el plano internacional (Damil et al., 2005).

En 2005, el FMI estaba listo para negociar un nuevo programa, pero Argentina decidió no renovar el acuerdo y planear la devolución del financiamiento. En enero de 2006, las autoridades argentinas anticiparon la cancelación de la totalidad del programa SBA acordado en 2003. La mejora en la posición

[22] Pese a que se superó la meta del superávit fiscal primario (fue de 4,1%), las restantes imposiciones no se cumplieron como esperaba el Fondo.

externa por la depreciación del peso, el aumento en los precios de *commodities* y las mejoras en los términos de intercambio, posibilitaron la devolución del financiamiento del FMI (Diaz Cassou et al., 2008).

1.4 Análisis de Sostenibilidad de la Deuda

En el Análisis de sostenibilidad de la Deuda para Argentina, ubicado en el Artículo de Consulta de 2005 elaborado por el FMI, las autoridades argentinas, luego de la reestructuración, presentaron un escenario basado en los siguientes supuestos. El crecimiento real descendería de más del 6% en 2005 a 3% sostenido desde 2010 a 2015. La inflación promedio caería del 7,7% en 2005 al 3,5% en 2015. El tipo de cambio real se apreciaría gradualmente con el tiempo, permaneciendo un 40% por debajo de su nivel de 2001. Mientras que la tasa de interés activa se mantendría constante en torno al 9%. El resultado primario proyectado se ubicaría en 2,75% en el corto plazo y en 2% en el largo plazo. En cuanto a las fuentes de financiamiento, el escenario incluye una disposición de depósitos públicos acumulados por US$ 1.000 millones. Cualquier necesidad de financiamiento residual se financiaría mediante un bono genérico a diez años denominado en dólares que paga una tasa de interés de mercado, asumida al 9%.

Las autoridades argentinas asumieron que las obligaciones del servicio de la deuda reestructurada tendrían una participación total de los acreedores. Al mismo tiempo, si bien se partió de niveles altos, las autoridades con este escenario, creían que el stock de deuda externa disminuiría rápidamente. La relación deuda/PBI se reduciría del 75% del PBI en 2005 a 60% para 2010 y a 30% para 2030.

El personal del Fondo Monetario Internacional, argumentó que el escenario de las autoridades argentinas se basaba en varias suposiciones poco realistas. Por lo tanto, desarrolló dos escenarios alternativos, uno sin reformas y otro con reformas. El escenario con ausencia de un marco de políticas de reformas estructurales da como resultado un panorama macroeconómico más débil. En este escenario, el lento crecimiento de la productividad reduce las perspectivas de crecimiento en torno al 2% en el largo plazo y no logra elevar el tipo de cambio real por encima de los niveles de 2005. Asimismo, se mantiene el escenario fiscal de las autoridades argentinas, mientras que la inflación promedia el 10% en el mediano plazo. Estos desarrollos adversos justificarían un tipo de interés más alto. Se descartó una transferencia de recursos del Fondo al país. En este sentido, los resultados de este escenario sin reformas muestran una relación deuda/PBI significativamente más alta y una necesidad sustancial de endeudamiento en el mercado privado.

El otro escenario alternativo elaborado por el personal del FMI se basó en la posibilidad de reformas proactivas que respaldarían un mayor crecimiento, una menor inflación, y menores costos de endeudamiento que el escenario sin reformas. En este sentido, no se asumen desembolsos del Fondo, lo que implicaría que la exposición del Fondo se reduciría a cero en 2009. Este escenario de reforma tributaria activa, combinado con políticas de gasto prudentes, resultaría en un superávit primario que promedia el 4,5% entre 2005 y 2007, 3,5% entre 2008 y 2015 y se estabiliza en 2% para los años siguientes.

En este escenario, los resultados indican que la carga de la deuda converge gradualmente hacia niveles sostenibles, pero que las necesidades de financiación del mercado seguirían siendo elevadas. La relación deuda/PBI disminuiría a un ritmo más rápido que en el escenario planteado por las autoridades argentinas, producto del mayor esfuerzo fiscal, aunque la necesidad de reemplazar fuentes oficiales por fuentes privadas más costosas frenaría parcialmente el efecto reductor de la deuda de mayores superávits.

La realidad indicó que entre 2003 y 2007, Argentina mostró un buen desempeño macroeconómico, con un crecimiento promedio del PBI próximo al 9% anual. Esta dinámica tuvo su fundamento, en parte, por el rebote que ocurre naturalmente luego de una fuerte depresión económica, pero también por un contexto externo favorable y por la implementación de políticas macroeconómicas expansivas en combinación con tasas de interés en niveles bajos. En este sentido, la expansión económica tuvo una base muy amplia. Incluyó un significativo aumento en el consumo privado impulsado por un alza en los salarios reales, un incremento en la inversión y en las exportaciones, que se vieron favorecidas por el nuevo tipo de cambio real más competitivo y la suba en los precios de las materias primas.

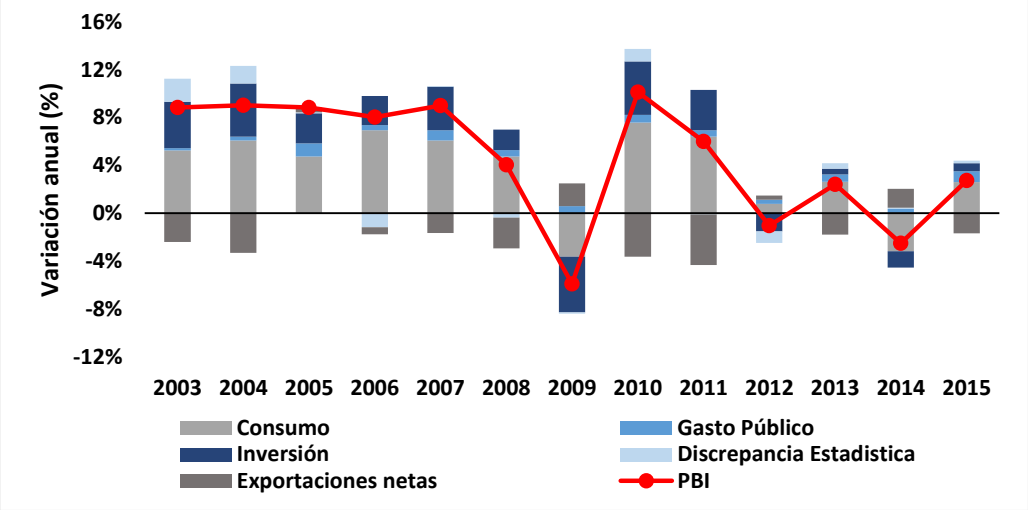
Este comportamiento se ve reflejado en la Figura 19, con el consumo, la inversión y el gasto público impulsando el crecimiento económico hasta 2008. Según las cifras oficiales del INDEC, las exportaciones netas contribuyeron negativamente al crecimiento, debido a que se hallaron en niveles superavitarios que decrecían año a año, a excepción de 2005. Dentro de la expansión económica, se destacó el crecimiento de un gran número de actividades productivas, como el agro, la industria, la construcción, el comercio, la banca y los servicios. Este dinamismo se tradujo en una mejora importante en indicadores sociales: la pobreza cayó de 57,5% en 2002 a 23,4% en 2007, mientras que el desempleo disminuyó del 17,3% en 2002 a 8,4% en 2007.

Sin embargo, a partir de 2008 el crecimiento económico se vio afectado negativamente por el conflicto del gobierno con el sector agropecuario y la crisis financiera internacional. En el primer caso, que tuvo lugar a mediados de 2008, se frenó la actividad en gran parte de las zonas rurales del país, perjudicando el acervo de reservas internacionales debido a la paralización de las exportaciones de productos agropecuarios. Por su parte, la crisis financiera internacional provocó una disminución de la demanda externa producto de la recesión de las principales economías del mundo en conjunto con una caída en los precios internacionales de materias primas y una disminución en el acceso a los mercados financieros internacionales. El impacto provocado en el crecimiento, determinó una desaceleración del mismo tras crecer 4% en 2008 y una caída en 2009 del 5,9%. No obstante, el país logró evitar una crisis macroeconómica-financiera debido a que enfrentó la situación con indicadores económicos atravesando un buen desempeño, puntualmente, superávits gemelos, alto stock de reservas internacionales y bajo nivel de deuda.

A medida que mejoraron las condiciones internacionales, la economía argentina volvió a presentar altos niveles de crecimiento en 2010 (10%) y en 2011 (6%). Sin embargo, en 2011, se hallaron

desequilibrios macroeconómicos. Aparecieron los déficits gemelos, hubo salidas de capitales, la economía se empezó a estancar y el sector privado no creaba puestos de trabajo, al mismo tiempo surgieron preocupaciones por el atraso del tipo de cambio y el aumento de la inflación. En esta coyuntura, el gobierno evitó realizar una reformulación del esquema macroeconómico que apuntara a corregir los problemas señalados, y en su lugar optó por una línea defensiva basada en la implementación de controles (cambiarios, de precios) y restricciones (a las importaciones). Los resultados de estas políticas determinaron un estancamiento de la economía.

Figura 19: Contribución a la variación del PBI de las principales cuentas nacionales (2003-2015)



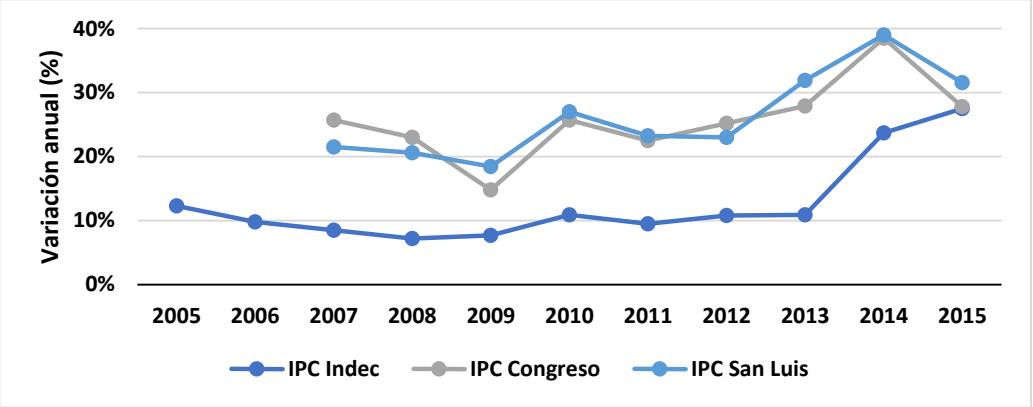
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Damill y Frenkel (2013) expresan que *"…la inflación y la forma en que se la encaró fueron determinantes de que el esquema macroeconómico comenzara a perder coherencia y a cambiar de rumbo progresivamente…"* (p.14). Puede notarse en la Figura 20 que hasta 2006 las autoridades mantuvieron el objetivo de contener a las tasas de inflación en niveles de un dígito. Para lograr este objetivo, se recurrió a una política de controles, bajo la forma de acuerdos de precios con firmas líderes y el congelamiento de varios precios públicos. Esto logró que la inflación disminuya de 12,3% en 2005 a 9,8% en 2006. Sin embargo, los precios no sujetos a control o regulación se incrementaban a un ritmo mayor, revelando que los acuerdos y controles resultaban ineficaces.

La aceleración inflacionaria representaba una amenaza para el objetivo macroeconómico de un tipo de cambio real competitivo y estable. Miguel A. Kiguel (2015) afirma que *"… el gobierno mostró una tendencia muy clara a priorizar los efectos políticos y económicos de corto plazo por sobre los de largo plazo. Un ejemplo claro fue la intervención del INDEC en 2007…"* (p.204). Este suceso representó un conflicto creciente que deterioró la credibilidad de las estadísticas oficiales ya que la inflación publicada se ubicaba por debajo de estimaciones alternativas. Es por este motivo que en la Figura 20 se decide incluir las mediciones del IPC Congreso y del IPC San Luis. Estas estimaciones alternativas, indicaban que

la inflación desde 2007 giraba en torno al 15-20% hasta 2009. A partir de allí, se observó una marcada tendencia ascendente hasta 2014, donde llegó al valor más alto de la serie (39%).

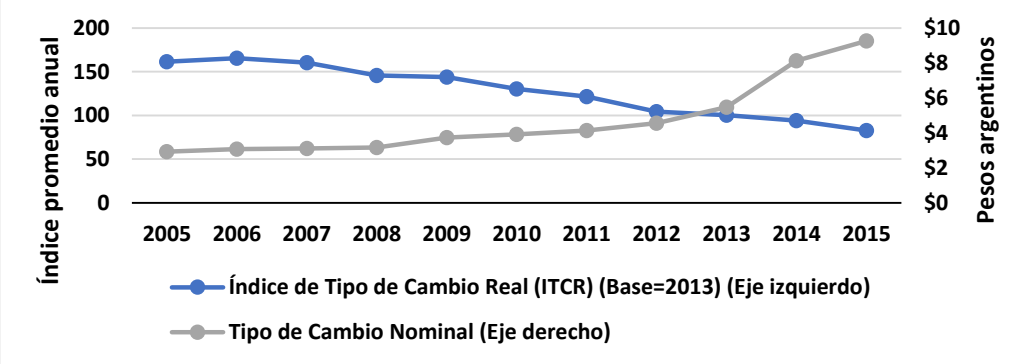
Figura 20: Evolución de la inflación en Argentina (2005-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC, IPC Congreso e IPC San Luis

El tipo de cambio real se mantuvo elevado en el período 2003-2007 (Figura 21). La preservación de un tipo de cambio real competitivo y estable era relevante en la orientación macroeconómica del gobierno. Un tipo de cambio competitivo resultaba esencial para incentivar el crecimiento y la creación de empleos. Se desarrolló una política de flotación administrada que se llevó a cabo de manera conjunta con una política monetaria de metas cuantitativas, las cuales no eran escritas pero si anunciadas por las autoridades al comienzo de cada año. Este período coincidió con una tendencia estable del tipo de cambio nominal. Sin embargo, debido a la aceleración de la inflación en 2007, el escenario se vio modificado. A partir de este momento, se sucedieron períodos de devaluaciones del tipo de cambio nominal, mientras que el tipo de cambio real experimentó un proceso de apreciación ya que la inflación superaba las devaluaciones. En este contexto de fuerte apreciación real, crecían las expectativas de depreciación cambiaria, las que, sumadas a la incertidumbre acerca de decisiones políticas, desencadenaron en mayores salidas de capitales a partir de 2010.

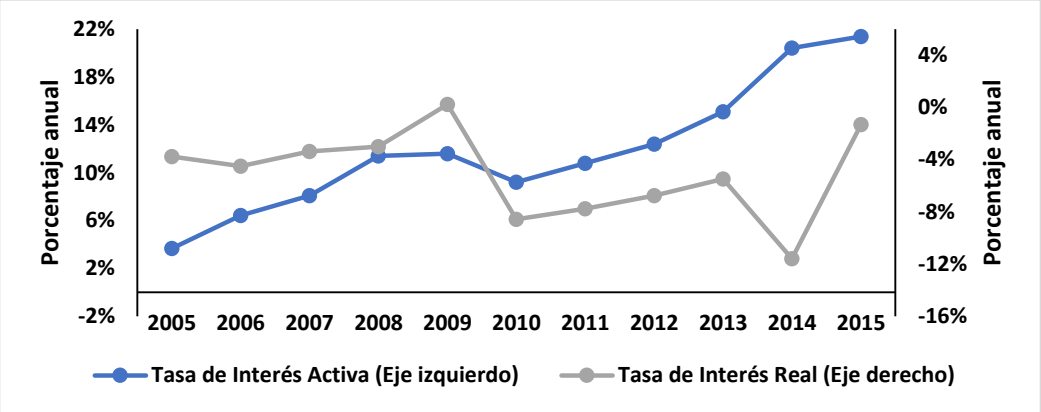
Figura 21: Evolución del ITCR y TCN en Argentina (2005-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Con respecto a las tasas de interés (Figura 22), se observó una tendencia creciente por parte de la tasa de interés activa, iniciando la serie en 3,7% y finalizándola en 21,4%. Esta dinámica se desarrolló a la par de la devaluación de la moneda y del aumento de la inflación, a fin de moderar el ritmo del mencionado aumento de los precios. No obstante, se observó que la tasa de interés real atravesó el período analizado con valores negativos. En 2005, la tasa de interés real se situó en -4%, mientras que en 2015, fue de -1%, tras haber llegado al piso de -12% en 2014.

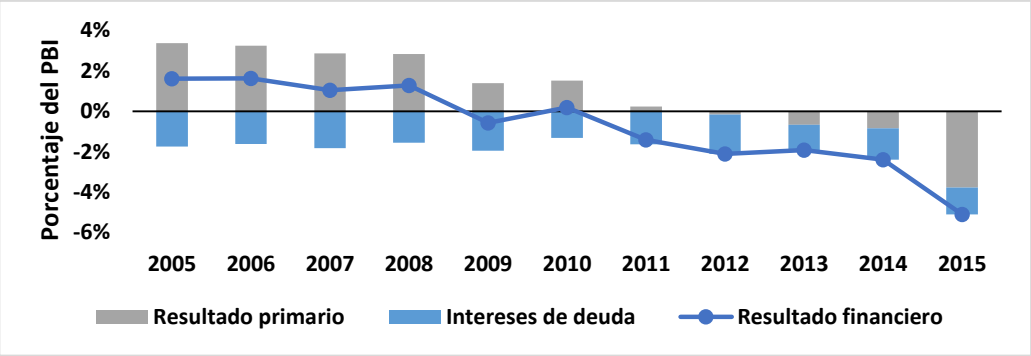
Figura 22: Evolución de la Tasa de Interés Activa y Real en Argentina (2005-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y Banco Mundial

Uno de los pilares del crecimiento experimentado en el período 2003-2008 fue el buen rendimiento de las cuentas fiscales. En 2003, el gobierno heredó una situación fiscal saneada que supo mantener. En este sentido, pese al aumento del gasto público, mejoró la recaudación y ayudaron dos impuestos específicos: las retenciones a las exportaciones y el impuesto a los débitos y créditos bancarios. Asimismo, la situación fiscal se vio favorecida por la reestructuración de la deuda que redujo la carga de intereses. El resultado financiero (Figura 23) mostró un desempeño estable en este período, ya que se ubicó en torno a 1,7% en 2005 y a 1,3% en 2008. Sin embargo, a partir de este último año, el gobierno argentino tomó varias decisiones con fuerte impacto fiscal. Este comportamiento de crecimiento del gasto público por encima de los ingresos corrientes, fue el que predominó desde finales de 2008, materializando la disminución de los superávits fiscales obtenidos en el período 2003-2007 y consumando la obtención de resultados financieros negativos.

Figura 23: Resultado fiscal en Argentina (2005-2015)

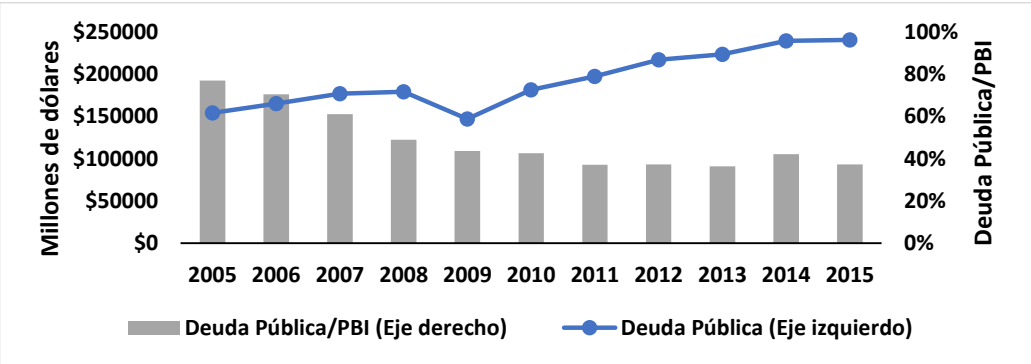


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

Al evaluar el impacto de la reestructuración de la deuda, debe mencionarse el proceso de desendeudamiento respecto al PBI que se llevó a cabo. Esto significó que la renegociación y el canje de deuda de 2005 y 2010, sumados a la cancelación del capital adeudado al FMI, provocaron la reducción sistemática del peso de la deuda sobre el producto bruto, en un contexto de crecimiento económico. En 2005, la relación deuda pública/PBI se ubicaba en torno a 77%, mientras que en 2015 fue de 37%.

Cabe señalar, tal como se observa en la Figura 24, que el endeudamiento público evaluado en millones de dólares aumentó. Al respecto, fue notable el crecimiento de la deuda intrasector público a partir de 2008, puntualmente debido a la reestatización del sistema previsional, a la expropiación de YPF y al arreglo con el Club de Paris. Asimismo, el aumento de la deuda intrasector público estuvo vinculado también, con financiamientos del Banco Central, el Banco Nación y la ANSES hacia el gobierno. Ante esto, resulta pertinente indicar que la composición de la deuda se vio modificada. A diferencia de lo ocurrido en la década del 90, donde se desarrolló un proceso de endeudamiento con el sector privado, en el período posterior a la reestructuración se apuntó al endeudamiento con el sector público. En este sentido, la reducción de la deuda pública estuvo explicada por la caída de la deuda en moneda extranjera con el sector privado, tanto en términos absolutos como relativos al PBI (Manzanelli y Basualdo, 2016).

Figura 24: Evolución de la Deuda Pública del Gobierno Central de Argentina (2005-2015)

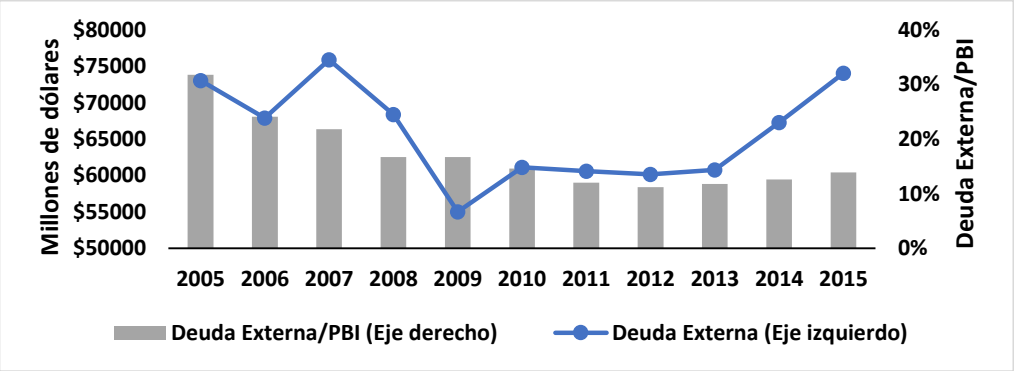


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y CEPAL

La deuda externa del gobierno central también presentó una tendencia decreciente. Tal como se presenta en la Figura 25, la relación deuda externa/PBI en 2005 fue de 32%, mientras que en 2015 cayó a 13,9%. Este comportamiento responde al crecimiento de la economía y a la marcada disminución, hasta 2009, y posterior estancamiento, desde 2010 a 2013, del endeudamiento externo.

En este sentido, fue fundamental la política de desendeudamiento implementada por las autoridades. La base de esta política era no tomar nueva deuda en el exterior y pagar los vencimientos de deuda externa con reservas del Banco Central. Miguel A. Kiguel (2015), expresa que en el manejo de la deuda primó la ideología por sobre el pragmatismo. El autor considera que durante el período 2011-2014 el país recibió ofertas para emitir bonos a tasas de un dígito, con las que podría haber conseguido dólares para importar y alimentar la actividad económica, sin embargo la decisión política rechazó estos ofrecimientos.

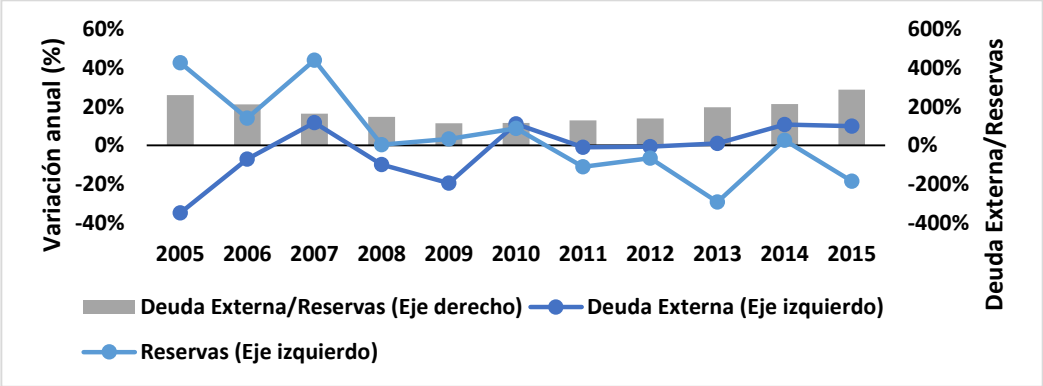
Figura 25: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central de Argentina (2005-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y CEPAL

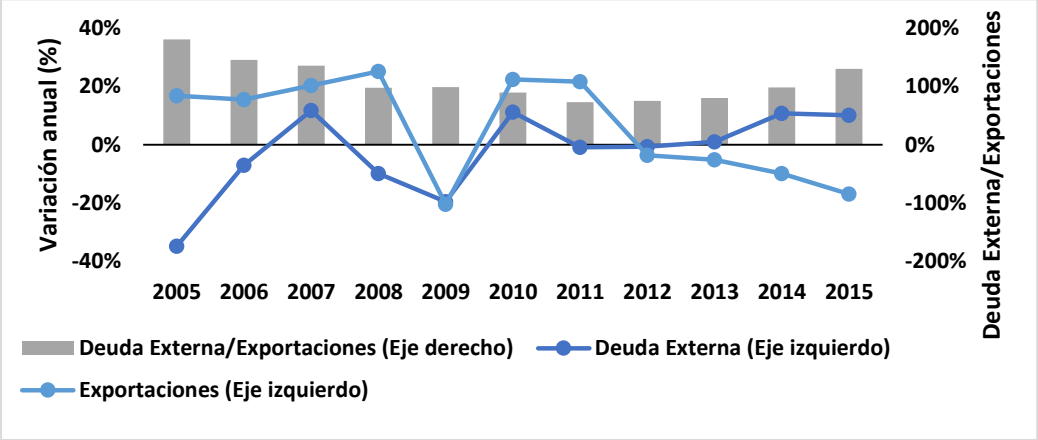
Al analizar la evolución de la deuda externa como porcentaje de las reservas internacionales (Figura 26) puede notarse un marcado descenso hasta 2010. La caída del endeudamiento externo y el incremento de las reservas, determinaron que la relación deuda externa/reservas pase de ser de 260% en 2005 a 117% en 2010. A partir de allí se observó un descenso de las reservas internacionales y un leve crecimiento de la deuda externa, lo que desencadenó un aumento de la relación analizada que finalizó 2015 en un valor de 290%, superando la suma de 2005. Asimismo, la evolución de la deuda externa como porcentaje de las exportaciones (Figura 27) mostró un comportamiento similar. Como puede observarse, el descenso de la relación deuda externa/exportaciones fue de 180% en 2005 a 72% en 2011, debido al funcionamiento de las exportaciones que crecieron en torno al 20% anual, a excepción de 2009. Sin embargo, cuando las exportaciones empezaron a caer en 2012, la relación deuda externa/exportaciones mostró una tendencia creciente, para finalizar la serie con un valor de 131%.

Figura 26: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Reservas en Argentina (2005-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y CEPAL

Figura 27: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Exportaciones en Argentina (2005-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y CEPAL

A continuación, se analizará el caso uruguayo siguiendo la estructura metodológica que se propuso este trabajo.

2. Uruguay (2003)

El caso uruguayo fue diseñado e implementado como la antítesis de la reestructuración de deuda argentina. Entre sus características principales, se destaca el carácter voluntario, cooperativo y favorable al mercado por parte de las autoridades de Uruguay. El proceso aseguró un rápido resultado (2 meses), con una alta participación de acreedores y con pérdidas moderadas de los mismos. Con lo cual, este caso ilustra las dificultades que enfrentan las autoridades al diseñar la reestructuración. Por un lado, es probable que una postura cooperativa acelere el proceso, solucionando las dificultades de liquidez y manteniendo activa la posibilidad de acceder a mercados financieros internacionales en el futuro. Por otro lado, la actitud *market friendly* no implica la imposición de altos niveles de pérdidas a los acreedores, sino que suelen desencadenar pérdidas bajas que en ocasiones pueden ser insuficientes para lograr la sostenibilidad de la deuda (Diaz Cassou et al., 2008).

2.1 Crisis uruguaya

La década de los 90 encontró a Uruguay presidida por Luis Alberto Lacalle, cuya visión e ideología se correspondía con los lineamientos esbozados por el Consenso de Washington. Para cumplir con estas recomendaciones, debía implementarse una disciplina fiscal, la reducción del gasto público, una reforma tributaria, el establecimiento de tasas de interés libres y reales positivas, contar con tipos de cambios reales competitivos, mantener una apertura comercial externa, llevar a cabo la privatización de empresas públicas, desregular la actividad económica y garantizar los derechos de propiedad (Antía, 2001).

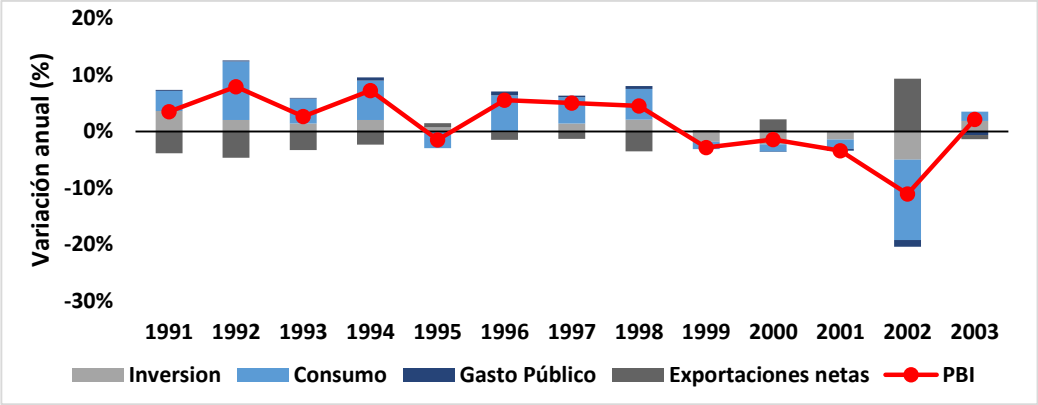
En 1995, José María Sanguinetti reemplazó a Lacalle como presidente de Uruguay. Si bien con este traspaso de mando también se modificaba el partido político oficialista[23], las ideas en cuanto a los vínculos internacionales continuaron aspirando a los estandartes globales de la democracia y al libre mercado. En este caso, se planteó una estrategia de inserción con perspectiva globalista que partió del ámbito ampliado del MERCOSUR, y cuya prioridad continuó siendo el criterio económico-comercial. A diferencia del gobierno de Lacalle, se presentaron ocasiones donde el gobierno entrante se opuso a ciertas pretensiones de Estados Unidos.

En 2000, nuevamente ocurrió un cambio de mando en el poder, y Jorge Batlle, también del Partido Colorado, resultó presidente electo. Pese a haber reafirmado su apoyo retórico al MERCOSUR, promulgó la idea de aproximación al desarrollo mediante diversificación de exportaciones a países fuera del bloque, fundamentalmente a Estados Unidos. En este sentido, el principal elemento de política exterior consistió en el alineamiento total con el gobierno de Estados Unidos (Luzuriaga y Ferro Clericó, 2004).

Si se analizan los indicadores macroeconómicos, hay que indicar que la economía uruguaya mostró un patrón similar al presentado por Argentina en la década del 90. Es decir, Uruguay atravesó un período de crecimiento sostenido hasta 1998, con la excepción de 1995 donde el PBI cayó 1,45% como consecuencia del Efecto Tequila. En la Figura 28 puede notarse que el crecimiento estuvo traccionado, fundamentalmente, por el consumo y la inversión. Los factores que impulsaron dichos indicadores, se vincularon con la reducción de la inflación y el incremento en el poder de compra de los consumidores, con el aumento de la disponibilidad de crédito debido al incremento de los depósitos bancarios y el mayor ingreso de capitales extranjeros, y con la baja de la tasa de interés nominal que inducia a una mayor demanda de crédito para consumo e inversión. Por su parte, las exportaciones netas fueron negativas durante el período analizado, a excepción de 1995. El sector comercial mostró un gran desarrolló debido a la apertura comercial experimentada, la reducción de los aranceles y la recuperación del consumo. En este sentido, si bien las exportaciones aumentaron, las importaciones experimentaron un incremento mayor, lo que desencadenó el deterioro de la cuenta corriente.

[23] José María Sanguinetti representó al Partido Colorado, mientras que Luis Alberto Lacalle fue representante del Partido Nacional.

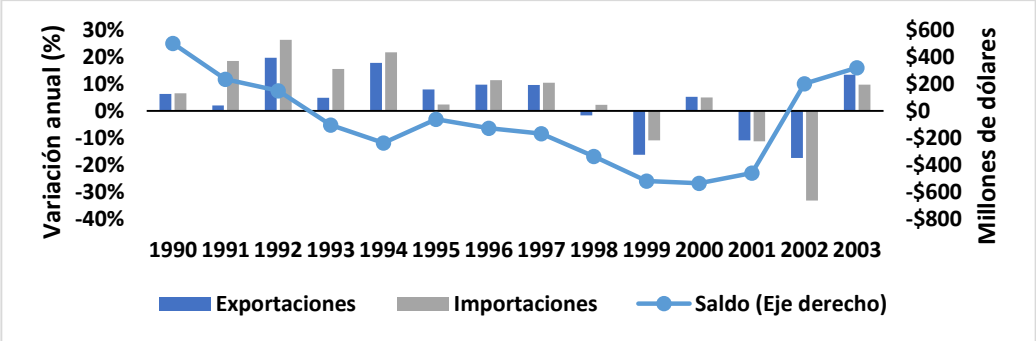
Figura 28: Contribución a la variación del PBI de las principales cuentas nacionales de Uruguay (1991-2003)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

Al desagregar el desempeño de las exportaciones e importaciones de bienes (Figura 29), puede notarse el dinamismo de ambas variables al conseguir constantes crecimientos interanuales. Como se mencionó anteriormente, las importaciones tuvieron un incremento mayor que las exportaciones, lo que se debió a que el régimen de crecimiento uruguayo en los noventa se basó en la importación tanto de mercaderías como de capital para inversión (Becker et al., 2007).

Figura 29: Evolución de Importaciones y Exportaciones de bienes en Uruguay (1990-2003)

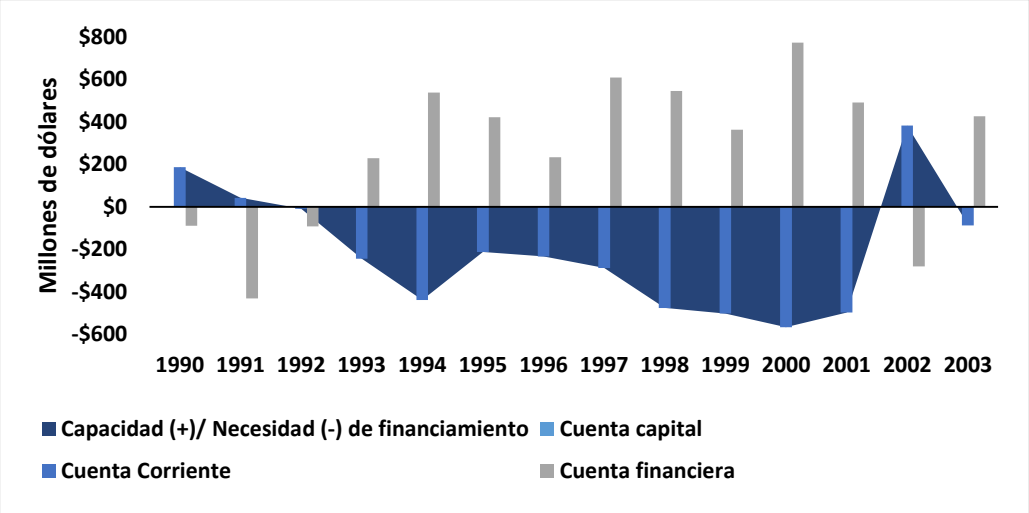


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

Al analizar la Balanza de Pagos (Figura 30) se visualiza la constante necesidad de financiamiento como consecuencia del déficit en la cuenta corriente a partir de 1993. Esta necesidad de financiamiento, tal como ocurrió en la Convertibilidad argentina, fue solventada por ingresos de capital extranjero que se incluyen en la cuenta financiera. En este sentido, el país asistió a una ola de entrada de capitales que generó la caída de la tasa de interés y alentó un proceso de reconversión de unidades productivas y también la expansión de bienes importados. Para incentivar estas entradas de capitales, necesarias para el funcionamiento económico del modelo implementado por el gobierno de Lacalle, se impulsó un amplio plan de privatizaciones de empresas públicas. Hay que mencionar que, en la década de 1990, el país se

encontraba en el puesto 34 del ranking de Libertades Económicas publicado por el Instituto Fraser, lo que, podría percibirse, aumentaba el incentivo para el ingreso de capitales extranjeros[24].

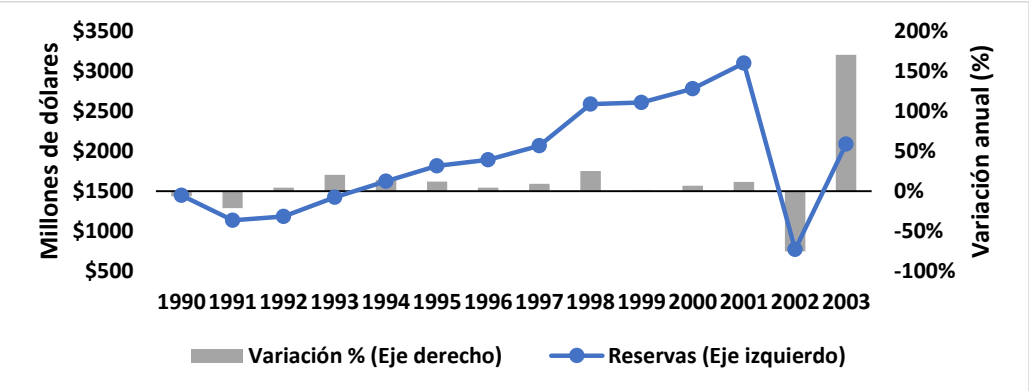
Figura 30: Balanza de Pagos en Uruguay (1990-2003)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCU

Como consecuencia del ingreso de capitales extranjeros, las Reservas Internacionales (Figura 31) experimentaron un crecimiento sostenido desde 1993 hasta 2002. En el país se desarrolló una economía dolarizada. El sector financiero estuvo estratégicamente dirigido y basado en la divisa estadounidense durante la década del 90. En este sentido, la elevada dolarización de la actividad financiera exigió dotar al Banco Central de un alto nivel de reservas internacionales, de modo de encontrarse en condiciones de actuar como prestamista de última instancia de un sistema que realiza la mayor parte de su actividad en moneda extranjera (Antía 2001, Becker et al., 2007). En 2002, debido a la desconfianza generalizada y la fuga de capitales, las reservas internacionales mostraron su peor desempeño de la serie con una caída de 75%.

Figura 31: Evolución de las Reservas Internacionales en Uruguay (1990-2003)



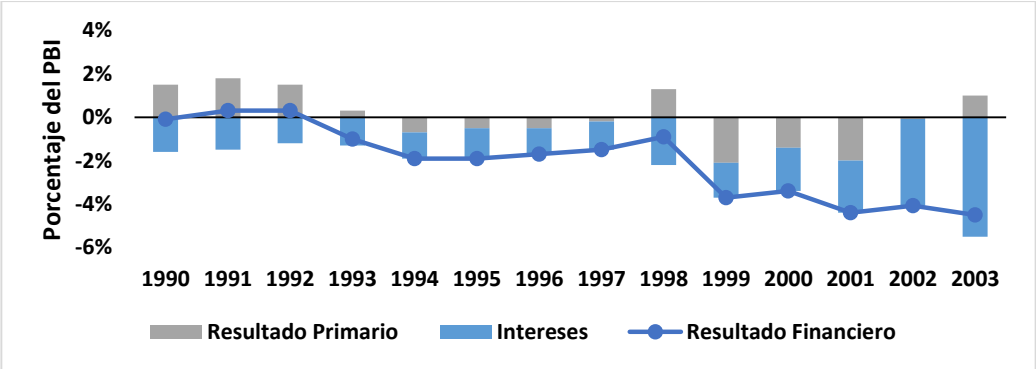
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCU

[24] En el año 2000 Uruguay cayó al puesto 41, pese a haber aumentado su rating de 6,40 a 7,18.

La política fiscal estuvo marcada por el ajuste fiscal realizado en 1990, luego de acordar un programa stand-by con el FMI. Dicho ajuste implicó la obtención de recursos por un monto del 5,4% del PBI. En la Figura 32 puede notarse el desempeño fiscal de Uruguay desde 1990 hasta 2003. Como se observa, la política fiscal fue restrictiva hasta 1992, donde luego comenzó a ser expansiva. En este sentido, a partir de 1992, la recaudación tributaria mostró una tendencia decreciente y el gasto público empezó a expandirse debido al aumento de la inversión y de las transferencias a la seguridad social. A partir de 1995[25], nuevamente se llevó a cabo un ajuste fiscal que apuntaba a generar recursos por el 2,4% del PBI.

Hasta 1998, el déficit primario tendió a reducirse, mientras que en los períodos siguientes las caídas de la actividad económica y de la recaudación tributaria determinaron un crecimiento del déficit primario. A todo esto, se le debe sumar el pago de intereses que afrontó el gobierno uruguayo durante el período analizado. En este sentido, en la década del 90, si bien el país atravesó una carga de pagos de intereses crecientes, la carga relativa de los mismos se encontraba por debajo que sus países vecinos porque contó con un rating favorable en los mercados financieros debido al pago puntual de los servicios de deuda (Becker et al., 2007). No obstante, en los primeros años de la década del 2000, la carga de los intereses de deuda comenzó a hacerse más intensa, finalizando 2003 en torno a 6% del PBI.

Figura 32: Resultado fiscal en Uruguay (1990-2003)

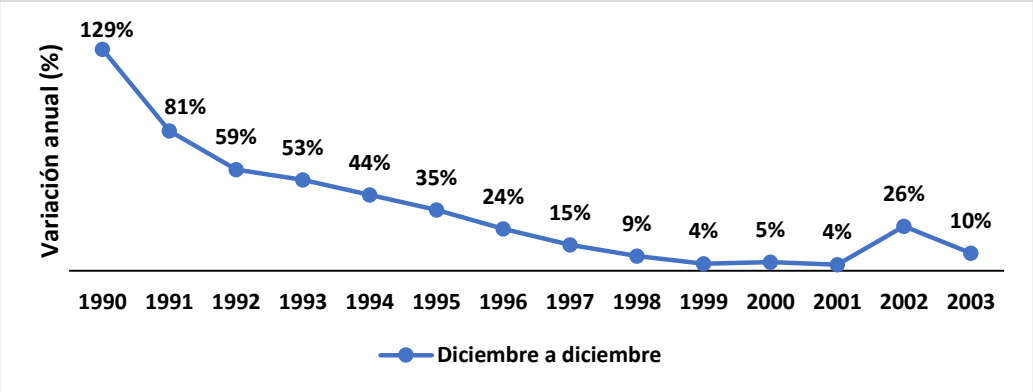


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

Desde sus inicios, el gobierno de Lacalle otorgó prioridad a la reducción del desequilibrio fiscal y de la inflación. En este último caso, se implementó en junio de 1990 un plan de estabilización de precios apoyado en una política monetaria y fiscal restrictiva con administración de ciertos precios clave con la intención de actuar sobre las expectativas. Sin embargo, el plan fracasó y la inflación se aceleró alcanzando los tres dígitos. Ante este fracaso, se diseñó un nuevo plan antiinflacionario con una metodología gradualista basado en la administración del tipo de cambio. En este sentido, se estableció una banda de fluctuación dentro de la cual el tipo de cambio podía flotar "libremente" y fijó el ritmo de deslizamiento mensual de esa banda. Como se observa en el Figura 33, la inflación presentó una tendencia decreciente hasta 2001, ubicándose por debajo del 10% desde 1998.

[25] Con la llegada al poder de Julio María Sanguinetti.

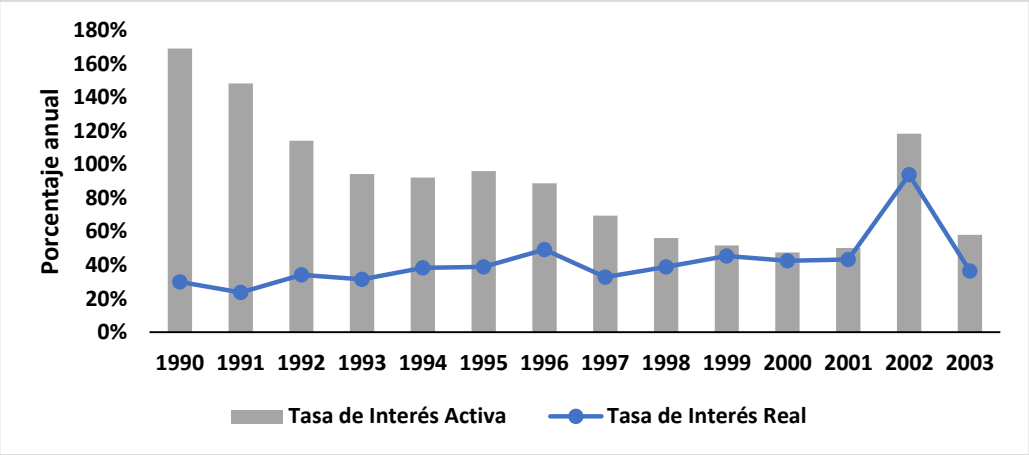
Figura 33: Evolución de la inflación en Uruguay (1990-2003)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

Como se mencionó anteriormente, el significativo ingreso de capitales extranjeros generó la caída de la tasa de interés. Puede notarse en la Figura 34 la tendencia decreciente que experimentó la tasa de interés activa, hasta 2001. Por su parte, la tasa de interés real mostró una tendencia levemente creciente ya que la tasa nominal se redujo en menor cuantía que la inflación.

Figura 34: Evolución de las Tasa de Interés Activa y Real en Uruguay (1990-2003)

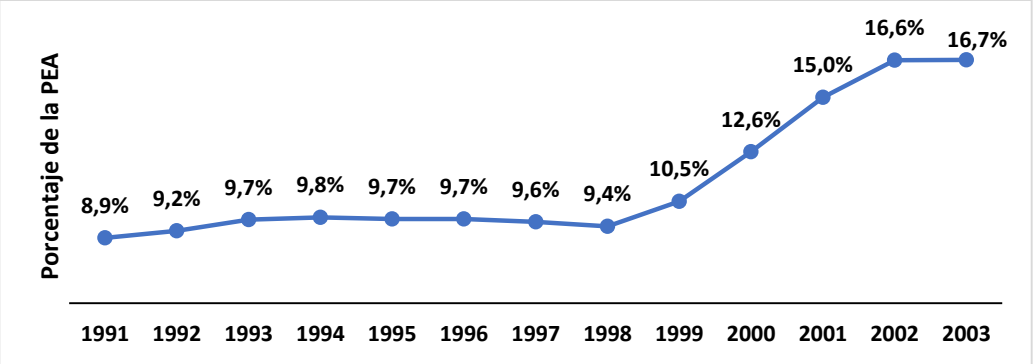


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCU y del Banco Mundial

En cuanto a la tasa de desempleo (Figura 35), es pertinente indicar que la misma presentó un leve crecimiento desde los inicios de la década hasta 1998, donde alcanzó el 9,4%.Puede indicarse que el aumento del desempleo se debió al incremento de la tasa de actividad (sobre todo al incremento de la oferta de trabajo de mujeres), a la imposición de barreras al ingreso de nuevos funcionarios en la Administración Central, y al cambio tecnológico "ahorrador de mano de obra" que se desarrolló en el período. Por su parte, el salario real (Figura 36) presentó una tendencia creciente desde 1990 hasta 2001, atravesando algunos períodos de caída. Este incremento en el salario real, permitió el crecimiento del consumo gracias al aumento en el poder de compra de los asalariados. Sin embargo, en 2002 el salario real presentó una caída cercana al 20% continuando la tendencia en 2003. En este sentido, teniendo en

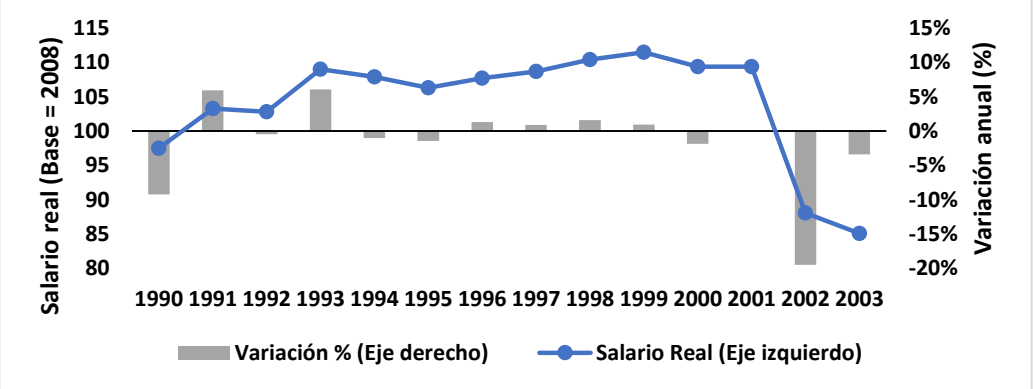
cuenta el aumento del desempleo y la caída del salario real, la pobreza creció del 16,7% al 31,2% para 2002. Sumado a esto, la informalidad laboral superaba el 45%, demostrando la difícil situación en el mercado de trabajo. No obstante, no hubo un estallido social. Se llevaron a cabo protestas sociales y se formaron nuevas alianzas. Al mismo tiempo, se unieron los sindicatos y los pequeños productores para reclamar un apoyo a los sectores productivos (Antía, 2001; Becker et al., 2007).

Figura 35: Evolución de la Tasa de Desempleo en Uruguay (1991-2003)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

Figura 36: Evolución del Salario Real en Uruguay (1990-2003)



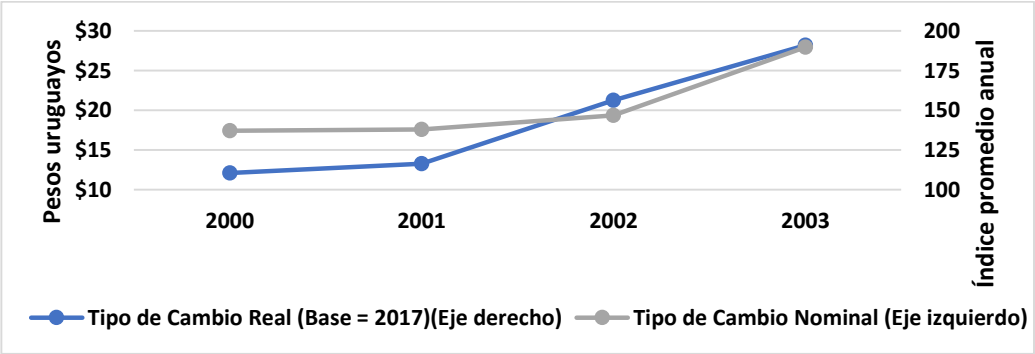
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

A fines de la década de 1990, en Uruguay se debilitaron las bases macroeconómicas que dieron sustento al crecimiento experimentado en los años anteriores. Particularmente, Uruguay sufrió el impacto de la devaluación del Real en Brasil en 1999 y de la profunda crisis que atravesó Argentina en ese mismo año. La pérdida del dinamismo en la economía, influyó sobre el equilibrio de las finanzas públicas, desencadenando sucesivos déficits que contribuyeron a incrementar el stock de la deuda pública. La crisis argentina, con el *default* declarado y las restricciones financieras empleadas, tuvo su contagio sobre Uruguay a través de una corrida bancaria de grandes proporciones. Esta corrida bancaria, sumado a la necesidad de financiamiento del Banco Central Uruguayo, para actuar como prestamista de última instancia, contribuyeron a explicar el aumento del endeudamiento en el año 2002.

La acumulación de estos desequilibrios, determinaron la pérdida de la calidad crediticia, el aumento de las primas de riesgo y el cierre de los mercados de capitales para Uruguay en el segundo trimestre de 2002. En este contexto, no solo era necesario financiar el desequilibrio fiscal, sino también hacer frente a las obligaciones que vencían y dotar de liquidez a varias instituciones bancarias. Sin embargo, las únicas fuentes de financiamiento eran las reservas internacionales y los desembolsos de instituciones financieras multilaterales, lo que marcaba la situación de vulnerabilidad existente (De Brun y Della Mea, 2003).

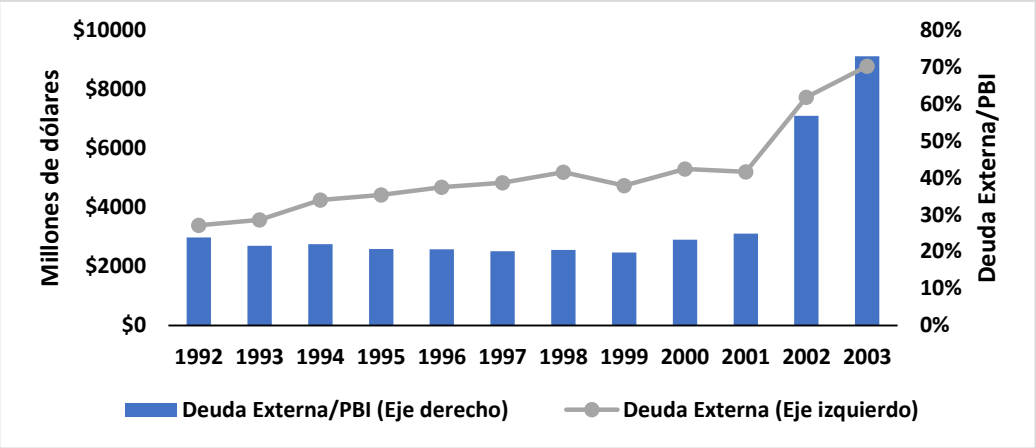
Dado que la mayoría de los depósitos retirados del sistema bancario huyeron del país y que la pérdida generalizada de confianza desencadenó un proceso de sustitución de moneda, el peso uruguayo sufrió presiones (Figura 37). Cuando el stock de reservas de divisas se redujo, el Banco Central no pudo mantener la paridad con el dólar estadounidense y la moneda flotó en junio de 2002. En solo poco tiempo, el peso uruguayo experimentó una depreciación de alrededor del 50%, lo que generó la depreciación del Tipo de Cambio Real. Por un lado, esta depreciación favoreció lentamente el crecimiento de las exportaciones. Por otro lado, dada la alta composición de la deuda pública denominada en dólares, la devaluación aumentó la vulnerabilidad de las finanzas públicas y colocó la deuda pública en una senda insostenible (Diaz Cassou et al., 2008). En este sentido, se desencadenó una dinámica adversa en la relación deuda/PBI del gobierno central, pasando de 19,74% en 1999 a 73% en 2003. Esta evolución puede visualizarse en la Figura 38.

Figura 37: Evolución del TCR y TCN en Uruguay (2000-2003)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCU y CEPAL

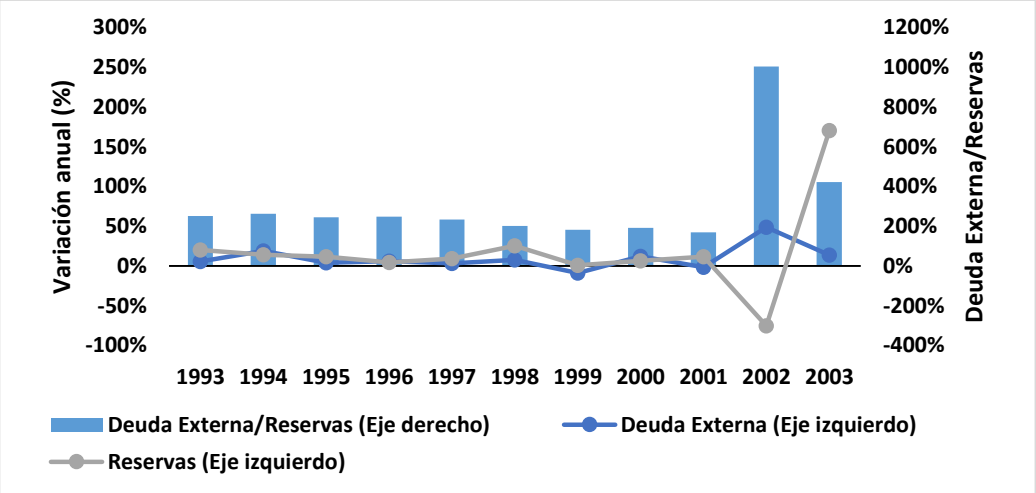
Figura 38: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central de Uruguay (1992-2003)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE y CEPAL

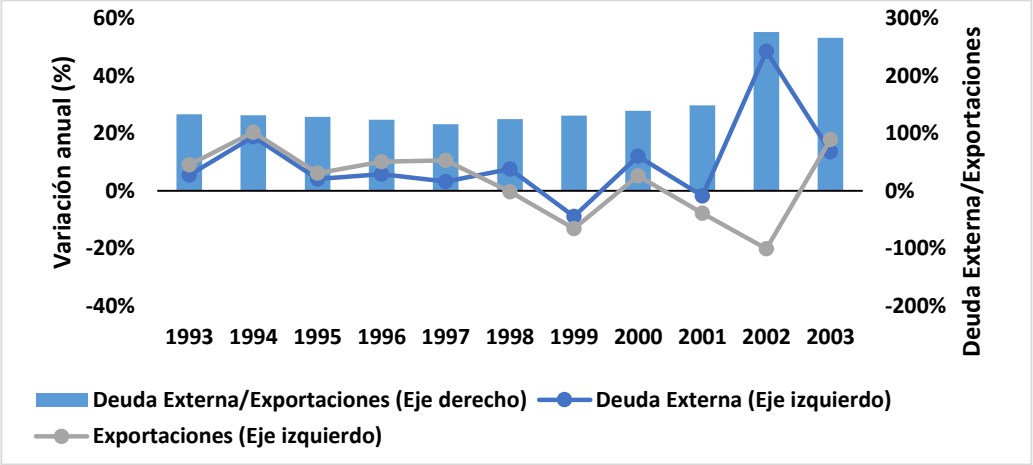
Es pertinente analizar la evolución de la deuda externa del gobierno central como porcentaje de las reservas internacionales (Figura 39). Como puede notarse, hasta el año 2001 se desarrolló una dinámica estable en este indicador. No obstante, cuando las reservas exhibieron una caída drástica en 2002, y el endeudamiento creció, la relación Deuda Externa/Reserva creció peligrosamente hasta alcanzar el 1000%, mostrando claramente la dificultad de la situación. Asimismo, corresponde analizar la relación Deuda Externa/Exportaciones (Figura 40). Nuevamente se repitió el patrón de estabilidad en la relación hasta 2001, pero al experimentar una caída del 20% en las exportaciones y un aumento de la deuda externa de 48%, la relación presentó un crecimiento significativo, alcanzando el 275%. Se ponía de manifiesto la necesidad de abordar rápidamente el problema de deuda, tras presenciar niveles altos en el Riesgo País (Figura 41).

Figura 39: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Reservas en Uruguay (1993-2003)



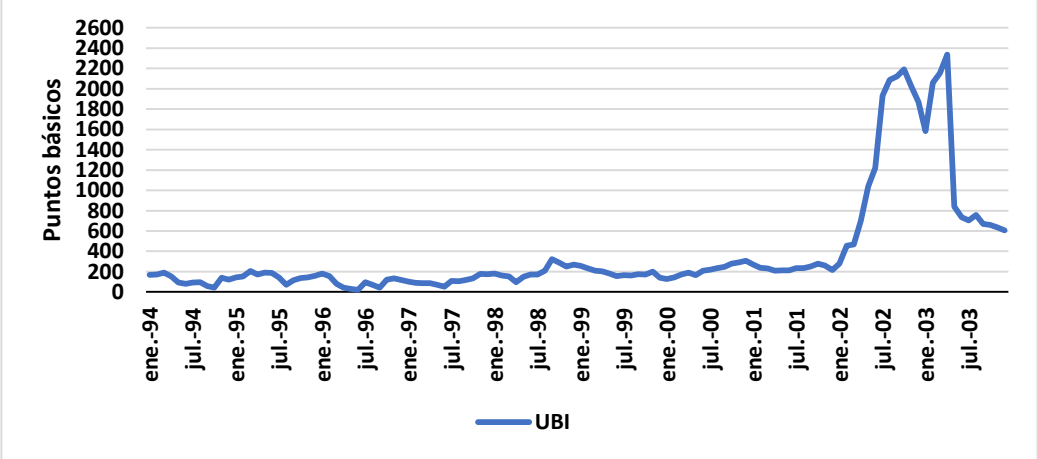
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE y CEPAL

Figura 40: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Exportaciones en Uruguay (1993-2003)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE y CEPAL

Figura 41: Evolución del Riesgo País en Uruguay (ene 94-dic 03)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCU

La estrategia del gobierno de Batlle para superar la crisis se organizó en tres fases: detener la corrida bancaria, estabilizar el tipo de cambio y reestructurar la deuda pública. La prioridad del Banco Central fue la resolución de la crisis bancaria, ante esto, se tomaron medidas para mantener la continuidad y liquidez de la cadena de pagos. Para estabilizar el tipo de cambio, el Banco Central definió una política basada en una meta para la base monetaria y una regla fija de preanuncio trimestral con horizontes anuales (Oddone y Marandino, 2018). La tercera fase fue la reestructuración de la deuda pública, objeto de estudio de la presente investigación que será desarrollada a continuación.

2.2 Reestructuración de la deuda

A medida que se lograba la estabilización de los depósitos, la recuperación de la liquidez en el sistema financiero y la recomposición de los activos del Banco Central, el gobierno uruguayo comenzó a elaborar los principios de la estrategia de reestructuración de la deuda, con el objetivo de reducir la brecha

financiera para 2003. Entre las premisas adoptadas, se consideraba prioritario que Uruguay saliera de este proceso manteniendo la reputación de buen pagador, con la intención de retornar a los mercados financieros internacionales tan pronto como se revirtiera la situación. En este sentido, la percepción de agentes económicos del exterior, como de asesores y acreedores, se basaba en que las dificultades acontecidas en Uruguay eran fundamentalmente consecuencia de la crisis argentina (De Brun y Della Mea, 2003).

Desde el momento en que Uruguay planeaba afrontar un proceso amistoso al mercado, se entendía que el diseño de la propuesta debía estar precedido por un período de consultas con la comunidad de acreedores. En efecto, se llevó a cabo este período de consultas durante un mes. Dichas consultas incluyeron presentaciones y reuniones bilaterales con diversos inversores del exterior, sumado a la intensa agenda de contactos con la comunidad de inversores locales, fundamentalmente fondos de inversión y corredores de bolsa. Este proceso le permitió a Uruguay expresar sus dificultades económicas a los acreedores, mostrando que la propuesta del canje de deuda era una forma de actuación preventiva para resolver el problema de liquidez, cuya resolución agregaría valor para los inversores (De Brun y Della Mea, 2003).

El 11 de marzo de 2003 se oficializó el anuncio de la reestructuración de la totalidad de la deuda en moneda extranjera con vencimiento inicial superior a 12 meses. En la Tabla 8 se presenta la composición de la deuda total del sector público al inicio de la reestructuración, en diciembre de 2002. En principio, alrededor del 42% del total de la deuda fue elegible para la reestructuración, ascendiendo a US$ 5.3 mil millones, tanto en manos de residentes (44,1% del total) como de no residentes (55,9% del total). Esto incluyó 65 emisiones de bonos: 46 bonos domésticos por un monto de US$ 1.6 mil millones de capital; 18 eurobonos con un valor nominal de US$ 3.5 mil millones; 1 bono Samurai por valor de US$ 250 millones. En cuanto a los vencimientos, oscilaron entre unos pocos días y el año 2027 (Diaz Cassou et al., 2008).

Tabla 8: Composición de la deuda del sector público al inicio de la reestructuración (millones de dólares)

Deuda total del sector público	12,2
Externa	8,3
Multilateral	4,5
Bilateral	0,3
Comercial	3,5
Interna	3,9

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Diaz Cassou et al., 2008

Finalmente, se lanzó la oferta final el 10 de abril de 2003. En la propuesta, el gobierno uruguayo decidió imponer umbrales muy altos para la aceptación del canje. Se estableció que era necesario al menos un 90% de participación en el total de los bonos adheridos al canje. Esta estrategia significaba aumentar el riesgo de fracaso de la operación, al mismo tiempo que funcionaba como un "endulzante"

para los acreedores los cuales consideraban que iban a recibir un mejor tratamiento que los inversores que no se adherían al canje. A su vez, se introdujeron cláusulas de consentimiento de salida, que procuraban la protección de los derechos de los tenedores de bonos que aceptaran el canje, de posibles acciones que los *holdouts* pudieran ejercer para bloquear los pagos que le corresponden recibir. Asimismo, el diseño de la propuesta incluyó la adopción de medidas regulatorias para reducir la liquidez de los bonos antiguos, aumentando su tasa de descuento y reduciendo su VAN (De Brun y Della Mea, 2003). Los tenedores de bonos pudieron elegir entre dos opciones (Diaz Cassou et al., 2008):

- Una opción que incluía extender el vencimiento, según la cual los pagos del capital se extenderían en un promedio de 5 años. Se realizaría el canje a su valor nominal y los cupones se mantendrían sin cambios. Los nuevos instrumentos se combinarían con un nuevo bono a 30 años que capitalizaría los pagos de intereses durante los primeros 5 años.
- Una opción de bonos de referencia, en la cual los bonos antiguos se intercambiarían a valor nominal por un número menor de bonos nuevos (cuatro bonos internos y tres bonos externos) con la intención de aumentar la liquidez de los nuevos instrumentos. Los cupones se mantendrían sin cambios, con nuevos vencimientos después de la extensión, que oscilarían entre 7 y 30 años. Estos bonos fueron diseñados para ser atractivos no solo para los inversionistas institucionales sino también para los fondos de seguimiento de índices, basándose en que las nuevas emisiones serían lo suficientemente grandes como para ser incluidas en índices internacionales. A su vez, algunos tenedores de bonos tenían la posibilidad de obtener pequeños pagos en efectivo por adelantado, para compensar los intereses adelantados sobre los bonos antiguos y los tenedores de dos bonos Brady[26] recibirían el Valor Actual Neto (VAN) del capital de estos instrumentos, en efectivo.

El 29 de mayo de 2003, se cerró oficialmente el canje. La tasa de participación superó el 92%, con acreedores nacionales licitando sus bonos casi en su totalidad (98,8%) y una participación menor en no residentes (89,2%). Alrededor de dos tercios de los participantes eligieron la opción de bonos de referencia (Diaz Cassou et al., 2008). Un alto porcentaje de la deuda uruguaya, quedó denominada en bonos globales 2011, 2015 y 2033, todos ellos con montos suficientes para estar incluidos en el índice EMBI[27] de JP Morgan (De Brun y Della Mea, 2003).

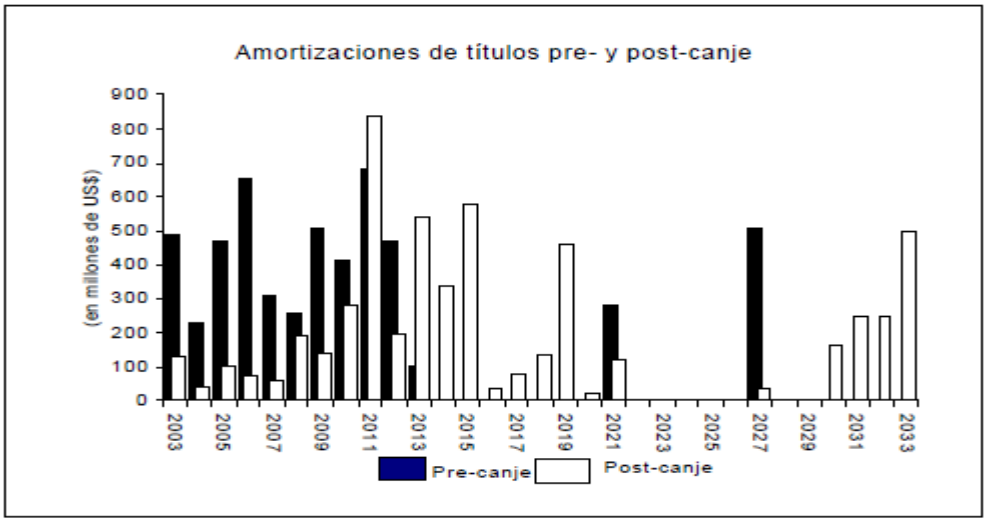
Entre los factores que explican la alta participación en el canje de la deuda, debemos mencionar los siguientes. En primer lugar, las pérdidas que debieron enfrentar los acreedores, fueron bajas. De hecho, no incurrieron en pérdidas nominales y los cupones se mantuvieron prácticamente sin cambios.

[26] Se trataba de los bonos Par 2021 “Serie A” y “Serie B” (Sturzenegger y Zettelmeyer, 2005).
[27] El Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI por sus siglas en inglés), es el principal indicador de riesgo país. Puntualmente, es la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos.

Sin embargo, se observó una pérdida de VAN[28], estimada por el FMI en el rango de 8 a 20%, dependiendo de la tasa de descuento utilizada en el cálculo. En segundo lugar, la actitud *market friendly*, con el período de consultas y la intención de satisfacer la demanda de los acreedores, fue muy bien recibida. En tercer lugar, la propuesta incluyó una variedad de desincentivos para los *holdouts*, destinados a lograr el cometido de adhesión. Finalmente, en el momento de lanzamiento de la reestructuración, los acreedores eran conscientes de que, en caso de fracaso del canje, existía una alta probabilidad de que Uruguay siguiera el camino de Argentina e incumpliera con su deuda soberana (Diaz Cassou et al., 2008).

El resultado del canje determinó una licitación de bonos por un valor nominal cercano a US$ 5 mil millones, generando alivio en las presiones de liquidez ya que, los pagos del capital de la deuda de mediano y largo plazo vencidos durante el período 2003-2007 se redujeron de US$ 2.1 mil millones a US$ 300 millones. Para el año 2003, los pagos del servicio de la deuda se redujeron de US$ 469 millones a US$ 23 millones. El resultado principal, indica que los recortes fueron sustancialmente bajos, en el rango de 5 a 20%. Sturzenegger y Zettelmeyer (2005) estiman que el *haircut* obtenido es poco menos del 13%. A pesar del alivio de liquidez logrado (Figura 42), muchos observadores argumentaron que la reestructuración uruguaya se llevó a cabo en términos indulgentes y que no logró restaurar la sostenibilidad de la deuda (Diaz Cassou et al., 2008).

Figura 42: Perfiles de vencimiento pre y post canje



Fuente: De Brun y Della Mea 2003

2.3 Rol del Fondo Monetario Internacional

En la reestructuración de deuda uruguaya fue decisivo el papel que jugó el Fondo Monetario Internacional. En primer término, se convirtió en un actor determinante en la toma de decisiones que

[28] Esto se debe a que la tasa de descuento utilizada para calcular el impacto del VPN de la reestructuración, es más alta que los rendimientos vinculados a los instrumentos canjeados, los cuales fueron determinados cuando Uruguay poseía calificaciones de *investment grade*.

llevaron a las autoridades uruguayas a reestructurar su deuda soberana. En segundo lugar, brindó asistencia financiera para respaldar los esfuerzos de resolución de la crisis de Uruguay, aportando el programa más grande en la historia del FMI hasta ese momento, si se compara con el tamaño de la economía receptora. En tercer lugar, creó un esquema de incentivos que alentó a los acreedores a participar del canje. En efecto, dada la magnitud de los problemas de liquidez, estaba claro que una suspensión en el apoyo financiero por parte del Fondo, hubiese implicado el *default* de la deuda uruguaya. A su vez, la Institución consideraba que el caso uruguayo se correspondía con un "espectador inocente" en el que la crisis fue causada por contagio más que por inconvenientes propios. En este sentido, tanto las autoridades uruguayas como el FMI, se enfocaron en que la resolución de la crisis sea la antítesis de la reestructuración argentina (Diaz Cassou et al., 2008).

Desde principios de la década de 1990 el Fondo estuvo involucrado en Uruguay. El programa vigente, en el inicio de la crisis, fue un SBA de 22 meses, aprobado en mayo del 2000 por un monto de US$ 197 millones. La intención de este programa era actuar como mecanismo de precaución, protegiendo a Uruguay de las crisis en Brasil y Argentina. Con la disposición de este programa, el Fondo estaba apoyando reformas estructurales y la consolidación fiscal de Uruguay. Sin embargo, como la situación empeoraba en el país, se aprobó un nuevo programa SBA de dos años, por un monto de US$ 743 millones. Las imposiciones del programa se vincularon con la consolidación fiscal, apuntando a un superávit primario de 3,2% del PBI, la racionalización del sistema tributario y el fortalecimiento del sector bancario.

Pese a los esfuerzos de las autoridades uruguayas, el nuevo programa no logró estabilizar la economía y la situación continuaba empeorando. Como respuesta, el FMI aprobó dos ampliaciones sucesivas del programa original. La primera se aprobó en junio de 2002 por un monto de US$ 1.5 mil millones, mientras que la segunda se aprobó en agosto del mismo año, por un monto de US$ 494 millones. La exposición financiera total del FMI a Uruguay se elevó a US$ 2.8 mil millones. En este sentido, los recursos comprometidos por el FMI se utilizaron para acrecentar un fondo respaldado por el gobierno para la provisión de liquidez y para el apoyo de capital a la banca, en caso de ser necesario (Diaz Cassou et al., 2008; Erce, 2013).

A pesar de la magnitud de los programas asumidos por el FMI, persistieron importantes brechas de financiamiento en el corto y mediano plazo, lo que influía sobre la necesidad de reestructurar la deuda soberana. En este sentido, la ampliación del programa en agosto, se proporcionó entendiendo que se encontraría una solución al problema de la deuda. La segunda revisión del programa, no se completó hasta que las autoridades uruguayas no comunicaron oficialmente la intención de reestructurar la deuda. Poco después de este suceso, el Fondo realizó un desembolso de US$ 303 millones, extendiendo el vencimiento del programa a un año y difiriendo su devolución (Diaz Cassou et al., 2008).

En cuanto al diseño de la reestructuración, el FMI no tuvo participación, ya que las autoridades uruguayas acudieron a sus propios asesores financieros y legales. Por su parte, el rol del Fondo como

proveedor de incentivos ante los acreedores fue fundamental. En este sentido, el director Gerente del FMI, Horst Kohler, se dirigió al mercado con una carta el 10 de abril de 2003, en la que indicaba que un canje de deuda exitoso requería una alta participación para que el programa SBA avance y se complete la próxima revisión. Bajo esta condicionalidad, un fracaso en el proceso de reestructuración de la deuda hubiera puesto en riesgo el SBA, y, en consecuencia, hubiera agravado los problemas de caja. Este elemento, disminuye la probabilidad de los *holdouts* de percibir la totalidad de los pagos, contribuyendo al éxito de la negociación (De Brun y Della Mea, 2003).

Al mismo tiempo, el FMI fue clave promoviendo información a través de un análisis de revisión del SBA, que no llegó a ser un análisis de sostenibilidad de la deuda (DSA), pero que describió el alivio necesario para la reestructuración de la deuda. El papel informativo del Fondo, tiende a ser más intenso en las reestructuraciones "favorables al mercado", como lo fue la uruguaya (Erce, 2013).

En junio de 2003, gracias al éxito del canje, se completó la tercera revisión del SBA. En el mismo sentido, se aprobaron diversas revisiones hasta el vencimiento del programa en marzo de 2005. Finalmente, en junio de 2005 se aprobó un nuevo programa SBA de tres años, por un monto de US$ 1,13 mil millones, con la intención de suavizar la salida uruguaya de la asistencia otorgada por el Fondo. Sin embargo, a mediados de 2006, debido al dinamismo de la economía, Uruguay comenzó a anticipar el pago de sus obligaciones con el FMI (Diaz Cassou et al., 2008).

2.4 Análisis de Sostenibilidad de la Deuda

El análisis de Sostenibilidad de la Deuda posterior al canje (FMI, 2003b), se basó en una consolidación fiscal firme y sostenida, una recuperación constante del PBI y una recuperación moderada del valor del peso frente al dólar en términos reales. Se proyectó que el crecimiento económico se recuperaría de los niveles deprimidos que experimentó el país en 2002, a alrededor de 4% anual en 2005-06, y a un promedio de 2,5 a 3% anual posteriormente. Asimismo, se proyectó que el superávit primario aumentaría de 1% del PBI en 2003 a 3,8% en 2007, y se mantendría en ese nivel en los años siguientes. A mediano plazo, se esperaba que el peso se recuperaría gradualmente de su depreciación en términos reales frente al dólar, hasta aproximadamente el 75% de su nivel en 2001. Se preveía que los diferenciales de tipos de interés disminuyan de 1200 puntos básicos en 2003 a 500 puntos básicos en 2008. En función de estos supuestos, la relación deuda/PBI se reduciría a alrededor de 57% en el mediano plazo. En el escenario previo a la reestructuración, la relación deuda/PBI habría alcanzado el 63% en 2012. La mejora se explica principalmente por el menor costo de la financiación de nuevos mercados.

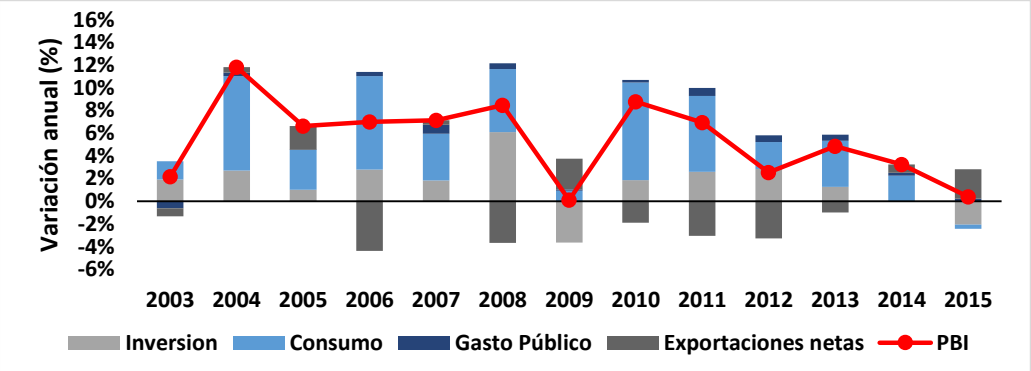
Es pertinente indicar que desde 2005 a 2015, la coalición de izquierda, denominada Frente Amplio, se situó al mando de la presidencia uruguaya. Desde 2005 a 2010, el presidente fue Tabaré Vázquez, mientras que desde 2010 a 2015, fue José Mujica. En este caso, aunque no se preveían grandes cambios, se observó un nuevo direccionamiento hacia la región, teniendo en cuenta el contexto del llamado "giro a la izquierda latinoamericano". En este sentido, se buscó la independencia de la política

exterior, intentando modificar la estrecha relación mantenida con Estados Unidos producto del gobierno de Batlle, y de consolidar aún más las relaciones con el MERCOSUR. Asimismo, se apuntó a una mayor relación con China e India. Es preciso indicar qué, en el gobierno de Mujica, la prioridad fue la profundización y mejora de los vínculos con los países vecinos, llevando a un plano menos importante los vínculos con otros países (Nilson, Pose y Raggio, 2016).

Al analizar los efectos de la reestructuración de la deuda, hay que mencionar que el canje contribuyó a reducir la vasta incertidumbre que primó en la economía uruguaya desde 2002. Como consecuencia, en 2003, la economía logró recuperarse de la persistente recesión que se prolongó desde mediados de 1998. Como se observa en la Figura 43, la reactivación de la producción se fundamentó en el crecimiento de la inversión y en menor medida del consumo. Asimismo, las exportaciones mejoraron su desempeño, a mediados de 2003, debido al incremento de la competitividad. A partir de esta reactivación, el país mantuvo un significativo crecimiento hasta 2008. Los motores que impulsaron este comportamiento fueron claramente el consumo, la inversión, las exportaciones y el gasto público. En este sentido, Uruguay experimentó un aumento sostenido de los salarios reales, una tendencia decreciente en la tasa de interés, una fuerte demanda externa de los productos uruguayos debido, principalmente, al crecimiento experimentado en Argentina y Brasil, y un aumento de los precios internacionales de materias primas.

Puede notarse que en 2006 y 2008, las exportaciones netas contribuyeron negativamente al crecimiento del PBI. Esto se debe a que el incremento de la demanda interna provocó un aumento de las importaciones, que en estos años superaron el crecimiento de las exportaciones, aumentando el déficit en la cuenta corriente. Luego de atravesar los efectos de la crisis financiera internacional, la economía uruguaya volvió a mostrar un nivel alto de crecimiento (9%) impulsada por el consumo, las exportaciones y la inversión privada. A partir de allí, la economía experimentó una desaceleración, finalizando 2015 con un crecimiento de 0,37%.

Figura 43: Contribución a la variación del PBI de las principales cuentas nacionales de Uruguay (2003-2015)

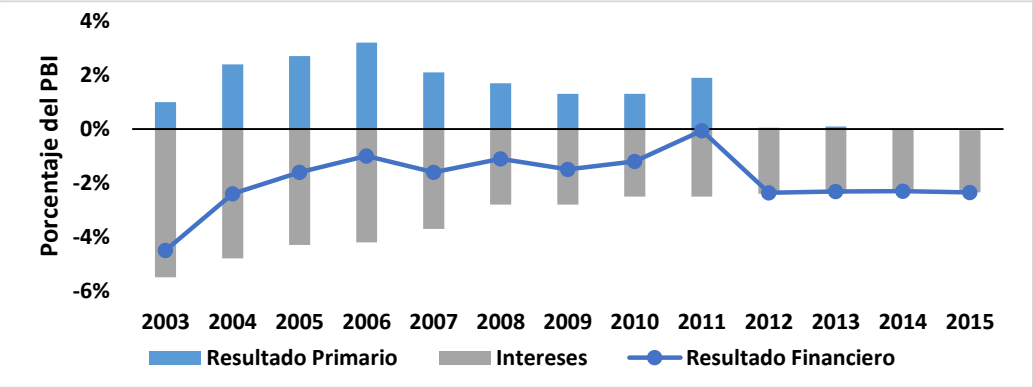


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

Tal como se expresó anteriormente, después de la reestructuración de la deuda, las autoridades firmaron un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional. El acuerdo apuntaba a un superávit primario del orden de 3% del producto en 2003, que debería incrementarse hasta alcanzar el 4% en 2005. Esta consideración se basó en la idea de que debido a la elevada carga de intereses del país, el arribo a dichos superávits permitiría que el resultado financiero ronde en un desequilibrio de -3,5% del producto, nivel que se consideraba consistente con la capacidad de endeudamiento del país y los objetivos de inflación.

No obstante, puede notarse en el Figura 44 que el resultado primario para estos años fue menor (1% en 2003 y 2,7% en 2005) y también lo fue el resultado financiero, que finalizó 2005 con un déficit de 1,6% debido a la disminución de los intereses. Esta dinámica de disminución del déficit financiero se mantuvo hasta 2011. Se observó una marcada disminución de los intereses y un mantenimiento del superávit primario aunque con tendencia decreciente. Esta evolución estuvo marcada por el aumento de la recaudación, producto de la aceleración de la actividad económica, y por la mayor formalización de la economía. Por su parte, los egresos se fueron elevando pero nunca comprometiendo el superávit primario. A partir de 2012, la tendencia decreciente del resultado financiero se vio modificada, lo que aumentó el déficit a 2,3% del PBI hasta 2015. Este comportamiento se debió fundamentalmente a la marcada expansión del gasto público y al descenso de la recaudación.

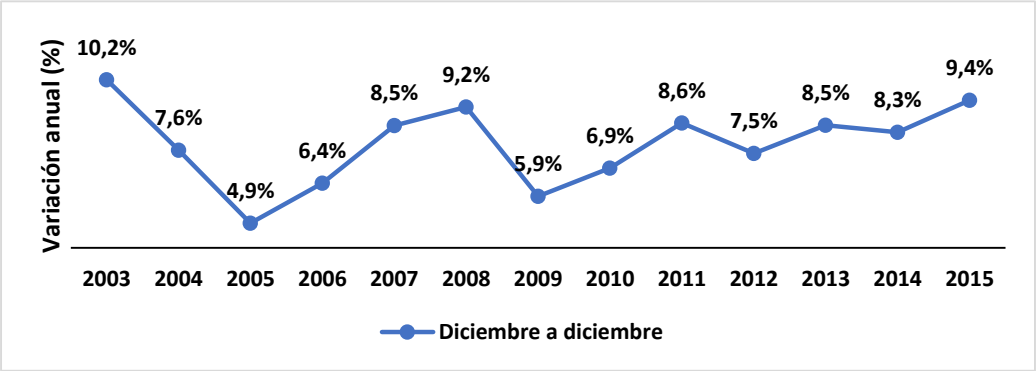
Figura 44: Resultado fiscal en Uruguay (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

La orientación de la política monetaria apuntó a preservar la estabilidad de precios. Como se observa en el Figura 45, hasta 2009, la inflación atravesó períodos decrecientes (2003-2005; 2008-2009) y crecientes (2005-2008). Sin embargo, a partir de 2009, se observó una tendencia a la inercia inflacionaria, finalizando 2015 con una tasa de 9,4%. Esta evolución fue resultado del alza en los precios de los bienes exportables, en particular los derivados del trigo, la carne y los lácteos, así como del aumento del precio internacional del petróleo en conjunto con el aumento de la cotización del dólar, que encareció la oferta de bienes importados e influyó directamente en la inflación.

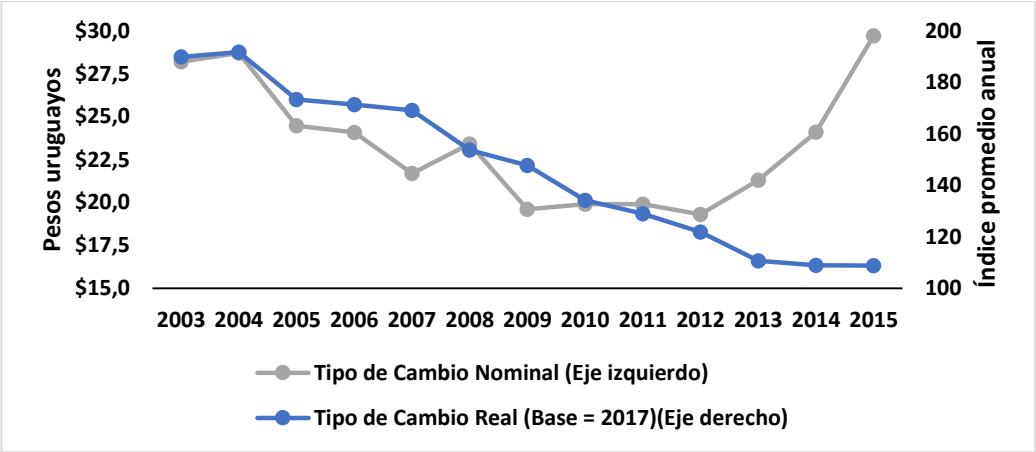
Figura 45: Evolución de la Inflación en Uruguay (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCU

Con respecto a la política cambiaria, Uruguay aplicó un esquema de tipo de cambio flexible a lo largo del período analizado. Puede visualizarse en la Figura 46 la evolución tanto del tipo de cambio nominal como del tipo de cambio real. Hasta 2009, el tipo de cambio nominal frente al dólar experimentó un descenso, acompañado de una tendencia generalizada de apreciación de la moneda local en los países del Cono Sur. Desde 2009 hasta 2012, el tipo de cambio nominal se mantuvo estable en torno a 19 pesos uruguayos. A partir de allí se observó una marcada devaluación que repercutió en un valor de 29,7 pesos uruguayos en 2015. Por su parte, el tipo de cambio real mostró una tendencia decreciente desde 2004 hasta el final del período estudiado. Es pertinente mencionar que el tipo de cambio real es una medida de la competitividad del país, lo que demuestra que salvo en 2003-2004, el país vio deteriorarse período a período este indicador.

Figura 46: Evolución del TCR y TCN en Uruguay (2003-2015)

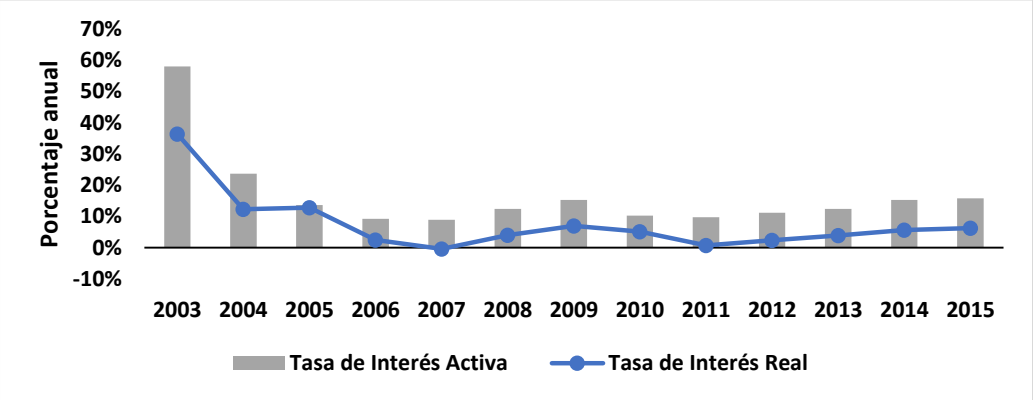


Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

Como se mencionó, la política monetaria estuvo orientada a la estabilidad de los precios. La tasa de interés (Figura 47) fue uno de los instrumentos que se utilizó para tal fin. En 2003, se procuró absorber liquidez considerada excedente, lo que contribuyó a que la tasa de interés activa fuese alta (58%). A partir de allí, observando la demanda creciente de dinero y la mejora en las expectativas, se llevó a cabo un

proceso decreciente de la tasa de interés activa, hasta estabilizarse en 15% en 2015. El comportamiento de la tasa de interés real fue similar, disminuyendo del 40% en 2003 a 6,26% en 2015.

Figura 47: Evolución de la Tasa de Interés Activa y Real en Uruguay (2003-2015)

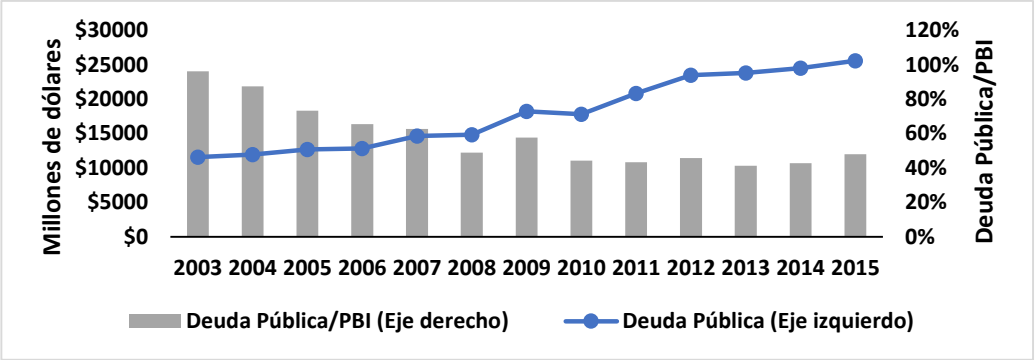


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCU y CEPAL

El elevado nivel de endeudamiento del sector público constituía el principal desafío de política económica de las autoridades uruguayas a principios de 2003. La reestructuración de la deuda dotó al país del alivio y la confianza necesaria para mejorar los indicadores macroeconómicos. La operación de canje de deuda y la mejora subsiguiente de la calificación de riesgo hicieron posible la colocación de sucesivas emisiones de deuda a 12 y 15 años de plazo, lo que aumentó el endeudamiento público medido en millones de dólares.

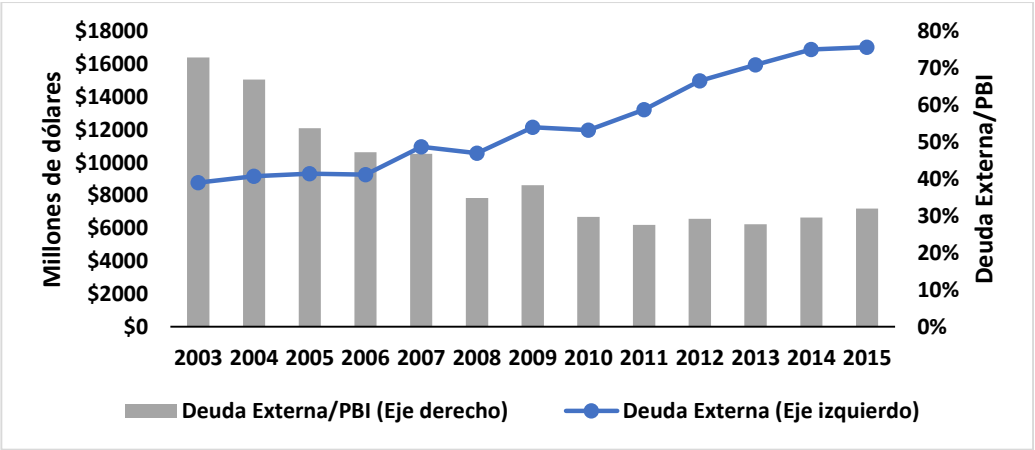
Como se observa en la Figura 48, este proceso se dio hasta 2015, finalizando dicho año con un endeudamiento público en torno a 25.560 millones de dólares. No obstante, producto de las buenas condiciones económicas, la capacidad de pago y los crecimientos sostenidos, el país experimentó un significativo descenso en la relación deuda pública/PBI, teniendo en cuenta que en 2003 la relación se situaba en 96,25%, mientras que en 2015 fue de 47,98%.El mismo comportamiento experimentó la deuda externa. Como puede notarse en el Figura 49, Uruguay pasó de tener una deuda externa en torno a los 9.000 millones de dólares en 2003, a ubicarse cerca de 17.000 millones de dólares en 2015. A pesar de esta dinámica, como sucedió con la deuda pública, el peso de la deuda externa sobre el PBI disminuyó considerablemente desde 73% en 2003 a 32% en 2015.

Figura 48: Evolución de la Deuda Pública del Gobierno Central de Uruguay (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE, BCU y CEPAL

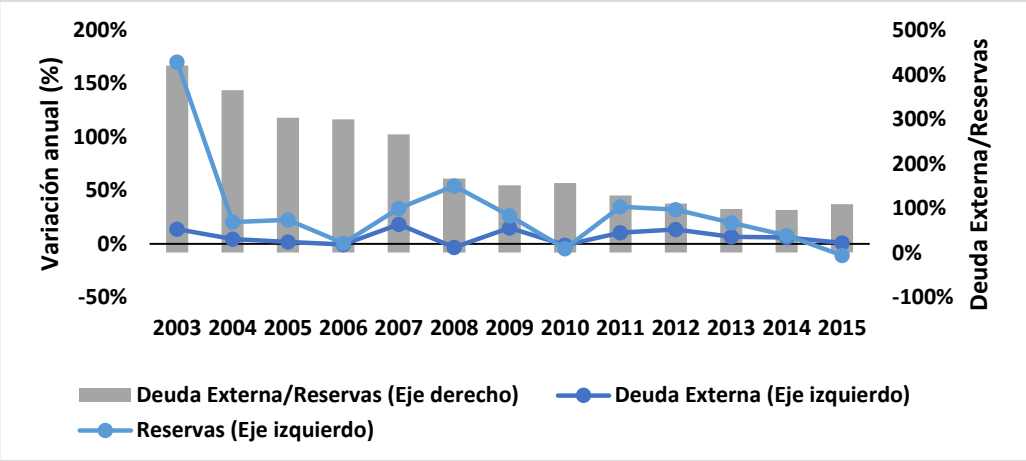
Figura 49: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central de Uruguay (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE, BCU y CEPAL

Es pertinente analizar el comportamiento de la deuda externa respecto de las reservas internacionales (Figura 50). Como puede notarse, las reservas internacionales mostraron un crecimiento significativo a lo largo de todo el período, a excepción de 2006, 2010 y 2015. El buen desempeño de las exportaciones, adicionado a los ingresos de capitales extranjeros, contribuyó a generar esta conducta en las reservas internacionales. Por su parte, la deuda externa experimentó un moderado crecimiento a lo largo del período analizado. Como resultado de las variaciones en estos dos indicadores, la relación deuda externa/reservas se vio significativamente modificada, tras caer de 421% en 2003 a 109% en 2015, mejorando la liquidez.

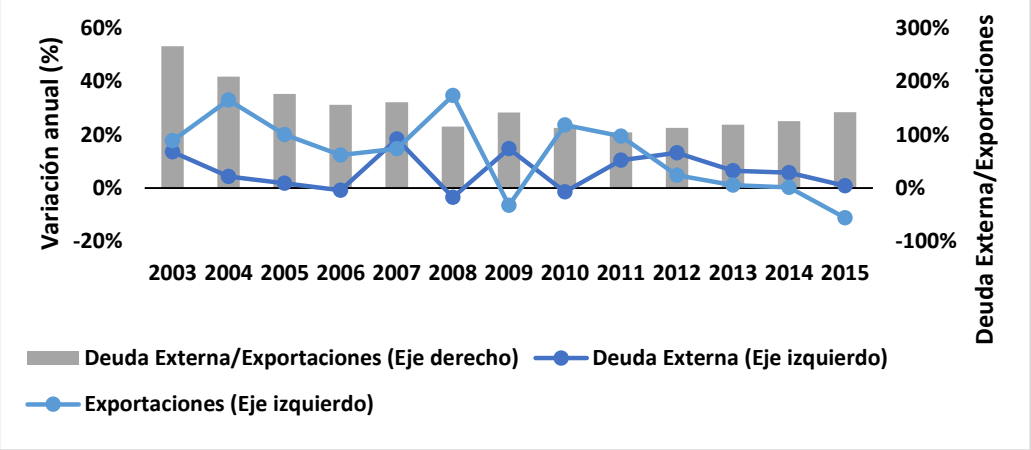
Figura 50: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Reservas en Uruguay (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE, BCU y CEPAL

Si se analiza la relación deuda externa/exportaciones (Figura 51) también puede notarse un descenso luego de la reestructuración de la deuda. Como se expresó a lo largo del análisis, las exportaciones mostraron un gran dinamismo, salvo en 2009 y desde 2013. Si se concatena con el comportamiento de la deuda externa, la relación deuda externa/exportaciones pasó de 266% en 2003 a 142% en 2015.

Figura 51: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Exportaciones en Uruguay (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE, BCU y CEPAL

Explicada la situación uruguaya, la continuación de este trabajo se corresponde con el análisis de los casos ocurridos en Belice para el período 2006-2016.

3. Belice (2006- 2012- 2016)

El proceso de reestructuración de la deuda soberana llevado a cabo en Belice es relevante por varias razones. En primer lugar, se utilizaron cláusulas de acción colectiva (CAC) que facilitaron la reestructuración de un bono regido por la ley de Nueva York. En segundo término, el Fondo Monetario

Internacional no asistió a Belice con un programa que respalde la reestructuración, sino que únicamente, desempeñó el papel como proveedor de información. En tercer lugar, la evaluación de esta reestructuración debe situarse en un contexto de dinamismo inusual en los mercados financieros internacionales, lo que facilitó en gran medida el proceso. Finalmente, la reestructuración de deuda en Belice puede considerarse un éxito, debido a su enfoque favorable al mercado, a la participación casi en su totalidad de los acreedores y al alivio sustancial obtenido.

Sin embargo, persistían preocupaciones sobre la sostenibilidad de deuda a mediano plazo (Diaz Cassou et al., 2008). Las preocupaciones tuvieron su correlato en los hechos, dando lugar a que el país deba reestructurar el mismo instrumento de deuda tres veces seguidas (2006-2007; 2012-2013 y 2016-2017). Pocos países han reestructurado la deuda con tanta frecuencia, o el mismo instrumento de deuda repetidamente en un período de tiempo tan corto. Esto es lo que determina que el proceso de reestructuración de deuda ocurrido en Belice, es una experiencia única en la historia de las reestructuraciones (Asonuma et al., 2018).

3.1 Crisis beliceña

El desempeño macroeconómico de Belice durante la década de 1990 fue uno de los mejores de América Latina y el Caribe. Se trató de una de las pocas economías de la Región con una tasa de inflación baja y estable, y con una tasa positiva de crecimiento del PBI[29], promedio 6%[30]. No obstante, en el mismo período, se observó un deterioro de las cuentas fiscales y de la balanza de pagos, lo que auguraba problemas para la sostenibilidad del crecimiento económico. Sumado a estas dificultades, en los inicios de la década del 2000, el país sufrió desastres naturales[31] que dejaron enormes efectos negativos para la economía. Para contrarrestar dichos efectos, las autoridades beliceñas decidieron llevar a cabo un crecimiento del endeudamiento externo, intentando revitalizar la economía a través del gasto público (BID, 2004; CEPAL, 2007).

Corresponde mencionar que, al tratarse de un país pequeño, es sumamente dependiente de la economía internacional. En este sentido, Belice mantiene buenas relaciones con los países vecinos, con quienes comparte intereses similares en cuanto a la seguridad, emigración y comercio. Pertenece al Sistema de Integración Centroamericana (SICA) y a la Secretaría Permanente de Integración Económica (SIECA). A su vez, es miembro de la Organización de las Naciones Unidas (ONU) y de todos sus organismos auxiliares, Grupo Banco Mundial, FAO, UNICEF, OMC y UNESCO. Es miembro del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), de la Organización de los Estados Americanos (OEA), del Sistema Económico Latinoamericano (SELA), entre otros[32]. Pese a su independización en 1981, la influencia británica en el país

[29] La tasa de crecimiento del PBI real de esta década no fue estable. Se observaron períodos de desaceleración (1990-1997) y de aceleración (1998-2000). (Ver BID, 2004)
[30] Promedio aritmético del crecimiento de Belice.
[31] En octubre del 2000 el huracán Keith. En octubre de 2001 el huracán Iris.
[32] Ver Oficina de Información Diplomática del Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación 2018.

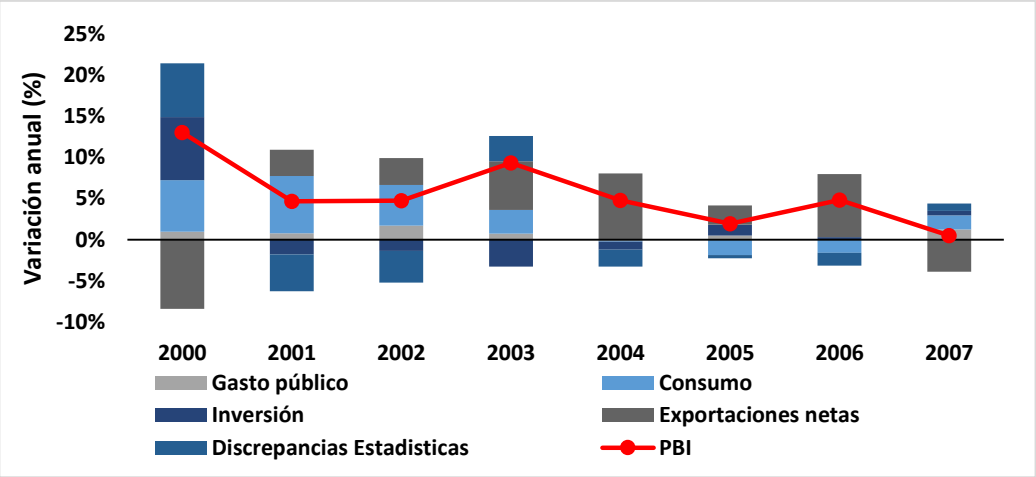
sigue siendo alta[33]. En cuanto a la gobernanza, hay que indicar que en el período que se va a analizar, se sucedieron 2 primeros ministros. Desde 1998 a 2008, Said Musa, del Partido Popular Unido[34], se situó en el mando. Por su parte, desde 2008 a 2020, Dean Barrow, del Partido Demócrata Unido[35], fue el primer ministro.

Al analizar el desempeño económico del país para los primeros años de la década del 2000, puede notarse una desaceleración en el crecimiento (Figura 52). Si bien, hasta 2007, Belice presentó tasas de crecimiento positivas, las mismas presentaron una tendencia decreciente, comenzando la serie con un crecimiento del 13% y finalizándola con un crecimiento de 0,5%. La desaceleración económica se relaciona con una combinación de factores, entre los que se incluye la sucesión de desastres naturales que destruyeron instalaciones turísticas, plantaciones de azúcar y banana (principales cultivos exportables), al tiempo que causaron pérdidas de vidas y daños significativos en carreteras. Asimismo, la desaceleración económica refleja en parte el endurecimiento de las políticas fiscales y monetarias implementadas desde 2004, donde se llevó a cabo un aumento de los impuestos, un recorte en los gastos de capital y un endurecimiento en las condiciones monetarias. En este sentido, las dificultades macroeconómicas del país, fueron el resultado de esfuerzos agresivos en años anteriores para estimular el crecimiento.

A partir de 1999, se redujeron los impuestos, se incrementó la inversión pública y se otorgó crédito barato al sector privado. El consumo contribuyó positivamente al crecimiento del PBI hasta 2003, momento a partir del cual comenzó a experimentar una contribución negativa debido a la pérdida de confianza y a la falta de divisas que redujo la demanda de importaciones. El gasto público tuvo una leve contribución positiva a lo largo de toda la serie, a excepción de 2004 y 2006 donde su contribución fue nula. El otro indicador que contribuyó positivamente al crecimiento del PBI fue el correspondiente a las exportaciones netas, que mostró este desempeño a partir de 2001 como consecuencia del leve crecimiento que experimentaron las importaciones y la recuperación de los ingresos por turismo y exportaciones. En este punto, si se analiza el comportamiento de las exportaciones e importaciones de bienes del país (Figura 53) queda demostrado que el saldo se mantuvo deficitario en torno a los 200 millones de dólares.

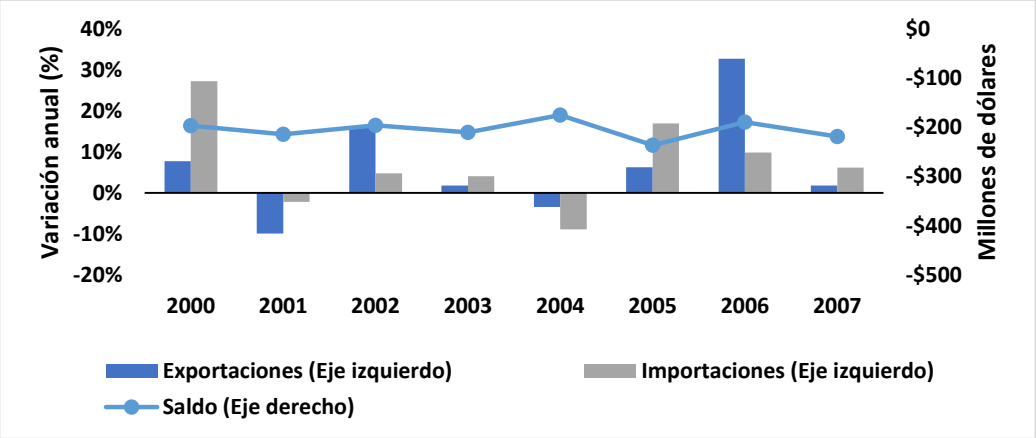
[33] Ver Toussaint 2009.
[34] Clasificado como un partido socialdemócrata de centroizquierda.
[35] Es considerado un partido conservador y de centroderecha.

Figura 52: Contribución a la variación del PBI de las principales cuentas nacionales de Belice (2000-2007)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

Figura 53: Evolución de Importaciones y Exportaciones de bienes en Belice (2000-2007)

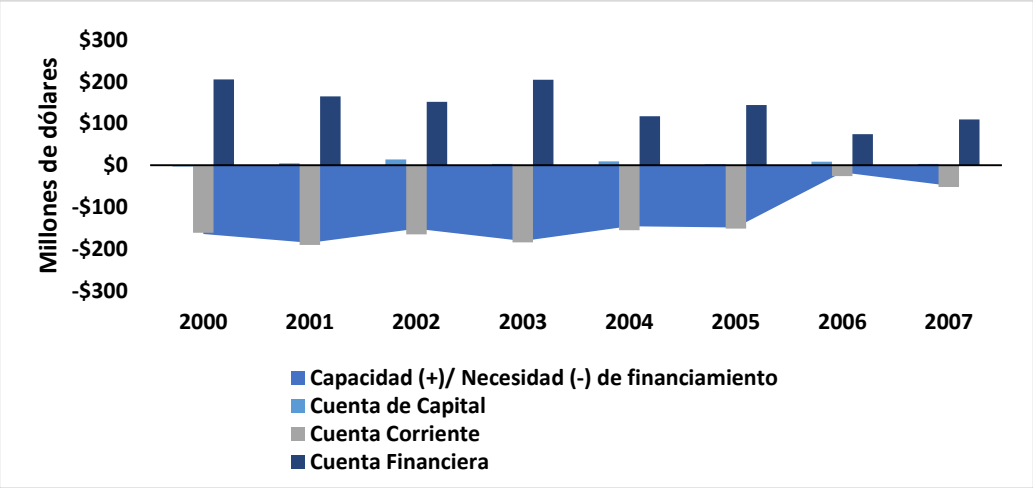


Fuente: Elaboración propia en base a datos de SIB

Resulta pertinente analizar la evolución de la balanza de pagos (Figura 54) y de las reservas internacionales (Figura 55). El comportamiento de la balanza de pagos tuvo la particularidad de contar con una cuenta corriente deficitaria durante toda la serie examinada. Como se mencionó anteriormente, la explicación de tal comportamiento tuvo que ver con el constante déficit comercial que provocaron las importaciones y exportaciones de bienes. No obstante, corresponde mencionar que la cuantía en el déficit de cuenta corriente fue disminuyendo año a año como consecuencia del buen desempeño del sector servicios de Belice. En este sentido, fueron importantes los ingresos asociados al sector turístico, vinculados principalmente, con la concurrencia de cruceros y embarcaciones que, debido a su buen funcionamiento, permitieron disminuir el desequilibrio en la cuenta corriente. Por su parte, la cuenta financiera mostró superávit durante todo el período, debido a la afluencia de préstamos, inversiones extranjeras directas en infraestructura y turismo, y de divisas tras la emisión de bonos en el mercado internacional. La disminución del superávit en la cuenta financiera se debió al compromiso del sector público de pagar parte de la deuda externa del país.

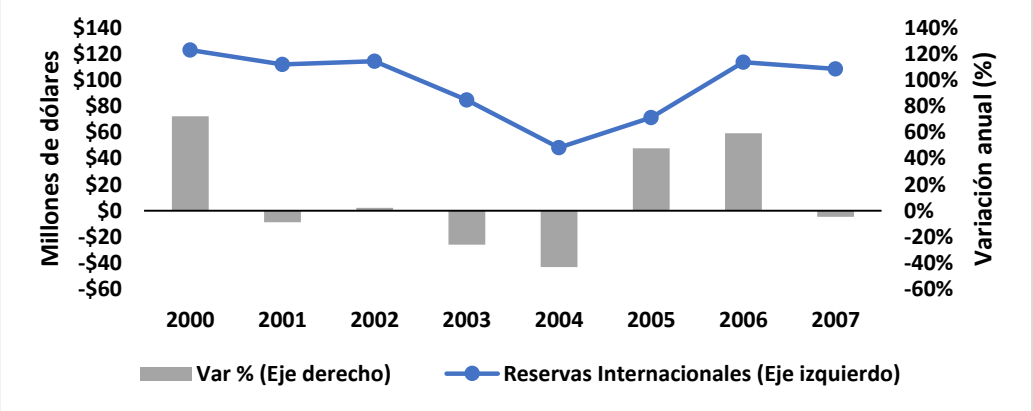
Hasta el año 2004, el superávit de la cuenta financiera resultó inferior al déficit de la cuenta corriente, lo que desencadenó que la necesidad de financiamiento sea satisfecha con reservas internacionales. En este sentido, como se observa en la Figura 55, las reservas mostraron una tendencia decreciente hasta 2004. A partir de 2005, como resultado de la disminución del déficit en cuenta corriente y el aumento del superávit en la cuenta financiera, la necesidad de financiamiento fue asumida por los ingresos vinculados a la cuenta financiera y se produjo un aumento en el acervo de reservas internacionales.

Figura 54: Balanza de Pagos en Belice (2000-2007)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

Figura 55: Evolución de las Reservas Internacionales en Belice (2000-2007)



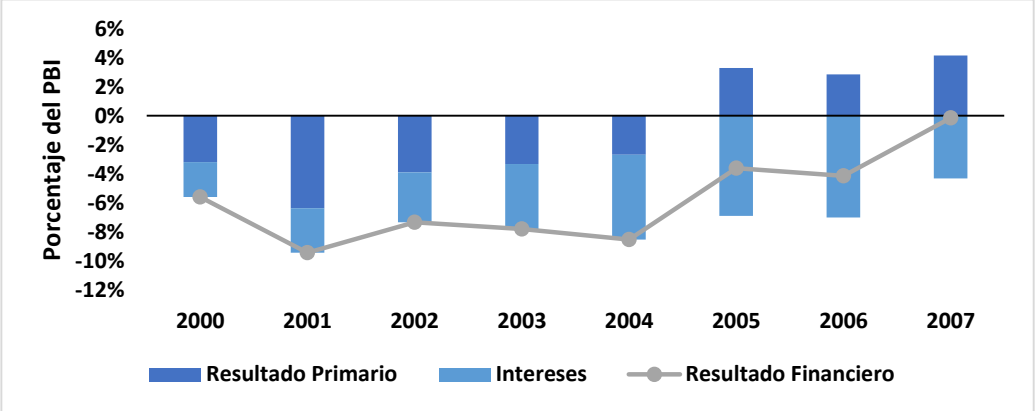
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Belice

Como se expresó anteriormente, el gobierno de Belice desarrolló un ambicioso programa, a partir de 1998, para estimular el crecimiento. En este sentido, la política fiscal expansiva, con aumento del gasto y disminución de los impuestos, desembocó en un aumento en el déficit fiscal. Como la economía creció menos de lo esperado, el resultado financiero (Figura 56) arrojó un déficit de 9,4% en 2001. Ante este contexto, el gobierno de Belice decidió llevar a cabo un proceso de endeudamiento externo para afrontar el déficit, lo que incrementó el servicio de deuda y, por consiguiente, el resultado financiero. La situación

se veía agravada porque la recaudación tributaria no compensaba el incremento del gasto. Las respuestas de las autoridades aparecieron en 2003, donde argumentaron que la política fiscal y monetaria eran insostenibles, comenzando a monitorear de cerca el desempeño fiscal. En este sentido, las altas tasas de crecimiento del período 2001 a 2004, apoyadas en un marcado aumento de la deuda externa, no eran sostenibles.

No obstante, pese a la reacción de las autoridades, el gobierno tardó en abordar los desequilibrios fiscales, y el ajuste requerido comenzó a desarrollarse a fines 2004. Se aplicaron recortes al gasto público y aumento de impuestos. Como se observa en la Figura 56, el resultado financiero pasó de 8,5% en 2004 a 3,6% en 2005. El motivo de esta desaceleración del déficit, se debió al comportamiento del resultado primario, que pasó de un déficit del 2,7% a un superávit del 3,3%. Sin embargo, pese a los esfuerzos del gobierno de Belice por mejorar los desequilibrios, los intereses de deuda experimentaron una tendencia creciente, dificultando el equilibrio fiscal. En 2006 era una necesidad del Gobierno abordar el problema de la deuda.

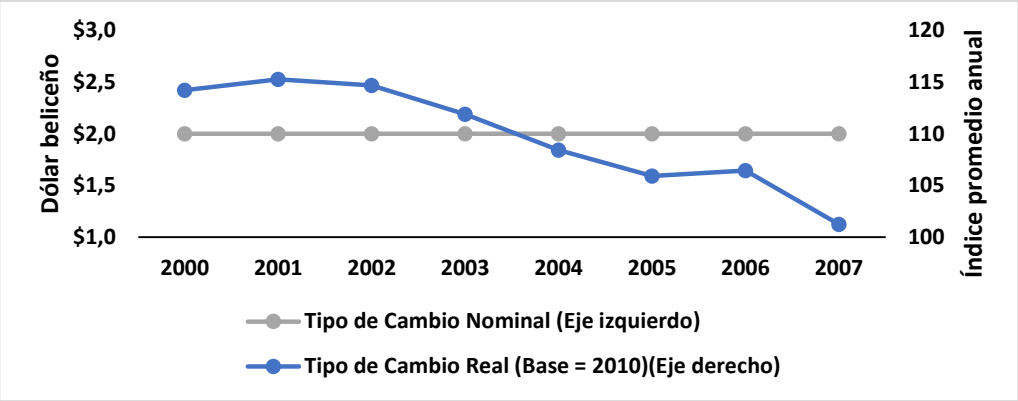
Figura 56: Resultado Fiscal en Belice (2000-2007)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de SIB

Las autoridades tuvieron la firme creencia de que, para Belice como economía pequeña y abierta, el mantenimiento de un tipo de cambio fijo era fundamental para conservar la confianza de los agentes económicos y para preservar la estabilidad económica, especialmente a través de la garantía de una inflación baja continua. Como consecuencia del mantenimiento de un tipo de cambio fijo, tal como se observa en la Figura 57, el tipo de cambio real sufrió una apreciación a lo largo del período analizado. Sin embargo, esta variación no ha sido significativa y el sector privado consideró que no ha afectado materialmente la competitividad externa del país..

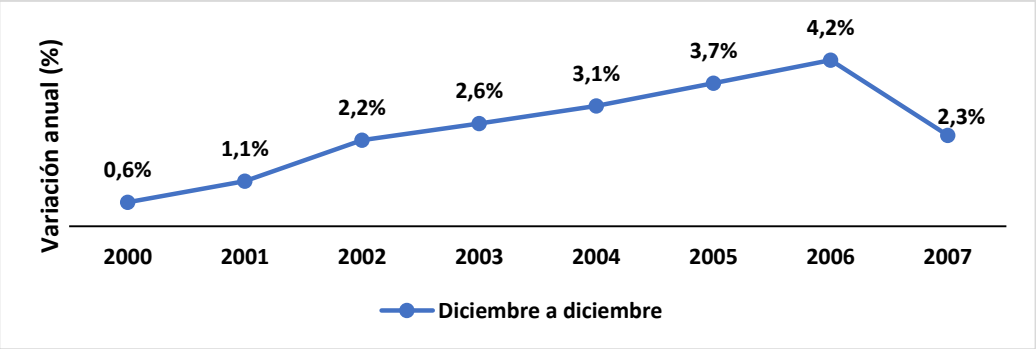
Figura 57: Evolución del TCR y TCN en Belice (2000-2007)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

El establecimiento del tipo de cambio fijo, sirvió como ancla para la estabilidad de precios. En este sentido, en la Figura 58 puede notarse el desempeño que tuvo la inflación en el período analizado. Si bien la inflación presentó una tendencia creciente, la misma mantuvo tasas muy bajas. Entre los factores que explican el leve incremento de los precios, se destacan el aumento en los sectores de transporte y comunicaciones, el incremento en el precio internacional del petróleo, y fundamentalmente, el desempeño del segmento alimentos, bebidas y tabaco, que presentó las mayores alzas debido al aumento en el costo de las importaciones en Estados Unidos. El valor más alto de la serie, 4,2% en 2006, se trató de una tasa inusual explicada por el aumento de los precios de los combustibles. En 2007, la presión inflacionaria disminuyó como consecuencia de la caída en los precios de la indumentaria, el transporte y la atención médica.

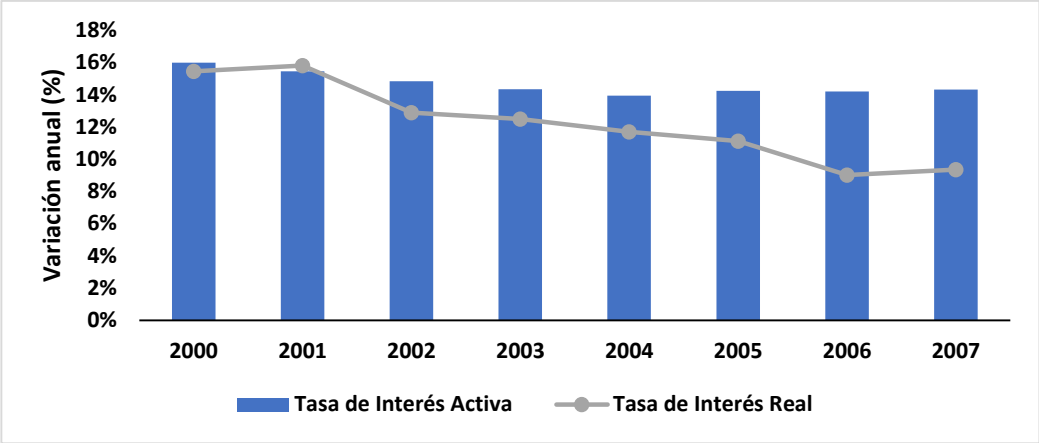
Figura 58: Evolución de la Inflación en Belice (2000-2007)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

Por su parte, el comportamiento de la tasa de interés activa y real pueden visualizarse en la Figura 59. Como se observa, la tasa de interés activa se mantuvo prácticamente sin cambios en el rango de 13 a 15%, debido a la débil demanda crediticia del sector privado. Por su parte, la tasa de interés real fue descendiendo a lo largo del período analizado, comenzando la serie con un valor de 15% y finalizándola con un 9%.

Figura 59: Evolución de la Tasa de Interés Activa y Real en Belice (2000-2007)

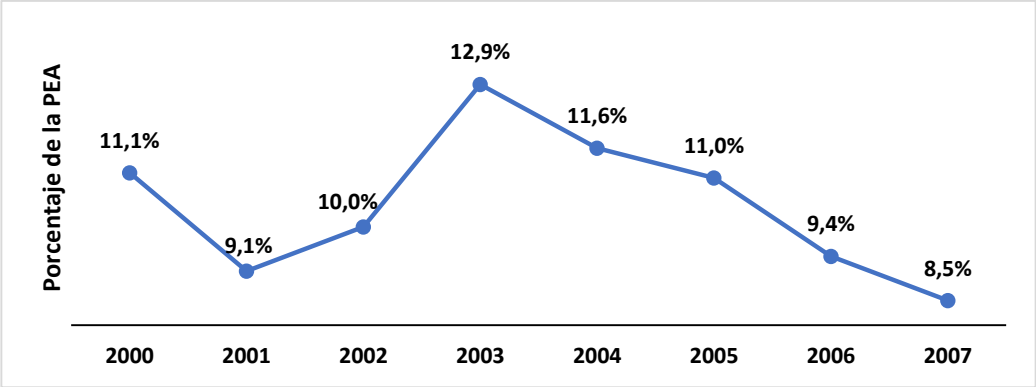


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Belice

La tasa de desempleo (Figura 60), logró caer del 11,1% al 9,1% de 2000 a 2001, como consecuencia del estímulo otorgado por la política fiscal y monetaria expansiva. Sin embargo, a medida que se aplicaba mayor rigurosidad en la política monetaria y fiscal, generando una baja del nivel de absorción de liquidez, elevaron la tasa de desempleo hasta 2003, donde alcanzó el 12,9%. A partir de allí, el desempleo mostró una tendencia decreciente hasta el final de la serie. Esto se debió a la disminución de la tasa de participación laboral y a la creación de nuevos puestos de trabajo. En este sentido, Belice logró avanzar varios puestos en el ranking de Libertades Económicas, pasando de la posición 96 en 2000, a el puesto 48 en 2005.

Una cuestión que merece ser mencionada, tiene que ver con las estadísticas oficiales de Belice. En general, la cobertura y la oportunidad de la información estadística permiten llevar a cabo un seguimiento adecuado de la evolución económica. Sin embargo, la información estadística del país no es adecuada para monitorear la evolución económica de manera oportuna en varias áreas. Existen deficiencias en las cuentas nacionales, en los precios, en el comercio exterior y la deuda, en las finanzas públicas y en las estadísticas laborales. En este último caso, hay que indicar que no se cuenta con datos acerca del salario real y de la informalidad laboral, cuya evolución se pretendía abordar desde la presente investigación. Por su parte, otro de los indicadores que se analizaría era el riesgo país, que no contó con datos hasta el año 2007. Las autoridades atribuyen estas dificultades al bajo número y alta rotación de personal calificado en el sector público y a la falta de fondos para mejorar y ampliar las encuestas.

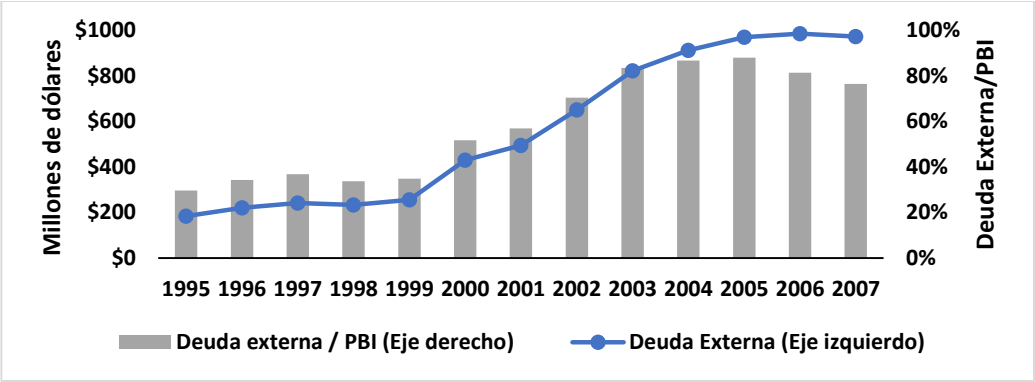
Figura 60: Evolución de la Tasa de Desempleo en Belice (2000-2007)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y OIT

Es necesario analizar la evolución de la deuda externa experimentada por el gobierno central de Belice (Figura 61). El stock de la deuda externa, aproximadamente, se cuadruplicó desde finales de los 90 hasta el año 2005, pasando de US$ 240 millones (34% del PBI) en 1998, a US$ 970 millones en 2005 (alrededor de 90% del PBI). En este sentido, a medida que aumentaba el endeudamiento, las agencias de calificación rebajaban sucesivamente a Belice, dando como resultado un aumento del costo de refinanciación de la deuda. Asimismo, el perfil de vencimientos fue muy desigual, con picos fuertes en el período 2005-2015, especialmente en el año 2007 y 2012 (Diaz Cassou et al., 2008).

Figura 61: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central de Belice (1995-2007)

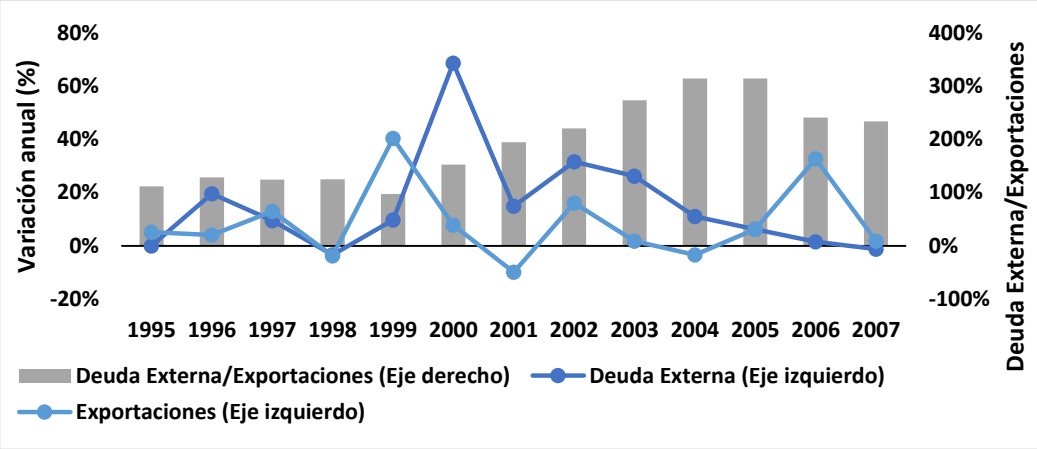


Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y SIB

Si se analiza la deuda externa del gobierno central como porcentaje de las exportaciones (Figura 62), puede notarse una clara tendencia ascendente hasta el año 2005. Como puede desprenderse, se llevó a cabo esta conducta debido al aumento de la deuda externa por encima del incremento en las exportaciones. En 2005, Belice mostró una relación deuda externa/exportaciones del 300%. A partir de allí, como consecuencia del buen comportamiento de las exportaciones y la caída de la deuda externa, la relación mencionada cayó al 240%. Por su parte, la Figura 63 presenta la evolución de la deuda externa del gobierno central de Belice, como porcentaje de las reservas internacionales. En este caso, a partir de 2001 comenzó a apreciarse una tendencia creciente. En 2004, la relación deuda externa/reservas alcanzó

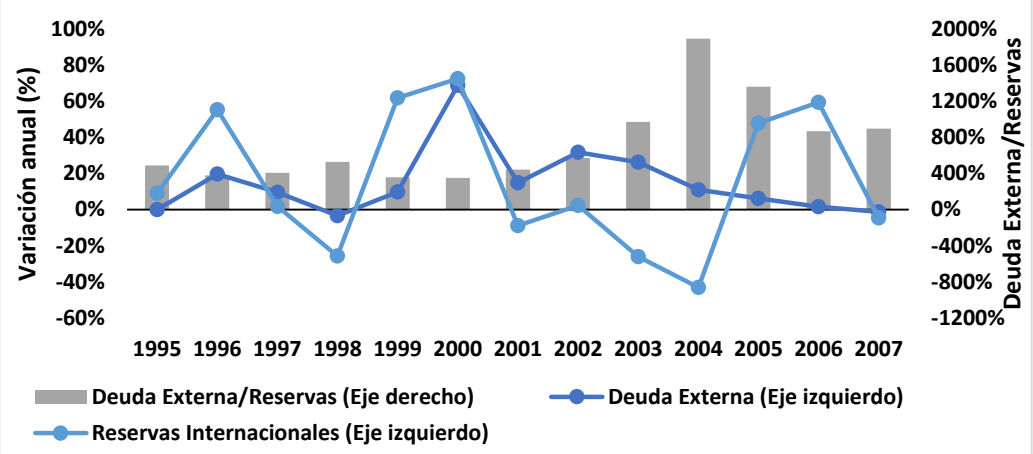
su pico, llegando al 1890%, una tasa peligrosa para el país. Este porcentaje surgió como consecuencia de una combinación de aumento de deuda y deterioro de las reservas, lo que describe la sensibilidad de este indicador ante el comportamiento de las reservas. A partir de allí, gracias al aumento de las reservas y la disminución de la deuda externa, la relación comenzó a descender para finalizar la serie con una tasa de 896%, una tasa todavía peligrosa para el país.

Figura 62: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Exportaciones en Belice (1995-2007)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y SIB

Figura 63: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Reservas en Belice (1995-2007)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y SIB

Teniendo en cuenta la evolución de los indicadores económicos presentada anteriormente, hay que mencionar que, a pesar del esfuerzo del gobierno por endurecer la política fiscal, los pagos de intereses absorbían el 30% de los ingresos fiscales del país, y cerca del 50% de los ingresos en moneda extranjera. Al mismo tiempo, el déficit en cuenta corriente continuaba incrementándose. A medida que aumentaban las obligaciones del servicio de la deuda y se hacía cada vez más difícil asegurar el financiamiento de mercado, el gobierno recurría al financiamiento del Banco Central, cuyas reservas de

divisas comenzaban a descender. En este sentido, cuando las reservas de divisas cayeron a niveles peligrosos, se hacía cada vez más evidente que estos desequilibrios podían generar una crisis monetaria. Esta erosión de las reservas, dejó a Belice en una situación muy vulnerable ante los shocks endógenos y exógenos (Diaz Cassou et al., 2008).

En vez de iniciar un programa formal con el FMI, las autoridades decidieron implementar un programa propio, lo cual generó que las agencias calificadoras reclasifiquen a Belice en una categoría más baja, señalando la falta de confianza en la capacidad del gobierno para realizar los ajustes necesarios. Ya en 2006, los problemas agudos de liquidez para hacer frente a la deuda pública acumulada, llevaron a las autoridades a realizar una reestructuración (BID, 2013).

3.2 Reestructuración de la deuda

3.2.1 Primera reestructuración de la deuda

En agosto de 2006, las autoridades de Belice anunciaron su intención de buscar un acuerdo con los acreedores externos para reestructurar la deuda soberana. En el anuncio, las autoridades expresaron su disposición a reconocer y trabajar con un comité formal de acreedores que represente a los tenedores de al menos el 51% de la deuda afectada. El saldo de la deuda oficial en ese momento, ascendía a los US$1.109 millones, el 87% de los cuales era externa (Tabla 9). Para la reestructuración, se eligieron instrumentos de deuda correspondientes a bonos y a acreedores comerciales, dejando de lado los instrumentos bilaterales y multilaterales. Puntualmente, se trató de 6 bonos internacionales con vencimiento entre 2008 y 2015, cuyo valor nominal era de US$ 516 millones (Diaz Cassou et al., 2008). La composición de esta deuda era la siguiente: i) bonos globales de US$ 348 millones, incluidos los pagarés, ii) instrumentos de bancos por US$ 53 millones, y, iii) dos préstamos asegurados por un valor de US$ 115 millones (Asonuma et al., 2017).

Tabla 9: Composición de la deuda del sector público al inicio de la reestructuración (millones de dólares)

Deuda sector público	1109,7
Externa	970
Multilateral	207,2
Bilateral	163,4
Comercial	598,71
Otros	0,7
Interna	139,7

Fuente: Elaboración propia en base a Diaz Cassou et al., 2008

La reestructuración se llevó a cabo de manera preventiva, y los atrasos en los que incurrieron las autoridades, se debieron a la falta de pagos de cupones durante la etapa de negociación. El país se había mantenido al día con sus obligaciones hasta su anuncio de agosto de 2006, lo que demostraba la condición de un país pagador. Sin embargo, en septiembre de 2006, las autoridades incumplieron en el pago de dos

instrumentos para fines especiales, que formaban parte de una emisión de bonos asegurados. A su vez, el gobierno decidió suspender temporalmente los pagos del servicio de la deuda hasta el momento del cierre oficial de la reestructuración. La justificación de esta acción, se vincula con las dificultades de liquidez y la necesidad de conservar las escasas reservas de divisas. Asimismo, las autoridades reiteraron su intención de hacer sus mejores esfuerzos para continuar con el servicio de la deuda, a la espera de una reestructuración ordenada (Asonuma et al., 2017).

La existencia de un comité de acreedores de base amplia, y la estrategia de comunicación eficaz y transparente de las autoridades, facilitaron el proceso de reestructuración. Dicho comité, participó en un diálogo abierto con el gobierno de Belice, intentando mantener la transparencia en lo referido a todos los datos macroeconómicos relevantes (Asonuma et al., 2017).

El 18 de diciembre de 2006, luego de un intenso diálogo con los acreedores, el gobierno lanzó su oferta de canje, la cual consistía en (Diaz Cassou et al., 2008):

- Un nuevo bono único, con vencimiento a 22 años para todos los instrumentos de deuda existentes en poder de acreedores externos privados. Los reembolsos del capital del nuevo bono, se llevarían a cabo en cuotas semestrales iguales, a partir de 2019 y finalizarían en 2029. El nuevo bono tendría una tasa de interés ascendente, estructurada de la siguiente manera: 4,25% en los años 1 a 3; 6% pagadero en los años 4 a 5; y, 8,5% pagadero desde el año 6 hasta el vencimiento.

Esta estructura de cupón incremental jugaría un papel central en la decisión de las autoridades de buscar una segunda reestructuración en 2012-2013, debido a que, el gobierno anticipaba que el servicio de la deuda se incrementaría de 0,6% a 1,2% del PBI en 2012 y 2013, respectivamente (Asonuma et al., 2017).

En febrero de 2007, el 97% de los acreedores accedieron al canje de deuda. A su vez, las autoridades de Belice, utilizaron la cláusula de acción colectiva (CAC) para aplicar a los términos de reestructuración de pagarés no licitados en uno de los instrumentos de deuda[36] lo que repercutió en que el 98% de la deuda beliceña pueda ser canjeada. Los resultados de este canje, determinaron que no hubo *haircut* del capital; que existió una reducción en los cupones de intereses, debido a la estructura escalonada; que se prorrogaron los vencimientos, modificándose la estructura de amortización; y, que hubo un recorte del VAN del 24%[37]. Hay que mencionar que los acreedores decidieron aceptar la oferta porque i) consideraron que el perfil de retorno era lo suficientemente gratificante, en función al riesgo dado en el entorno global; ii) era más sensato desde el punto de vista económico aceptar la oferta sin tener que atravesar procesos legales; y, iii) los bonos originales carecían de liquidez, lo que dificultaba su

[36] Ver Asonuma et al., 2017, pág. 13.
[37] Los recortes del VAN difieren entre acreedores. Las pérdidas para los tenedores de préstamos asegurados fueron un 50% más altas que la de los bonos y pagarés (Asonuma et al., 2017).

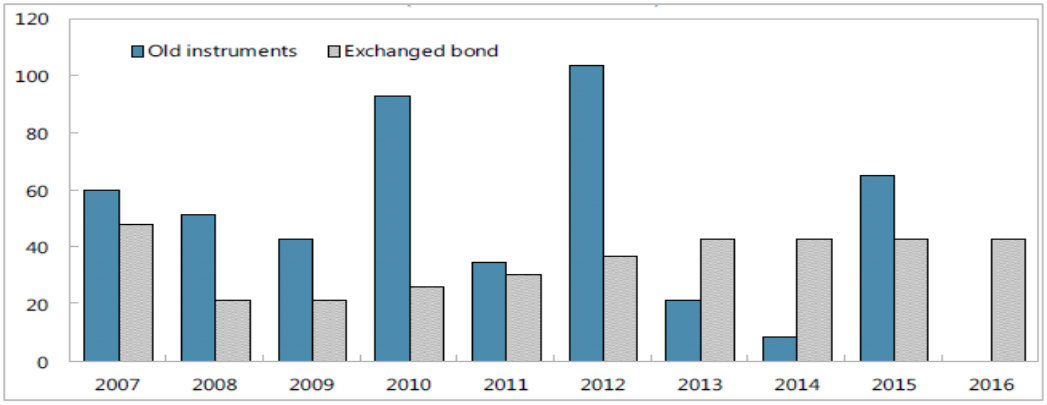
venta en el mercado secundario (Asonuma et al., 2017). En la Tabla 10 se presentan, de manera resumida, las características más importantes del acuerdo. Por su parte, en la Figura 64 se presenta el perfil de vencimiento pre y post acuerdo.

Tabla 10: Características principales del canje de deuda (millones de dólares y %)

	Instrumentos viejos			Instrumento nuevo
Instrumentos	Bonos globales	Préstamos bancarios	Préstamos asegurados	Súperbono
Valor nominal (US $ mil.)	348	53	115	547
Vencimiento	2007-15	2008-12	2010-15	2029
Periodo de gracia (años)	N/A	N/A	N/A	12
Vencimiento restante (años)	6.2	4.4	5.8	22
Interés	8,95-9,95% fijo	9,25-10% fijo	10% fijo	4,25% hasta 2010 - 6%hasta 2012 -8,5% hasta el vencimiento

Fuente: Elaboración propia en base a Asonuma et al., 2017

Figura 64: Perfil de vencimiento pre y post canje (millones de dólares)



Fuente: Asonuma et al., 2017

La alta tasa de participación en el canje, se justifica por varios motivos. En primer lugar, la sustitución de varios instrumentos por uno solo, repercutió positivamente en la liquidez de los acreedores que aceptaron el canje. En segundo lugar, los instrumentos de deuda de Belice, se negociaban con grandes descuentos y los acreedores solo tenían pérdidas moderadas de VAN. Tercero, las buenas condiciones de liquidez en los mercados internacionales alentaron la participación. Finalmente, la postura transparente y colaborativa del gobierno, sumado a la experiencia pagadora del país, contribuyeron al éxito del intercambio (Diaz Cassou et al., 2008).

Finalmente, es pertinente indicar que, aunque no se reestructuraron los instrumentos bilaterales y multilaterales, Belice recibió financiamiento proveniente de dichos actores, particularmente el Banco

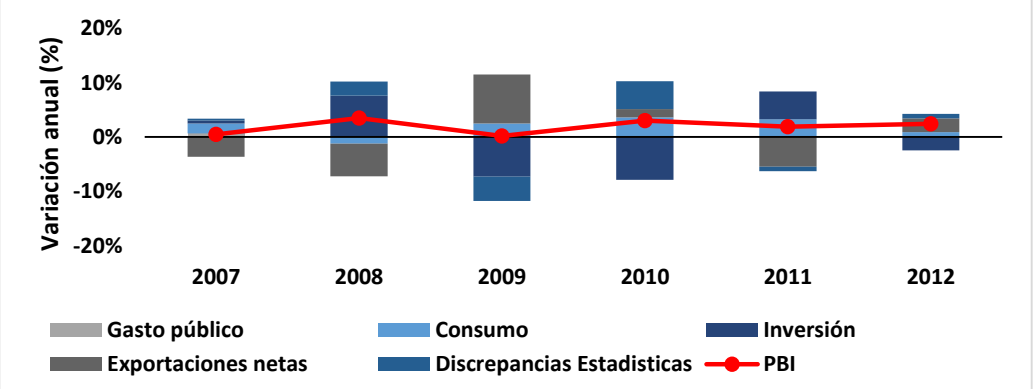
Interamericano de Desarrollo proveyó US$ 25 millones, el Banco de Desarrollo del Caribe US$ 25 millones, el gobierno de Taiwán US$ 30 millones y Venezuela US$ 50 millones (Asonuma et al., 2017).

3.2.2 Segunda reestructuración de la deuda

Luego de la reestructuración de la deuda iniciada en 2006, la carga del servicio de la deuda y la posición externa de Belice mejoraron, al mismo tiempo que se suavizaron las presiones de liquidez en función de la necesidad de financiamiento. Los costos referidos al servicio de la deuda disminuyeron considerablemente, debido a que los pagos de intereses cayeron al 16% de los ingresos corrientes en el período 2007-2012, los cuales representaban el 32% en el período 2002-2006. En el mismo sentido, las necesidades de financiamiento se redujeron al 7,5% del PBI en 2007-2012, comparadas con el 25% que ascendía para el período 2002-2006 (Asonuma et al., 2017).

El aumento de las exportaciones de petróleo reforzó la posición externa de Belice, y contribuyó a disminuir el déficit en cuenta corriente del 13% en 2002-2006 al 4,7% del PBI en 2007-2012 (Figura 65). Sin embargo, el país atravesó un período de modesto crecimiento del PBI, debido principalmente a vulnerabilidades estructurales y perturbaciones meteorológicas. Puntualmente, el crecimiento real del PBI fue en promedio 1,9% en el período 2007-2012, comparado con el 5,4% en 2002-2006 (Asonuma et al., 2017).

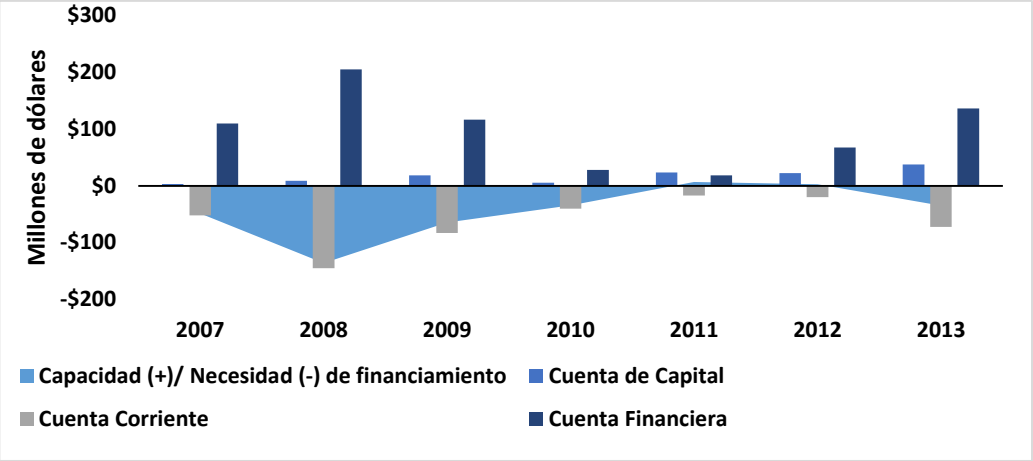
Figura 65: Contribución a la variación del PBI de las principales cuentas nacionales de Belice (2007-2012)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

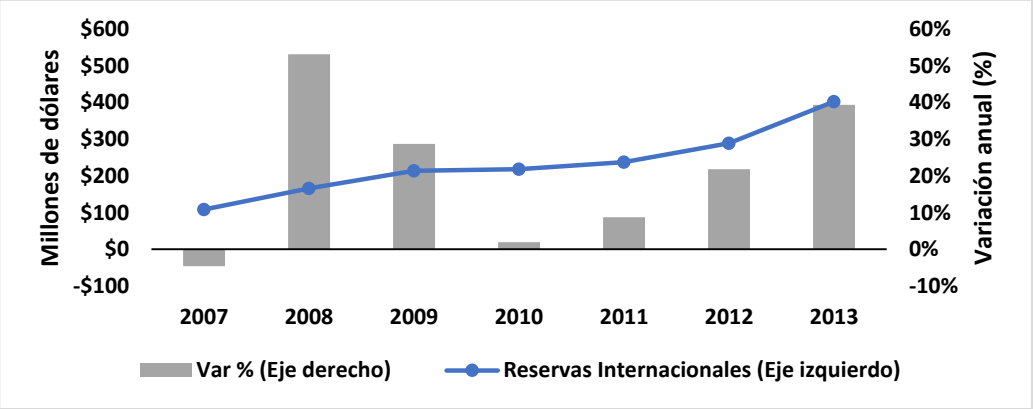
La balanza de pagos (Figura 66) mostró una tendencia a la disminución del déficit en cuenta corriente, debido especialmente al continuo crecimiento de las exportaciones y la contención de las importaciones, mientras que los servicios, con el turismo como principal actividad, mostraron un significativo crecimiento a excepción de 2009 tras los efectos de la crisis financiera internacional. En tanto, las cuentas de capital y financiera reflejaron un marcado descenso del superávit, asociado a la reducción de las donaciones y el alivio de deuda, y a una considerable disminución de la Inversión Extranjera Directa, en particular en condominios y casas de veraneo. En general, todo lo ocurrido en el país contribuyó a aumentar las reservas de divisas, provocando una tendencia creciente en todo el período analizado (Figura 67).

Figura 66: Balanza de Pagos en Belice (2007-2013)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

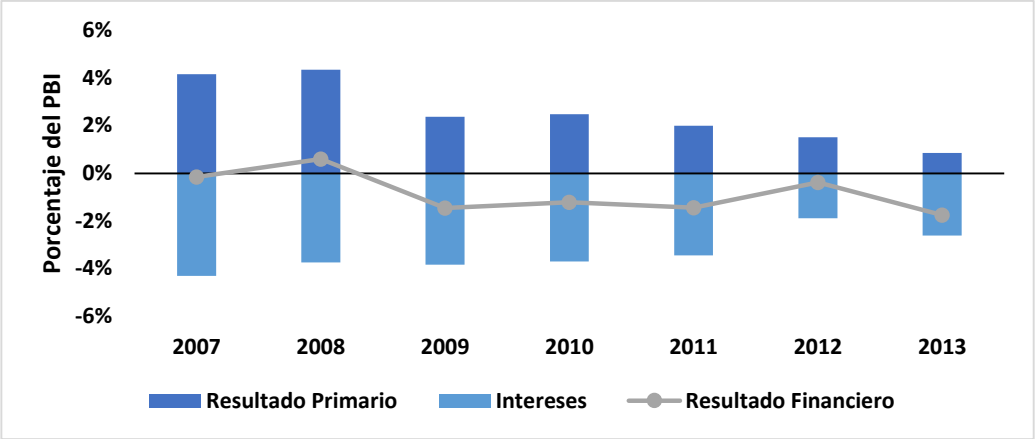
Figura 67: Evolución de las Reservas Internacionales en Belice (2007-2013)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Belice

Las autoridades continuaron enfrentándose a presiones de gastos, fundamentalmente presiones correspondientes al cupón acordado en el "súperbono", como resultado de la primera reestructuración. El pensamiento de las autoridades, consideraba que, la desaceleración económica, el aumento de la pobreza y el crecimiento de la delincuencia asociado a una necesidad de mayor seguridad, impedía llevar a cabo una consolidación fiscal más agresiva. A esta dinámica compleja, se le agregaba que la tasa de desempleo presentó una tendencia ascendente, llegando al 15,3% en 2012. Sin embargo, el resultado primario mostró superávits a lo largo de todo el período (Figura 68), aunque con una tendencia decreciente. No obstante, el pago de intereses implicó que el resultado financiero continúe su desempeño deficitario. Si bien el país logró una reducción en los pagos de intereses en el período 2008-2012, crecía la preocupación por la estructura progresiva de los cupones, que implicaba aumentos adicionales de 0,6% del PBI en 2012, y 1,2% en 2013 (Asonuma et al., 2017).

Figura 68: Resultado Fiscal en Belice (2007-2013)

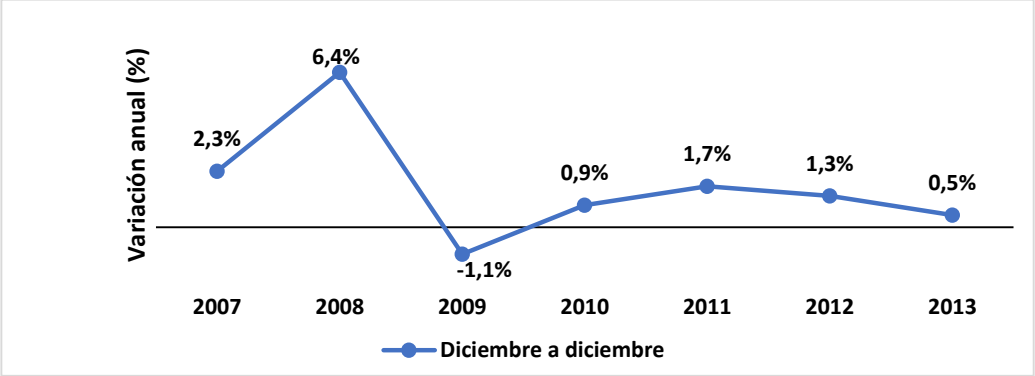


Fuente: Elaboración propia en base a datos del SIB

La inflación (Figura 69) mostró un aumento de 2007 a 2008, impulsada por el aumento de los precios de alimentos. En el año siguiente, con la baja de los precios internacionales de alimentos y combustibles, debido fundamentalmente a la desaceleración económica mundial, se observó una disminución de la inflación. Incluso se observó una deflación del 1,1%. A partir de allí, con la recuperación de los precios internacionales de los combustibles y una mayor tendencia al alza de la demanda interna, la inflación mostró una tendencia creciente, llegando al 1,7% anual en 2011. Finalmente, descendió levemente hasta alcanzar 0,5% en 2013.

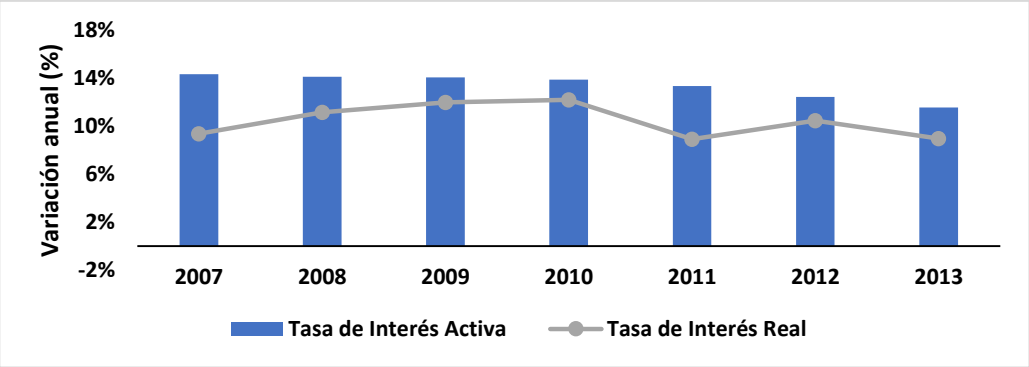
Por su parte, en lo referido a tasas de interés, no hubo cambios significativos con respecto al período 2000-2007. Es decir, se observó una tendencia leve a la disminución de la tasa de interés activa y, al mismo tiempo, de la tasa de interés real (Figura 70). Otro de los indicadores que no mostró cambios significativos con respecto al período 2000-2007, fue el tipo de cambio (Figura 71). Las autoridades mantuvieron el tipo de cambio fijo, y continúo la tendencia a la apreciación del tipo de cambio real. La excepción fue 2009, donde el tipo de cambio real sufrió una depreciación, debido a la deflación experimentada en el país, como consecuencia de la crisis internacional.

Figura 69: Evolución de la Inflación en Belice (2007-2013)



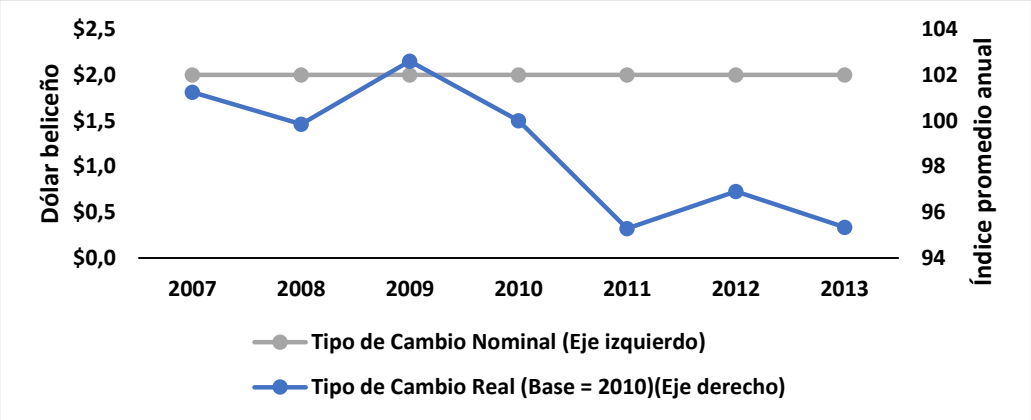
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Belice

Figura 70: Evolución de la Tasa de Interés Activa y Real en Belice (2007-2013)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Belice

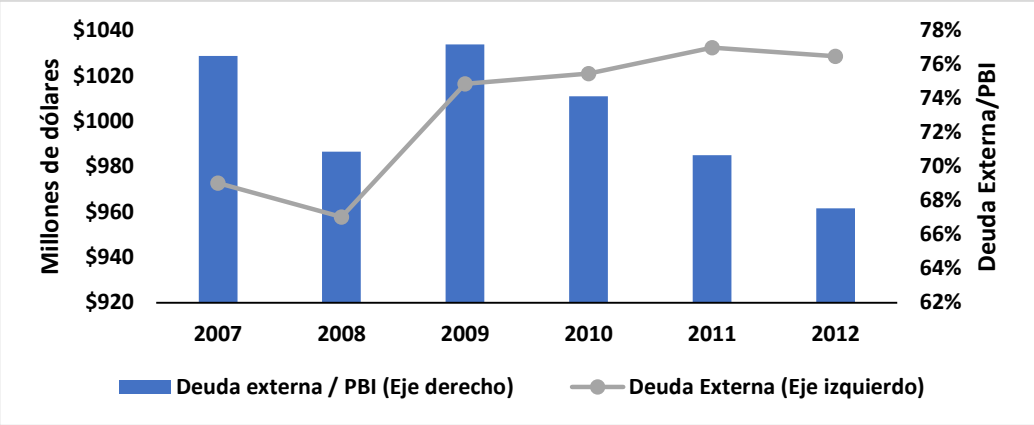
Figura 71: Evolución del TCR y TCN en Belice (2007-2013)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de CEPAL y Banco Mundial

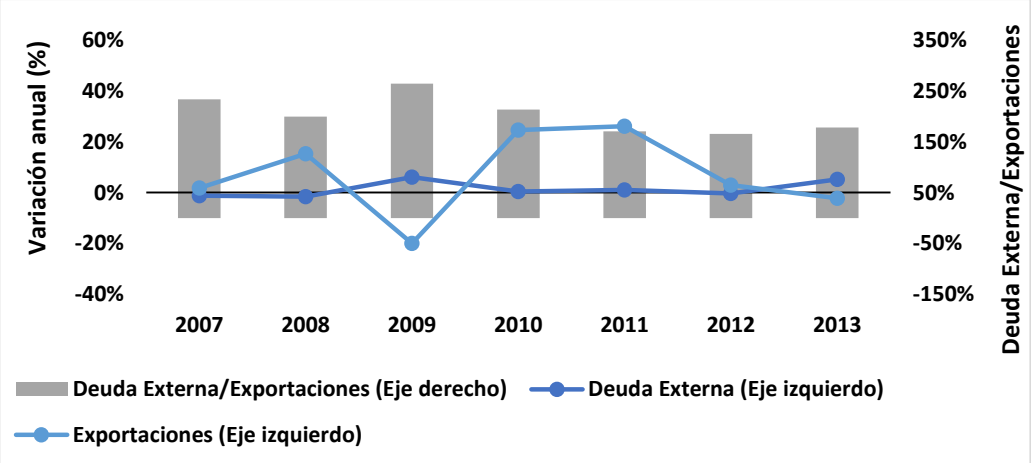
Por otro lado, la deuda externa (Figura 72) fue incrementándose desde 2008 a 2010. No obstante, debido al crecimiento del PBI, la relación deuda externa/PBI presentó un comportamiento descendente, finalizando 2012 con un índice de 68%. Al mismo tiempo, si se analiza la relación deuda externa/exportaciones (Figura 73), puede notarse un comportamiento similar, con disminución constante. Esta dinámica estuvo ocasionada por el aumento de las exportaciones que superó al incremento en la deuda externa. La excepción fue 2009, donde las exportaciones mostraron una caída significativa mientras que la deuda externa presentó un crecimiento del 6%. Finalmente, la relación deuda externa/reservas internacionales (Figura 74), presentó una tendencia decreciente, aunque con mayores disminuciones que los dos indicadores analizados anteriormente. Esta aseveración es posible, debido al significativo incremento de las reservas internacionales, que, concatenado con el leve aumento de la deuda externa, disminuyeron la relación deuda externa/reservas a 356% en 2012, mientras que en 2007 se hallaba en 896%.

Figura 72: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central de Belice (2007-2012)



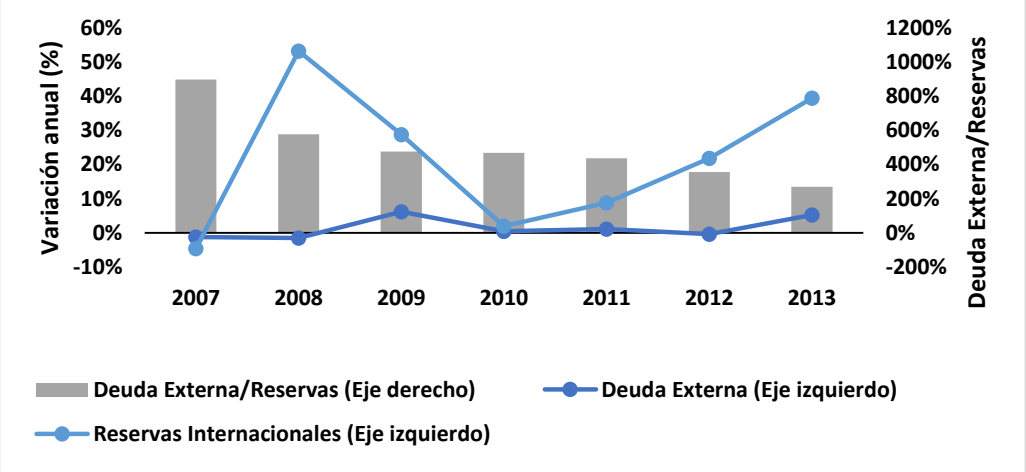
Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y SIB

Figura 73: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Exportaciones en Belice (2007-2013)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y SIB

Figura 74: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Reservas en Belice (2007-2013)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y SIB

Por otro lado, el gobierno de Belice enfrentaba reclamos adicionales asociados a la nacionalización de dos empresas de servicios públicos, *Belize Telemedia Limited* (BTL) en 2009 y *Belize Electricity Limited* (BEL) en 2011. En este sentido, si bien el FMI en el Análisis de la Sostenibilidad de la Deuda de 2011 no expresó preocupaciones con respecto a la sostenibilidad de la deuda, alertó que se incrementaría la relación deuda/PBI si se materializaban los pasivos. Ante esto, el gobierno planteó la reestructuración de la deuda como tema central para las elecciones generales de marzo de 2012 (Asonuma et al., 2017).

Luego de ser reelegidos por el pueblo beliceño, el gobierno anunció el nombramiento de un equipo de revisión de la deuda, con la intención de tener una visión integral de los servicios de la deuda y de los pasivos contingentes. Sumado a esto, se decidió la contratación de un comité de asesores legales y financieros para la reestructuración. Se consideró como pasivos contingentes tanto a aquellos correspondientes a las nacionalizaciones, como a los que tenían que ver con el cupón del "súperbono". Sin embargo, como el proceso de negociación con las antiguas autoridades de las empresas nacionalizadas estaba trabado, las autoridades decidieron enfocarse en reestructurar la carga de deuda asociada al cupón del "súperbono" (Asonuma et al., 2017).

El 20 de junio de 2012, las autoridades publicaron una actualización económica y financiera[38], la cual expresaba que, a pesar del compromiso con los socios multilaterales, el país se encontraba en una situación de importantes brechas financieras desde 2013 en adelante. Ante esto, la reacción de los acreedores fue rápida y organizada, para lo cual formaron un comité con acreedores que representaban aproximadamente US$ 200 millones del "súperbono".

En este sentido, la rápida reacción se debió a la creciente disposición para reestructurar la deuda, debido a la experiencia adquirida en la primera reestructuración de Belice. El presidente del comité de acreedores expresó que, *"El comité aprecia la voluntad [del gobierno de Belice] de negociar de buena fe y de adherirse a un proceso justo y transparente"* (FMI, 2013a) (p.33). Sin embargo, las autoridades beliceñas plantearon una estrategia diferente a los acreedores, ya que tenían como objetivo reducir el servicio de la deuda mediante una reducción significativa del capital, mientras que los acreedores apuntaron a la reducción del cupón en el largo plazo (Asonuma et al., 2017).

Luego de varias discusiones y rechazos de las propuestas ofrecidas por las autoridades de Belice, el 15 de febrero se lanzó la oferta final. En la misma, se ejecutó la CAC que se activaba si obtenían, al menos, un umbral de 75% de participación. De esta manera, se activó la cláusula y el porcentaje de participación en el canje se elevó del 86% al 100%. Los resultados del canje determinaron que se emitieron alrededor de US$ 530 millones de nuevos bonos 2038. Debido a que el "súperbono" original estaba sujeto a un recorte del valor nominal del 10%, pero como los intereses vencidos se agregaron al valor nominal del nuevo bono, los cuales representaban el 7%, el *haircut* nominal neto fue de 3%. A su vez, ocurrió una

[38] Disponible en: https://www.centralbank.org.bz/news/details?newsid=29

reducción de la tasa del cupón, ya que se acordó que el nuevo bono pague un cupón del 5% hasta 2017, y 6,76% a partir de entonces hasta el vencimiento. El vencimiento final será en febrero de 2038, cuya primera amortización era en febrero de 2019. El recorte del VAN fue de 29%[39] (Asonuma et al., 2017).

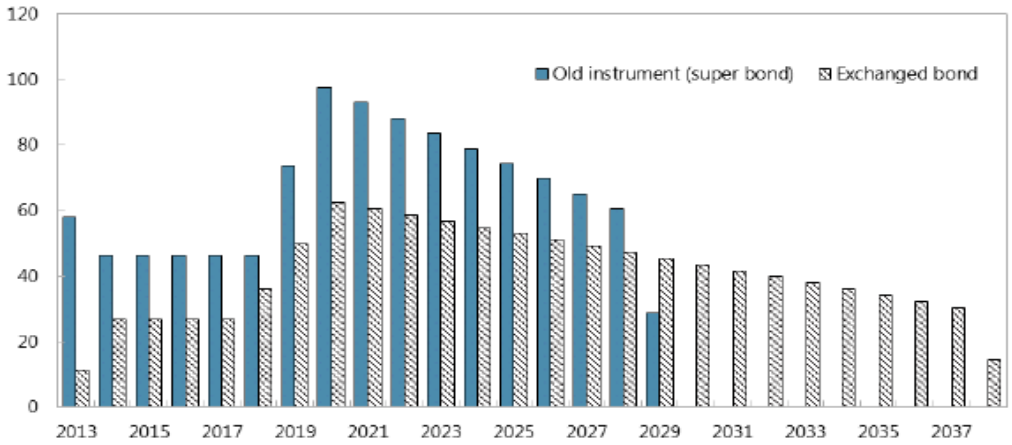
Para los acreedores, la oferta final representó una mejora sustancial con respecto a la propuesta original del gobierno. En agosto de 2012, el gobierno publicó un conjunto de escenarios indicativos que implicaban un recorte del valor nominal de 45% y una pérdida de VAN en torno al 30%, lo cual fue considerado injustificado por los acreedores. A medida que pasaba el tiempo y los precios de los bonos caían, las autoridades beliceñas fueron suavizando sus pretensiones hasta llegar a la oferta final (FMI, 2013a). La Tabla 11, presenta las consideraciones más importantes de la segunda reestructuración de la deuda de Belice. Por su parte, la Figura 75 esquematiza el perfil de vencimientos antes y después del segundo acuerdo de deuda.

Tabla 11: Características principales de la segunda reestructuración de la deuda (millones de dólares)

	Instrumento viejo	Instrumento nuevo
Instrumentos	Bono US 2029 (Súperbono)	Bono US 2038
Valor nominal (US $ mil.)	547	530
Vencimiento	2029	2038
Vencimiento restante (años)	16	25
Interés	4,25% hasta 2010 - 6%hasta 2012 -8,5% hasta el vencimiento	5% hasta 2017 - 6,767% hasta el vencimiento

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Asonuma et al., 2017

Figura 75: Perfiles de vencimiento pre y post canje (millones de dólares)

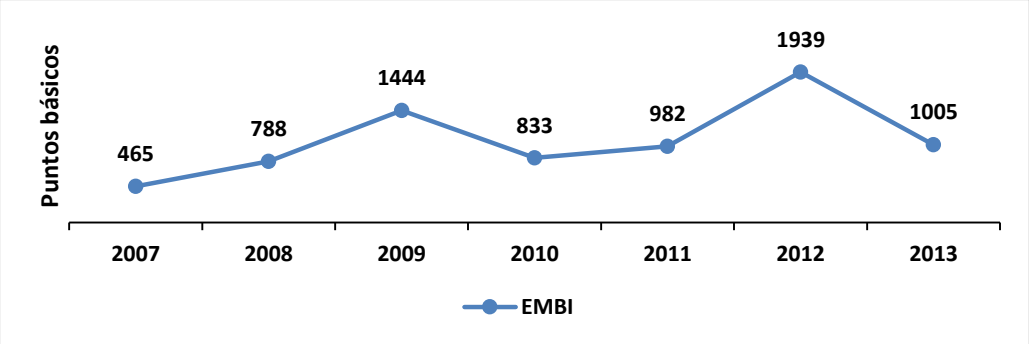


Fuente: Asonuma et al., 2017

[39] Para calcular este valor, Asonuma et al., 2014 utilizan una tasa de descuento de 9,2%

Las calificaciones crediticias mejoraron inmediatamente después de la reestructuración, al mismo tiempo que, disminuyó el índice EMBI (Figura 76). Standars and Poor's elevó la calificación de Belice a B-, que corresponde a la categoría de no incumplimiento. El acuerdo proporcionó un alivio sustancial del flujo de caja. Puntualmente, el recorte de capital y del cupón de intereses, resultaron en un alivio de US$ 47 millones en 2013, y alrededor de US$ 20 millones por año desde 2014 a 2017. Sin embargo, a pesar del alivio del flujo de efectivo obtenido, continuaron las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda pública y de la estabilidad externa, debido a la exigencia de ajustes fiscales para adquirir flujos de liquidez que le permitieran hacer frente a sus obligaciones (FMI, 2013a). En este sentido, ni siquiera la segunda reestructuración pudo persuadir a los analistas y agentes del mercado de que se había reestablecido la sostenibilidad de la deuda y que no serían necesarias más reestructuraciones (Asonuma et al., 2017).

Figura 76: Evolución del Riesgo País en Belice (2007-2013)



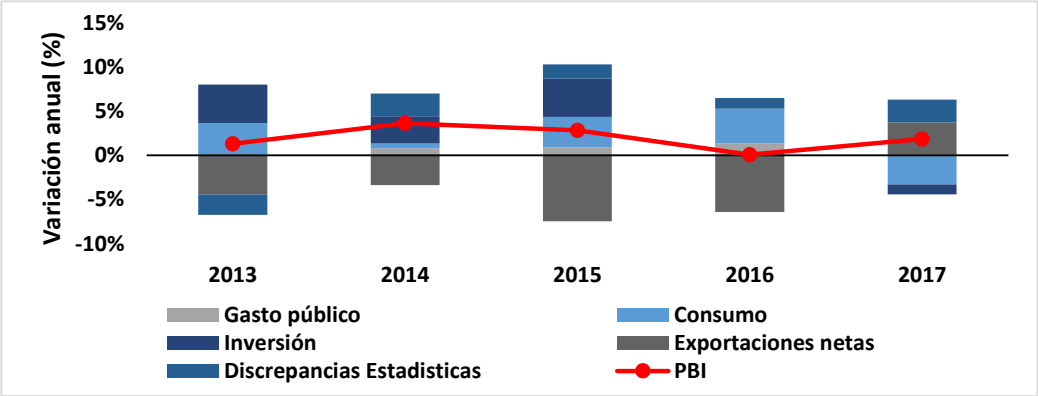
Fuente: Elaboración propia en base a datos de JP Morgan

3.2.3 Tercera reestructuración de la deuda

La tercera reestructuración de la deuda soberana de Belice, se produjo menos de cuatro años después de su segunda reestructuración y dentro de los diez años de la primera. Como resultado, se dio lugar a una experiencia única dentro de la historia de reestructuraciones de deuda soberana (Asonuma et al., 2018).

El desempeño del PBI (Figura 77) durante el período 2013-2015 se caracterizó por un leve crecimiento (en torno al 3%), explicado fundamentalmente, por el valor agregado que generó el sector turismo, por el comercio mayorista y minorista, y, por la construcción y la inversión. En octubre de 2016, el FMI publicó un informe en el que indicaba que la economía de Belice estaba desacelerando y que las vulnerabilidades fiscales y externas se encontraban en ascenso. El huracán Earl, ocurrido en agosto de 2016, provocó daños de entre 3 y 4% del PBI, lo que empujó al crecimiento a territorio nulo para dicho año. Por su parte, en 2017 la economía beliceña repuntó, creciendo un 1,87% cuya explicación se halla en el crecimiento del sector primario que se recuperó de la contracción en 2016. El consumo, cuya contribución al crecimiento del PBI fue positiva en todo el período analizado, en 2017 presentó una contribución negativa debido al ajuste fiscal empleado por las autoridades beliceñas.

Figura 77: Contribución a la variación del PBI de las principales cuentas nacionales de Belice (2013-2017)

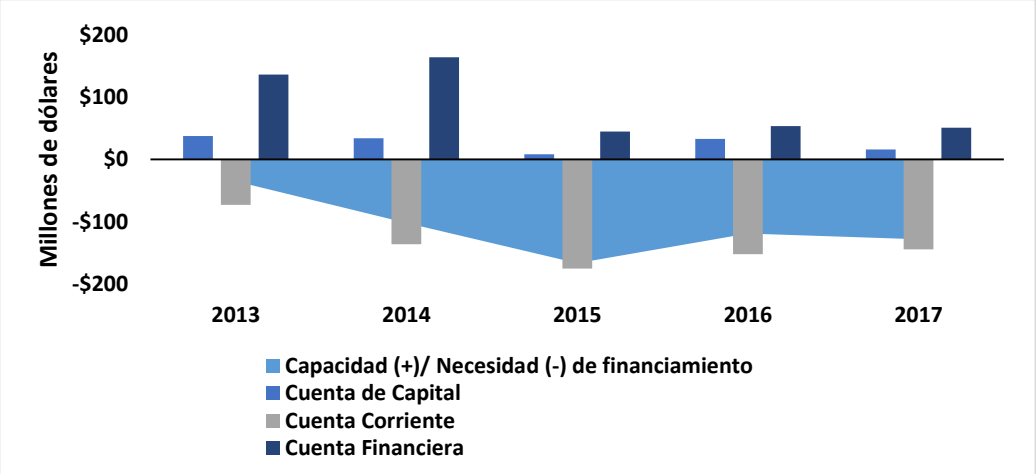


Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

La balanza de pagos (Figura 78) registró un aumento del déficit en la cuenta corriente en el período 2013-2015, revirtiendo la tendencia experimentada en el período 2007-2013. El crecimiento económico fomentó el alza de la demanda de importaciones, que, a su vez, ante el estancamiento de las exportaciones provocó el aumento en el desequilibrio en la cuenta corriente. En 2016-2017, la cuenta corriente mejoró levemente, gracias al crecimiento de las exportaciones de servicios, que compensaron el déficit comercial. Las exportaciones de servicios se expandieron en línea con el crecimiento de los ingresos procedentes del turismo. Sin embargo, se trató de una leve mejoría en la cuenta corriente debido a que el déficit comercial se incrementó como consecuencia de la caída de las exportaciones de productos agrícolas y de petróleo, que superaron la disminución de las importaciones producto de la desaceleración en la actividad económica de 2016. Por su parte, el superávit de la cuenta capital y financiera, mostró un incremento hasta 2014, como consecuencia de las entradas de Inversión Extranjera Directa, relacionadas con inversiones para el desarrollo hotelero e inmobiliario. A partir de allí, comenzó el descenso en el superávit de la cuenta capital y financiera, como producto de una abrupta caída en la Inversión Extranjera Directa. En función de este desempeño, se incrementaba la necesidad de financiamiento del país.

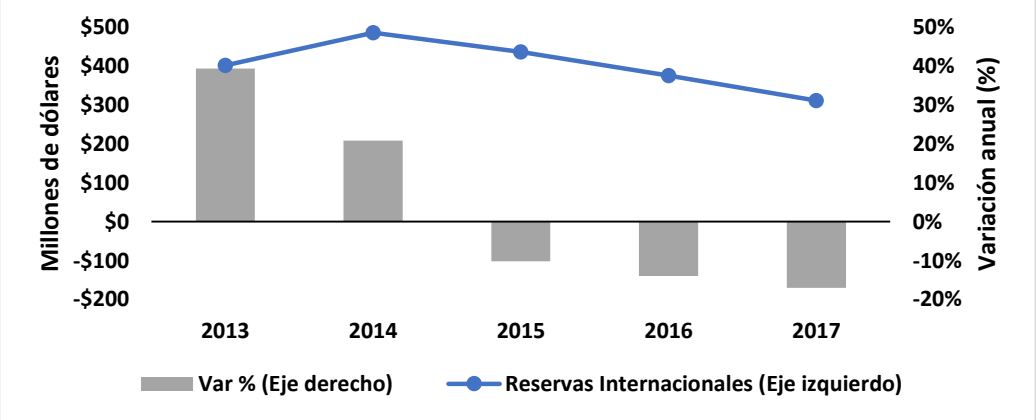
Como puede observarse en la Figura 79, la evolución de las reservas internacionales estuvo determinada por el comportamiento de las cuentas de capital y financiera. Esto significa que, hasta 2014 las reservas se incrementaron alcanzando el pico de la serie (486 millones de dólares). A partir de allí, se observó el constante deterioro de las mismas, finalizando 2017 con 312 millones de dólares como reservas internacionales.

Figura 78: Balanza de Pagos en Belice (2013-2017)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

Figura 79: Evolución de las Reservas Internacionales en Belice (2013-2017)



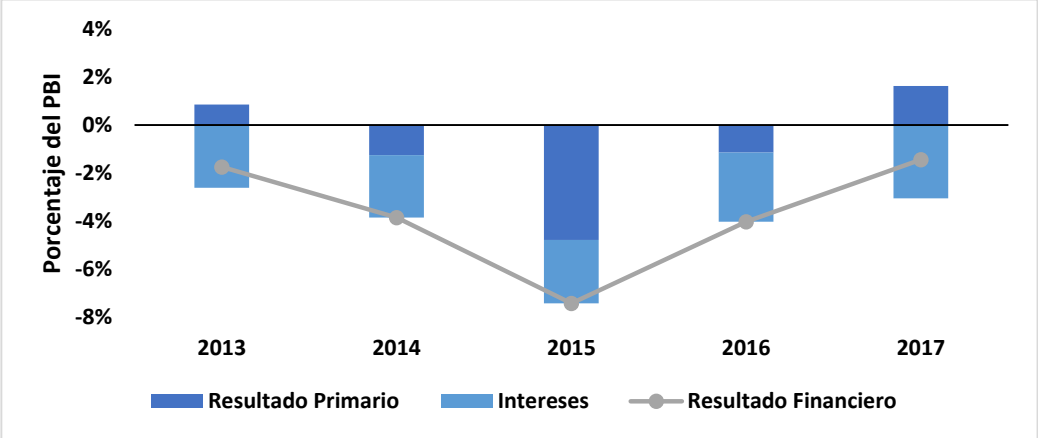
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Belice

La principal amenaza para la estabilidad económica durante el período 2013-2017, la constituyó el resultado fiscal. Luego de la segunda reestructuración de la deuda, la política fiscal estuvo orientada hacia un accionar expansivo, reforzando la tendencia que se venía observando desde 2010. En este sentido, la subida del gasto provocó una contracción de la oportunidad de consolidación fiscal proporcionada por la recuperación económica en combinación con la reestructuración de la deuda.

Las consecuencias de estas políticas determinaron que el país incremente su desequilibrio financiero (Figura 80) hasta 2015, donde alcanzó un déficit de 7,4% del PBI. A partir de 2016, el gobierno logró cierto grado de consolidación fiscal, con lo que redujo el déficit financiero a 4% y 1,4% en 2016 y 2017 respectivamente. La explicación de este cambio de tendencia se debió al incremento en los ingresos y al significativo descenso del gasto. Los ingresos fueron impulsados por un incremento en la recaudación tributaria, puntualmente de los impuestos indirectos y del impuesto general sobre ventas. Por su parte,

la caída del gasto se debió a la reducción de los gastos de capital y de préstamos netos, reflejando la finalización de proyectos de infraestructura.

Figura 80: Resultado Fiscal en Belice (2013-2017)

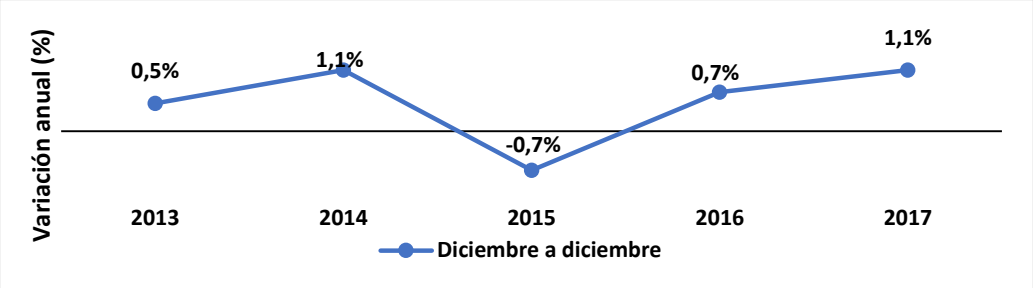


Fuente: Elaboración propia en base a datos del SIB

La inflación experimentó un proceso de oscilaciones en el período 2013-2017. Puede notarse en la Figura 81 que, en los primeros años, como consecuencia de precios más altos de los alimentos, transporte y electricidad tras el repunte de la actividad, la inflación presentó una leve tendencia creciente hasta 2014, ubicándose en 1,1%. En 2015, se registró una deflación del 0,7%, producto de la caída de los precios internacionales de los combustibles, que redujo los costos de transporte, vivienda, agua y electricidad. A partir de allí, la inflación mostró un incremento asociado al aumento de los precios internacionales de los combustibles. Sin embargo, se tratan de tasas bajas que se acercan a la estabilidad de precios.

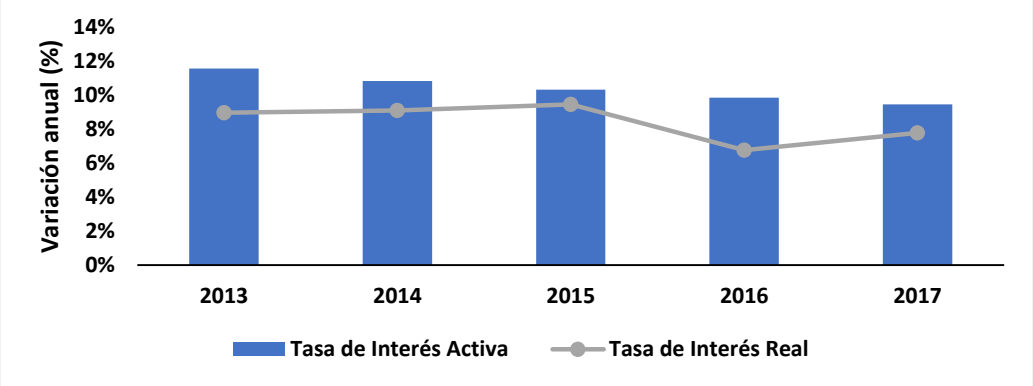
La política monetaria siguió manteniéndose neutral, al no producirse presiones reales sobre el tipo de cambio. En este sentido, el Banco Central de Belice no cambió significativamente la tasa de interés para estimular la demanda de crédito y la actividad económica. Como se observa en la Figura 82, la tasa de interés activa sufrió una leve disminución, pasando del 12% en 2013 al 9% en 2017, mientras que la tasa de interés real continuó su tendencia decreciente iniciada en 2000. Por su parte, la Figura 83 presenta la evolución del tipo de cambio. Como puede observarse, en este período, ocurrió una tendencia a la depreciación del tipo de cambio real, producto de las tasas bajas de inflación y deflación. Sin embargo, las autoridades no consideraron esta depreciación como una amenaza real.

Figura 81: Evolución de la Inflación en Belice (2013-2017)



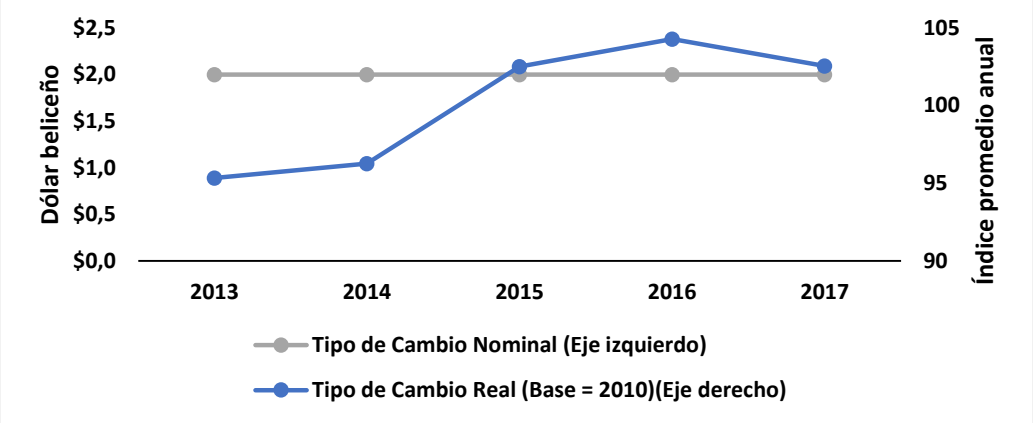
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Belice

Figura 82: Evolución de la Tasa de Interés Activa y Real en Belice (2013-2017)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

Figura 83: Evolución del TCR y TCN en Belice (2013-2017)

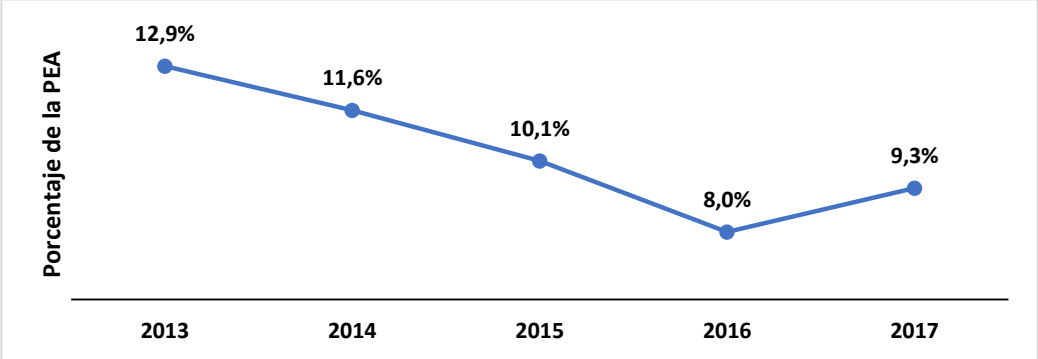


Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

En lo que refiere al mercado laboral, hay que mencionar que el desempleo presentó una tendencia descendente hasta 2016. Como se observa en la Figura 84, la tasa de desempleo se redujo desde 12,9% en 2013 a 8% en 2016. Este comportamiento se debió al crecimiento del empleo en la construcción, el turismo y otros servicios. En 2017, la tasa de desempleó ascendió a 9,3%, revirtiendo la tendencia descendente iniciada en 2012. A su vez, el país avanzó algunos puestos en el ranking de

Libertades Económicas, pasando del puesto 101 en 2010, al 92 en 2015. Sin embargo, esta ubicación se encuentra lejos del puesto 48 alcanzado en 2005.

Figura 84: Evolución de la Tasa de Desempleo en Belice (2013-2017)



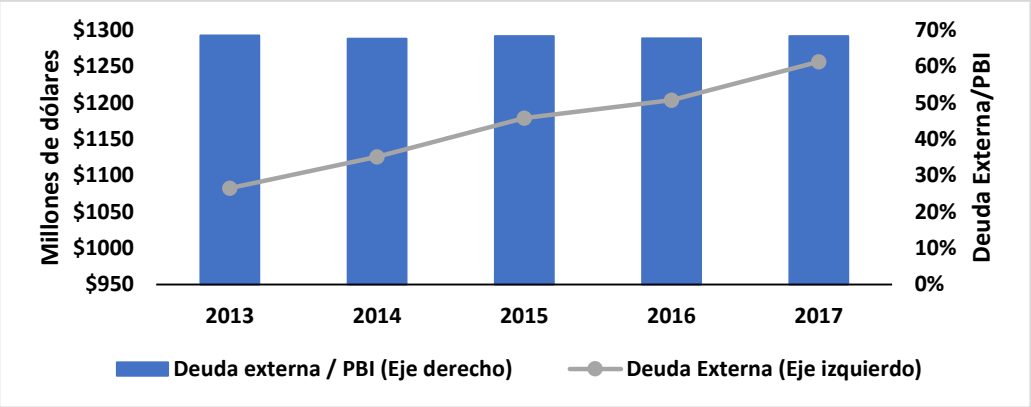
Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y OIT

Teniendo en cuenta la política fiscal expansiva aplicada por Belice, con el consecuente aumento del déficit fiscal, hay que mencionar que el gobierno central llevó a cabo un aumento en el proceso de endeudamiento. Corresponde indicar qué, parte del déficit se financió con recursos de bajo costo obtenidos mediante el acuerdo PETROCARIBE[40], pero estos fondos disminuyeron a partir de 2015. Es por eso que el gobierno apuntó a la toma de deuda tanto interna como externa. En un primer paso, la deuda pública ascendió ligeramente hasta el 75,9% del PBI en 2014, como consecuencia del repunte del endeudamiento externo.

En este punto, la Figura 85 ilustra la evolución de la deuda externa. Tal como se observa, se llevó a cabo un período de crecimiento de la misma, pasando de 1.082 millones de dólares en 2013, a 1.256 millones de dólares en 2017. Sin embargo, la relación deuda externa/PBI no sufrió modificaciones, ubicándose al 68% en todo el período, debido al crecimiento de la actividad. En el año 2016, la deuda pública se situó en torno al 100% del PBI. No obstante, a diferencia de 2014, esto se debió al aumento de la deuda interna, adquirida en parte para financiar la nacionalización de la empresa *Belize Telemedia Limited* (BTL).

[40] Se trató de una alianza en materia petrolera entre algunos países del Caribe y Venezuela. Consistió en que los países del Caribe compren el petróleo venezolano en condiciones de pago preferenciales (Borbón 2009).

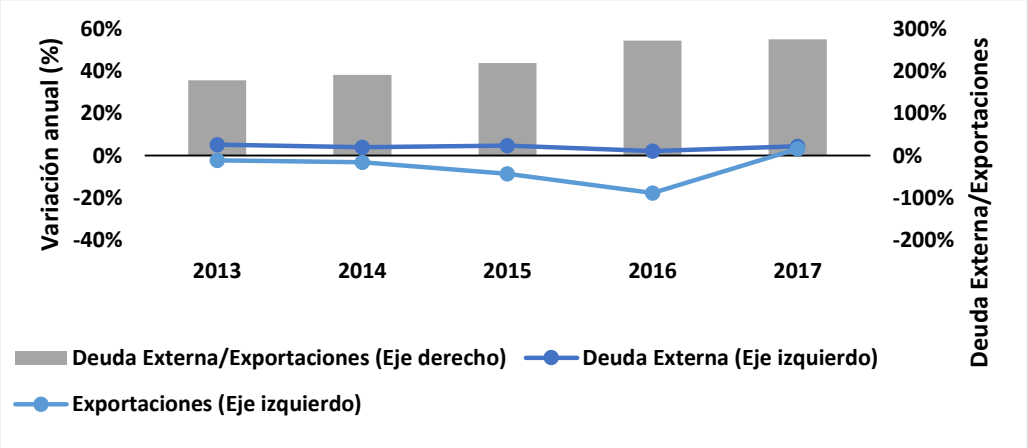
Figura 85: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central de Belice (2013-2017)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y SIB

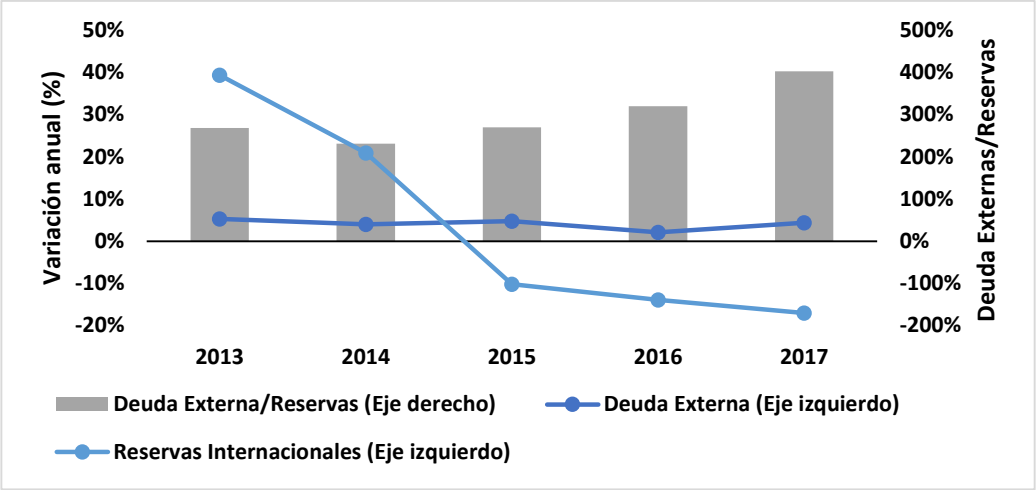
En la Figura 86 se presenta la evolución de la deuda externa como porcentaje de las exportaciones. A diferencia del período 2007-2013, se observa una tendencia ascendente debido a la conjugación de aumento de deuda externa y caída de las exportaciones. En 2013 la relación deuda externa/exportaciones se situaba en 178%, mientras que en 2017 presentó un 275%. La misma dinámica sufrió la relación deuda externa/reservas (Figura 87). En este caso, se observan incrementos mayores en la relación, producto del deterioro significativo de las reservas. El incremento situó a la relación en 402% para 2017, mientras que en 2013 se situaba en 268%.

Figura 86: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Exportaciones en Belice (2013-2017)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y SIB

Figura 87: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Reservas en Belice (2013-2017)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y Banco Central de Belice

En función del desempeño de los indicadores económicos y del duro informe presentado por el FMI en 2016, las autoridades reaccionaron. En el informe mencionado, se enfatizaba que los déficits gemelos (fiscal y externo) junto con los pasivos contingentes, podrían desencadenar grandes necesidades de financiamiento, las cuales serían muy difícil de cubrir. En este sentido, se indicó que, las crecientes dificultades de financiamiento acelerarían el agotamiento de las reservas de divisas. Ante esto, el FMI puntualizó sobre la necesidad de tomar medidas para reducir los déficits gemelos, a través de ajustes ordenados, sugiriendo llegar a un superávit primario de 4 o 5% del PBI, reducir las vulnerabilidades bancarias y llevar a cabo medidas estructurales para impulsar el crecimiento (FMI, 2016).

Como se expresó anteriormente, en noviembre de 2016, la deuda pública total se situaba en torno al 100% del PBI (US$ 1,7 mil millones). Este monto se dividía en 61% respectivo a deuda externa y 39% a deuda interna. La deuda correspondiente al "súperbono" representaba el 30% de la deuda pública total, y el 44% de la deuda externa[41]. La composición del "súperbono" se mantuvo prácticamente sin cambios desde la primera reestructuración, ya que no redujeron significativamente el valor nominal ni desembolsaron pagos de capital. Sin embargo, para agosto de 2017, se esperaba que la presión del flujo de efectivo del "súperbono" aumentara, debido al aumento en la tasa de cupón (de 5 al 6,67%) que comenzaba a regir. Este aumento, fue una de las principales razones que llevaron al gobierno a emprender el proceso de reestructuración de la deuda, por tercera vez. En este sentido, las autoridades apuntaron a reestructurar el mismo instrumento que se había reestructurado dos veces en el pasado: su deuda pública con tenedores privados externos, denominada en dólares y regida por la ley estadounidense (Asonuma et al., 2018).

[41] El porcentaje restante se dividía en igual proporción entre deuda bilateral y multilateral.

El 9 de noviembre de 2016, las autoridades de Belice anunciaron su decisión de reestructurar la deuda. Al igual que las dos reestructuraciones anteriores, llevarían a cabo una reestructuración preventiva, incumpliendo un pago de cupón en el proceso de negociación con los acreedores. En su comunicado de prensa, argumentaron su decisión por los graves desafíos económicos y financieros que enfrentaba el país, y se refirieron al bajo crecimiento, al aumento del déficit fiscal, la fortaleza del dólar y al huracán Earl, como los factores principales (Okwuokei y Van Selm, 2017). Posteriormente, Standars and Poor's rebajó la calificación crediticia de Belice de B- a CC (FMI, 2017a).

Luego del anuncio, un grupo de tenedores del bono formó un comité coordinador para estar en condiciones de evaluar la posición del gobierno de Belice, para facilitar la comunicación entre tenedores de bonos y para emprender las acciones apropiadas. Las autoridades beliceñas reconocieron formalmente a dicho comité, y contrataron a Citigroup, Cleary Gottlieb Steen y Hamilton LLP como sus asesores financieros y legales.

Después de cuatro meses de negociaciones entre el gobierno de Belice y el comité de acreedores, se completó el proceso el 21 de marzo de 2017, cuando los tenedores del 88% del "súperbono" aceptaron la oferta final. Como el 88% era el umbral mínimo para que se active la CAC, se incorporó al 12% restante al canje de deuda, logrando una participación total. Los términos financieros y legales, resultantes del acuerdo, fueron los siguientes. No hubo *haircut* del capital, ya que se emitieron aproximadamente US$ 526,5 millones de nuevos bonos 2034 sin reducción del valor nominal. Se acordó una prórroga en el período de gracia de 11 años, a partir del 2030 y un acortamiento de 4 años en los vencimientos, adelantándose de 2038 a 2034. Se estableció una reducción de la tasa de interés del bono, introduciendo una tasa fija de 4,9375% eliminando la estructura escalonada (Asonuma et al., 2018). Los términos acordados reducen el VAN de la deuda reestructurada en aproximadamente un 28% (FMI, 2017a). En la Tabla 12 se observan las principales características del nuevo acuerdo.

Tabla 12: Características principales de la tercera reestructuración de la deuda (millones de dólares y %)

	Instrumento viejo	Instrumento nuevo
Instrumentos	Bono US 2038 (Súperbono 2.0)	Bono US 2034 (Súperbono 3.0)
Valor nominal (US $ mil.)	530	526,5
Vencimiento	2038	2034
Vencimiento restante (años)	21	17
Interés	5% hasta 2017 - 6,767% hasta el vencimiento	4,9375%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Asonuma et al., 2017

Hay que mencionar que, el pago del cupón vencido en febrero de 2017, se realizó con un retraso, pero dentro del período de gracia de 30 días que estableció el comité de acreedores. Como Belice había incumplido este pago, Standars and Poor's bajó la calificación crediticia a SD, sin embargo, una vez completada la reestructuración, volvió a subir la calificación de Belice a B-, con perspectiva estable (FMI, 2017a).

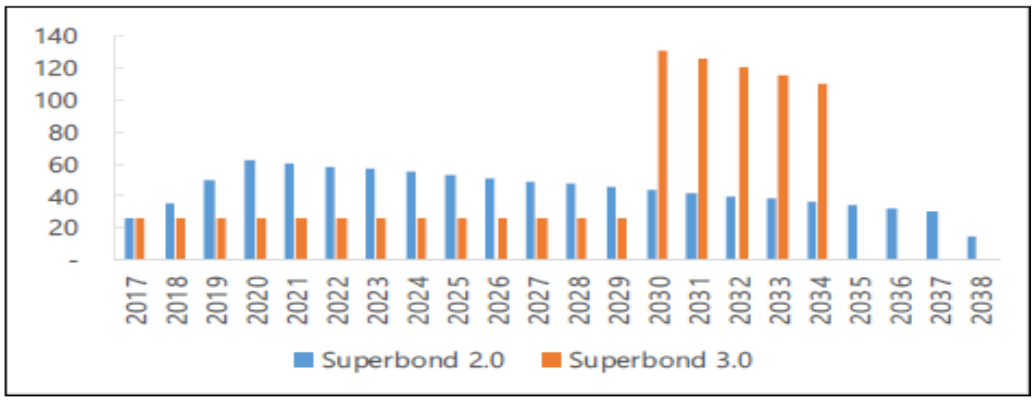
Los nuevos términos contractuales, resultantes del canje de deuda, incluyeron varias innovaciones, principalmente metas fiscales y el establecimiento de un presupuesto que refleja la consolidación fiscal. En cuanto a las metas fiscales, en caso de que Belice no llegue a un superávit primario de 2% del PBI en cualquiera de los años pagaderos de cupones, deberá pagar dichos cupones de forma trimestral en lugar de hacerlo semestralmente. Además, deberá elevar un informe a la Asamblea Nacional, explicando las razones por las que no alcanzó la meta establecida, y también, tendrá que solicitar al FMI asistencia técnica. En cuanto al presupuesto, tiene que ver con que la Asamblea Nacional deberá elevar un presupuesto que refleje la necesidad de una consolidación fiscal del 3% del PBI. Adicionalmente a las innovaciones mencionadas, el canje de deuda dio como resultado innovaciones legales, como el instrumento estatuario y la gestión de responsabilidad obligatoria[42].

Ante los resultados del canje, el FMI consideró que, si bien la reestructuración de la deuda proporcionó un alivio significativo del flujo de efectivo (Figura 88) y se estableció una meta para realizar un ajuste fiscal, el acuerdo es solo un elemento de un paquete más completo y necesario para sacar a Belice de una deuda elevada y de un crecimiento bajo. El acuerdo reduce la carga del servicio de la deuda y la ganancia de VAN es significativa. Sin embargo, al acordar no recortar el capital nominal, el nivel general de deuda pública sigue siendo elevado, alrededor de 100% del PBI (FMI, 2013a).

A su vez, Okwuokei y Van Selm (2017), en línea con el FMI, consideran que los repetidos esfuerzos por reestructurar la deuda, socavan la credibilidad de Belice y el acceso a los mercados internacionales de capital, durante un período prolongado, lo que a su vez perjudica las perspectivas de un crecimiento sólido y sostenible. Adicionalmente expresan que, las dos primeras reestructuraciones dejaron en claro que una consolidación fiscal ambiciosa es fundamental para cualquier reprogramación de deuda y para establecer credibilidad en los mercados. En este punto, afirman que, para garantizar ganancias duraderas, la reestructuración de deuda de 2017 debe estar respaldada por una estrategia a medio plazo que combine una consolidación fiscal más ambiciosa y de alta calidad, con medidas estructurales para impulsar el crecimiento (Okwuokei y Van Selm, 2017).

[42] Ver Asonuma et al., 2018, pág. 12.

Figura 88: Perfiles de vencimiento pre y post tercera reestructuración (millones de dólares)



Fuente: Asonuma et al., 2017

3.3 Rol del Fondo Monetario Internacional

La participación del Fondo Monetario Internacional en el proceso de reestructuración de la deuda soberana de Belice, difiere a la desarrollada en los países descriptos anteriormente. En ninguna de las tres reestructuraciones llevadas a cabo por Belice, el FMI proporcionó un programa de apoyo a los esfuerzos de ajuste de las autoridades beliceñas. Los motivos de la ausencia de dicha asistencia, tienen que ver con que el gobierno de Belice se mostró reacio a firmar un acuerdo que estableciera un programa de ajuste, en parte por el estigma que se le podría haber atribuido, y en parte por el temor a ser presionados para abandonar la paridad de la moneda local con el dólar estadounidense. Sin embargo, Belice involucró al Fondo en sus funciones de asesor, proveedor de asistencia técnica y proveedor de información "independiente" (Diaz Cassou et al., 2008).

Las publicaciones realizadas por el FMI fueron muy importantes para el diálogo entre acreedores y las autoridades de Belice. En este sentido, las propuestas de Belice en cuanto a los posibles escenarios de reestructuración de la deuda, se construyeron sobre los escenarios macroeconómicos planteados por el FMI. Además, desde la gerencia del FMI se emitió una carta a los inversores para que participen en el acuerdo de la deuda (Diaz Cassou et al., 2008).

Tal como argumenta Erce (2013), la ausencia de un programa respaldado por el Fondo, no dio lugar a negociaciones prolongadas entre las autoridades beliceñas y los acreedores. Tanto las condiciones externas favorables, la experiencia pagadora del país y el hecho de que el nivel de deuda a reestructurar fuera pequeño podría haber ayudado a que los inversores aceptaran el canje con Belice.

3.4 Análisis de Sostenibilidad de la Deuda

Luego de la tercera reestructuración de la deuda, las perspectivas macroeconómicas por parte del personal del Fondo eran débiles (FMI, 2017a). Se proyectaba un crecimiento promedio de menos de 2% a mediano plazo, reflejando la disminución de la productividad, de la competitividad y de la inversión

pública. Se esperaba una mejora del déficit de cuenta corriente debido a una recuperación gradual de las exportaciones agrícolas y el crecimiento del turismo. Se proyectó una leve mejoría en las reservas internacionales, pero considerando que cualquier choque negativo probablemente empujaría a una disminución de las reservas internacionales. Al mismo tiempo, se esperaba un ajuste fiscal insuficiente para reducir la deuda pública.

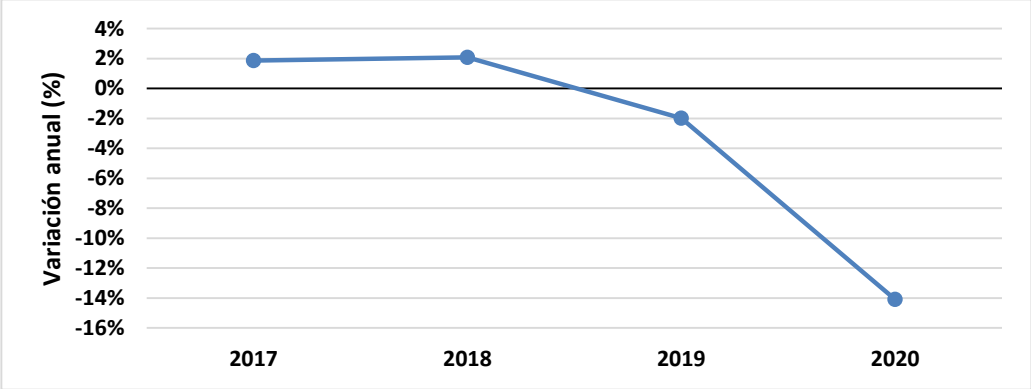
La proyección del personal indicaba que las autoridades beliceñas continuarían dependiendo principalmente del financiamiento interno, así como de la venta de activos, para cumplir con los requisitos de financiamiento bruto en el corto plazo. Se asumió que no serían realizadas emisiones de bonos externos dada la reciente reestructuración de la deuda y se proyectó una limitación de los desembolsos externos oficiales. Se esperaba que caiga la tasa de interés y las necesidades brutas de financiamiento. En este escenario de referencia, se proyectó que la deuda pública disminuiría, pero seguiría siendo elevada. Puntualmente, se esperaba que la deuda pública disminuya al 95,8% del PBI en 2017, impulsada por la consolidación fiscal y la venta de activos de empresas de servicios públicos nacionalizadas. Para los años siguientes, se preveía que la deuda pública caiga hasta 83% del PBI, en la medida que continúe la consolidación fiscal. Por su parte, se esperaba que la deuda externa disminuya gradualmente a mediano plazo, de 70% del PBI a 54% en 2022.

El desempeño de la economía beliceña en el año de la tercera reestructuración de la deuda, determinó un crecimiento de 1,87% (Figura 89). Lo más destacado de esta mejora fue un alza del 5,7% en el sector primario, después de una contracción en 2016. Por su parte, los sectores secundario y terciario aumentaron un 1,8% y un 1,3% respectivamente. Corresponde mencionar que la economía se vio afectada por el huracán Irma ocurrido entre agosto y septiembre de 2017. En 2018, Belice se recuperó de los efectos del huracán Irma y registró una tasa de crecimiento del PBI de 2,1%. En este caso, los motores del crecimiento fueron la mayor producción en el sector secundario y terciario, y en menor medida, la producción del sector primario. El turismo contribuyó entre un 15 y un 20% del PBI en 2018. En 2019 el crecimiento de la economía se desaceleró y mostró una caída de 2%. La actividad primaria se vio afectada por una grave sequía que redujo la producción agrícola y la producción hidroeléctrica. La actividad del sector secundario disminuyó un 11,7% al reducirse la actividad de la construcción y la generación de electricidad. El sector terciario, en cambio, aumentó un 2,6% gracias al crecimiento del sector de la distribución, la intermediación financiera y los servicios gubernamentales que compensaron la disminución del turismo.

Por su parte, en 2020, como consecuencia de la pandemia COVID-19 la economía se contrajo considerablemente (14,1%), debido al desplome de la demanda de turismo provocado por el cierre de fronteras que se estableció en el país. En consonancia con otros países, en Belice se adoptaron una serie de medidas, entre las que se destacan, el confinamiento, el distanciamiento físico y el cierre de fronteras, cuyo efecto combinado redujo las llegadas de turistas extranjeros y la demanda interna. Como dato destacado hay que mencionar que, durante el segundo trimestre de 2020, se registró la mayor caída

trimestral del PBI de la historia de Belice, ya que la economía se contrajo 23,2%, principalmente, producto de las disminuciones del sector servicios.

Figura 89: Evolución del PBI de Belice (2017-2020)

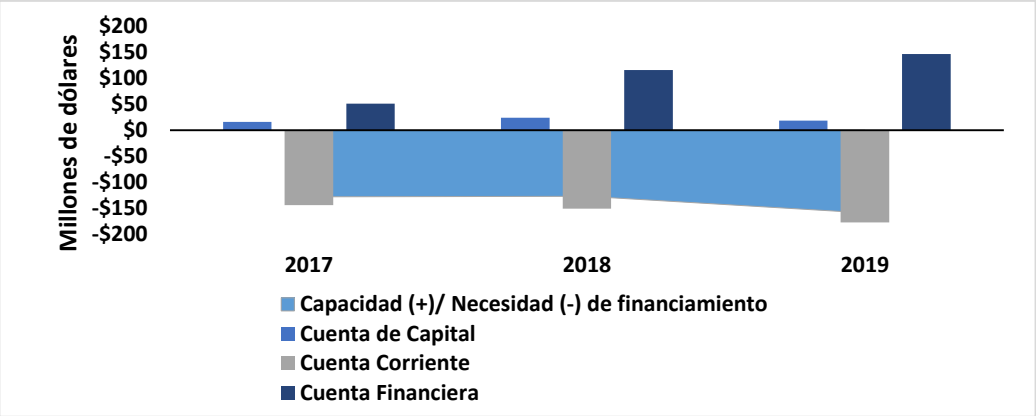


Fuente: Elaboración propia en base a datos de SIB

La balanza de pagos de Belice (Figura 90) determinó que el déficit de la cuenta corriente disminuya de 8,54% del PBI (151,6 millones de dólares) en 2016, a 7,84% del PBI (144 millones de dólares) en 2017. El alza de las exportaciones y la disminución de las importaciones en conjunto con el superávit del sector servicios fueron los desencadenantes de este comportamiento. En 2018, el déficit en cuenta corriente se amplió al 8% del PBI, a pesar de los mayores ingresos por turismo, lo que refleja un aumento de las importaciones. En la misma dinámica, en 2019 el déficit en cuenta corriente se amplió hasta representar el 9,5% del PBI. Esto fue impulsado por el déficit comercial que causó la disminución de las exportaciones de bienes, los ingresos por turismo y el aumento de las importaciones de bienes. Por su parte, el superávit de la cuenta de capital y financiera se contrajo en 2017, como reflejo de una fuerte caída de la Inversión Extranjera Directa. Sin embargo, tanto en 2018 como en 2019, el superávit mencionado volvió a incrementarse para ubicarse en torno al 9% del PBI en 2019. En este sentido, fueron fundamentales las entradas de Inversión Extranjera Directa, impulsadas por el aumento de las inversiones en proyectos de construcción relacionados con el turismo, no obstante, se vieron contrarrestadas en parte por la disminución de las entradas en la agricultura y el sector inmobiliario.

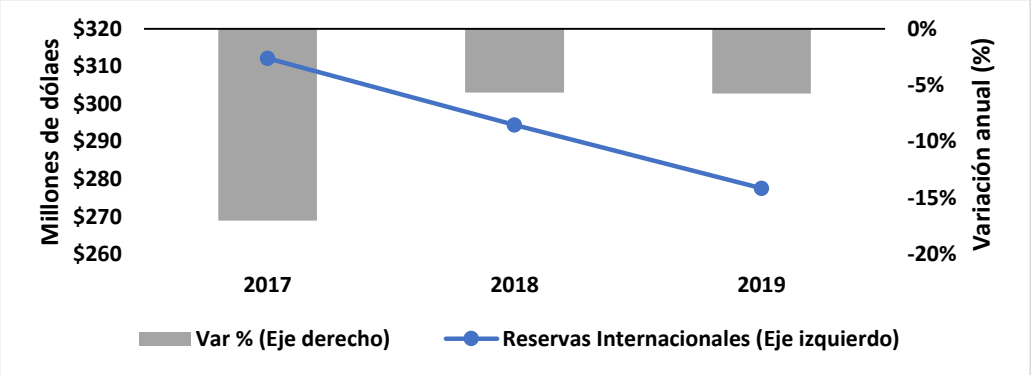
Como consecuencia directa del déficit en cuenta corriente, las reservas internacionales (Figura 91) experimentaron períodos de caídas, pasando de 312 millones de dólares en 2017 a 277 millones de dólares en 2019. Pese a las afluencias de capitales extranjeros, la magnitud del déficit en cuenta corriente ejerció presión sobre las reservas internacionales, lo que explica su disminución para este período.

Figura 90: Balanza de Pagos en Belice (2017-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

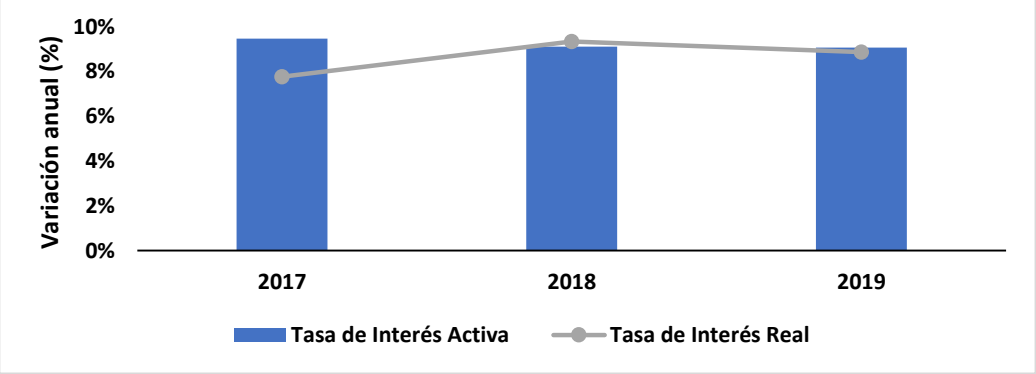
Figura 91: Evolución de las Reservas Internacionales en Belice (2017-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

La política monetaria continuó siendo neutral y la tasa de interés activa (Figura 92) se mantuvo en 9%. El crédito interno aumentó en este período, impulsado por el incremento de los préstamos al sector privado para el procesamiento agrícola, la producción de azúcar, la pesca comercial y el desarrollo inmobiliario. La tasa de interés real aumentó de 8% en 2017 a 9% en 2018 y 2019.

Figura 92: Evolución de la Tasa de Interés Activa y Real en Belice (2017-2019)

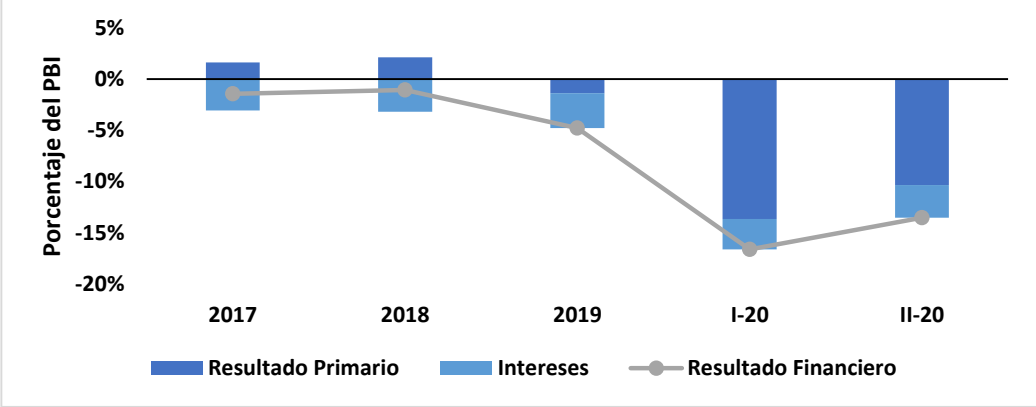


Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

Luego de la tercera reestructuración de la deuda, el gobierno de Belice apuntó a lograr una consolidación fiscal significativa. La política fiscal fue contractiva en 2017, y se logró un resultado primario (Figura 93) superavitario de 1,6% el cual descontado de los intereses de deuda (3,1%) arrojó un resultado financiero deficitario de 1,4% del PBI. No obstante, aunque las autoridades tuvieron que recortar el gasto público para mejorar la posición fiscal, este recorte no fue lo suficientemente grande para lograr la consolidación fiscal. En 2018, el gobierno de Belice continuó apuntando a la consolidación fiscal y, como consecuencia de esta política, Belice obtuvo un resultado primario superavitario de 2,1%, mientras que el resultado financiero disminuyó su déficit a 1,1% del PBI. Este ajuste se relacionó con el compromiso de las autoridades con los tenedores de bonos de endurecer la postura fiscal en 3% del PBI para 2018 y para mantener un superávit primario de 2% del PBI durante los siguientes tres años.

Como se expresó anteriormente, si Belice no cumplía con la meta de superávit fiscal primario, debía pagar los intereses sobre el bono reestructurado de manera trimestral en lugar de semestral. Sin embargo, en 2019 la política fiscal fue expansiva, y se caracterizó por un fuerte aumento del déficit fiscal que pasó a ser de 4,8% del PBI. En este caso, cayeron los ingresos tributarios y el gasto público se incrementó en gran medida. Los primeros dos trimestres de 2020, como consecuencia de la pandemia COVID-19, el déficit financiero aumentó considerablemente, lo que se retroalimentó por la disminución de los ingresos tributarios. El gobierno de Belice obtuvo un préstamo del BID por valor de 6,2 millones de dólares para organizar una respuesta eficaz ante la pandemia.

Figura 93: Resultado Fiscal en Belice (2017-II-20)



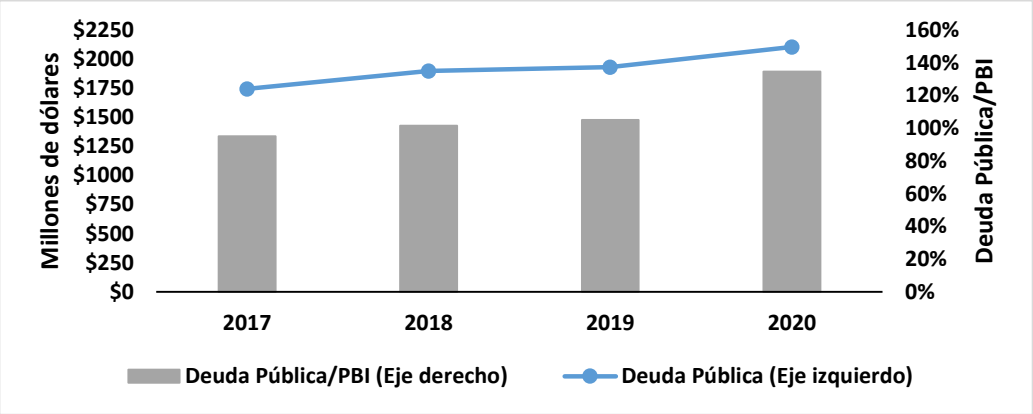
Fuente: Elaboración propia en base a datos del SIB

Pese a la tercera reestructuración, la deuda pública siguió siendo un desafío para Belice. La relación deuda pública/PBI (Figura 94) aumentó en 2017 a 95%, pese al crecimiento del PBI. En 2018, el volumen de la deuda del país se vio incrementado por dos acontecimientos importantes. En primer lugar, el Gobierno de Belice debió pagar 90 millones de dólares beliceños al Banco de Belice, en referencia a un préstamo contratado en 2004. En segundo lugar, el Gobierno tuvo que pagar 81,2 millones de dólares para la renacionalización de la empresa *Belize Telemedia Limited*. En este contexto, la relación deuda pública/PBI aumentó a 102%. En 2019, el país obtuvo financiación que incluyó una compra de Letras del

Tesoro de Estados Unidos por parte del Centro para el Cambio Climático de la Comunidad del Caribe, y un aumento del crédito comercial para la importación de electricidad de México. Como consecuencia, la relación deuda pública/PBI volvió a aumentar, situándose en 105%. Finalmente, en 2020 producto de la caída del PBI y el endeudamiento para asistencia, la relación deuda pública/PBI aumentó significativamente a 135%.

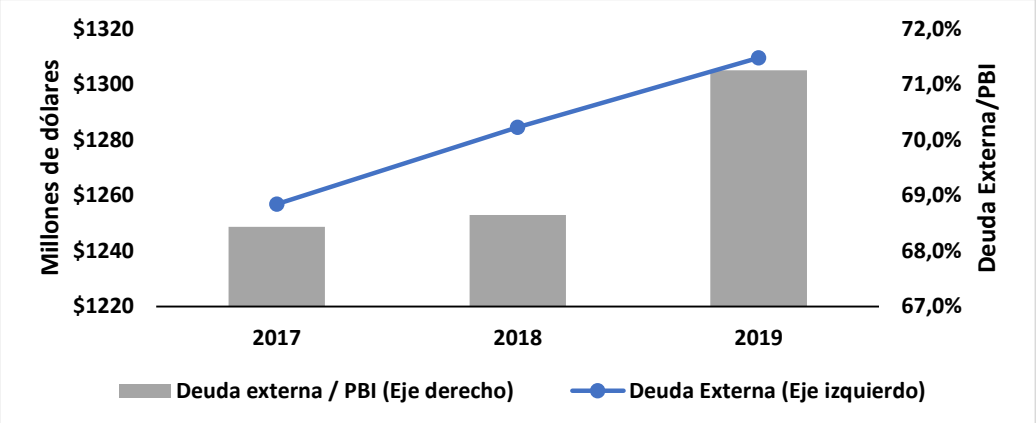
Si se evalúa el comportamiento de la deuda externa (Figura 95) puede notarse que también sufrió un incremento. En 2017 el endeudamiento externo arrojó un monto de 1.256 millones de dólares, representando el 68% del PBI. En 2018 la deuda externa fue de 1.284 millones de dólares, o 69% del PBI. Por su parte, en 2019, la deuda externa pasó a ser de 1.309 millones de dólares, lo que incrementó la relación deuda externa/PBI a 71%. Al momento de realizar este trabajo, no se cuenta con datos acerca del desempeño de la deuda externa en 2020.

Figura 94: Evolución de la Deuda Pública del Gobierno Central de Belice (2017-2020)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y SIB

Figura 95: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central de Belice (2017-2019)

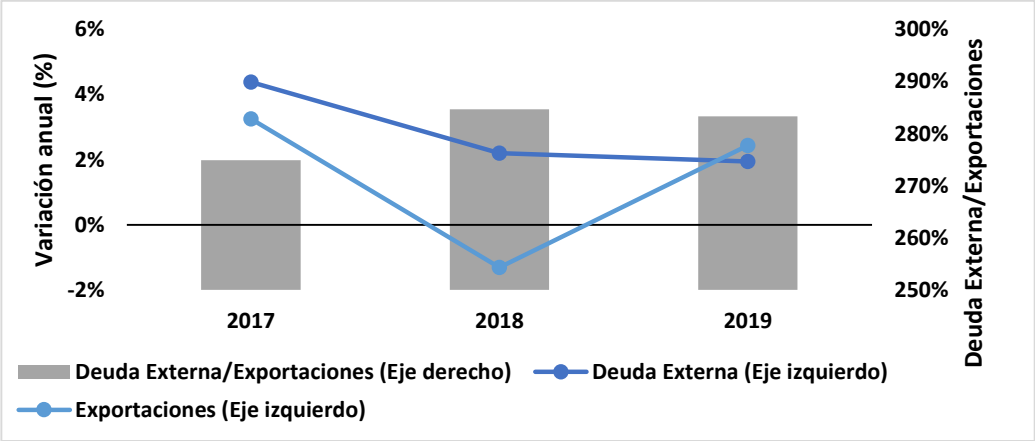


Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y SIB

Corresponde analizar la relación deuda externa/exportaciones (Figura 96), y la relación deuda externa/reservas internacionales (Figura 97). En el primer caso es preciso indicar que debido al hecho de

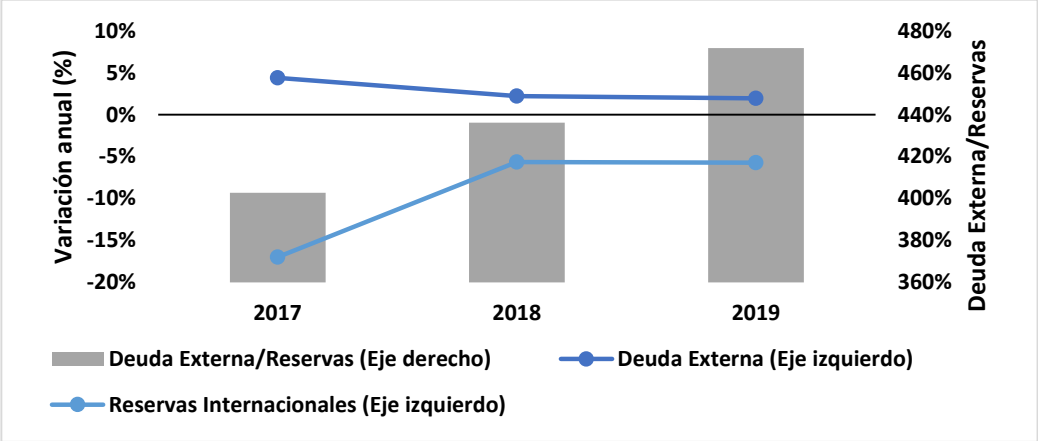
que la deuda externa tuvo crecimientos mayores que las exportaciones, en 2017 y 2018, la relación deuda externa/exportaciones aumentó de 275% (2017) a 285% (2018). En 2019, producto de un crecimiento de las exportaciones mayor al experimentado por la deuda externa, la relación analizada disminuyó a 283%, mejorando escasamente la capacidad de repago del país. Por otro lado, la relación deuda externa/reservas mostró un significativo aumento en todo el período analizado. Como puede observarse, el desempeño negativo de las reservas fue el determinante fundamental de esta evolución. En 2017, la deuda externa con respecto a las reservas se ubicó en 402%, en 2018 fue de 436%, y finalmente en 2019, fue de 472%. Esta dinámica dejó explicita las dificultades respecto de la liquidez con las que contó Belice.

Figura 96: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Exportaciones en Belice (2017-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y SIB

Figura 97: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Reservas en Belice (2017-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y SIB

Luego del análisis de la situación beliceña, a continuación, siguiendo la estructura metodológica, se procederá a analizar el caso griego.

4. Grecia (2012)

La reestructuración de la deuda griega adquiere su importancia debido a tratarse de un país avanzado perteneciente a la Unión Europea. Dentro de este proceso, el país contó con tres programas de asistencia financiera de la *troika*[43], lo que permite inferir la relevancia geopolítica que posee Grecia. La reestructuración de la deuda impuso pérdidas totales (VAN) a los tenedores de bonos de más del 70%, situando a Grecia en el mismo grupo que Argentina, como países que han infligido pérdidas iniciales de esa magnitud a sus acreedores (Porzecanski, 2012).

4.1 Crisis griega

Grecia experimentó un crecimiento superior a la media después de unirse a la Eurozona en 2001. El fuerte crecimiento (Figura 98), hasta 2008, se basó en factores insostenibles. La eliminación del riesgo cambiario disminuyó las tasas de interés a niveles históricamente bajos, mientras que los mercados dejaron de preocuparse por el riesgo crediticio. Esto reflejó un auge de la demanda interna, en particular en el consumo y la inversión privada. El rápido incremento del crédito, respaldado por la liberalización del sector financiero y las bajas tasas de interés, contribuyeron a un crecimiento dinámico. A excepción de 2004, el comercio exterior impuso un freno al crecimiento, fundamentado en la pérdida constante de competitividad. En este sentido, el aumento de los costos laborales unitarios erosionó la competitividad externa, sobre todo respecto de la Eurozona. La combinación de un elevado crecimiento de la demanda interna y el deterioro de la competitividad externa, se tradujo en un empeoramiento del sector externo que contribuyó negativamente al crecimiento del PBI.

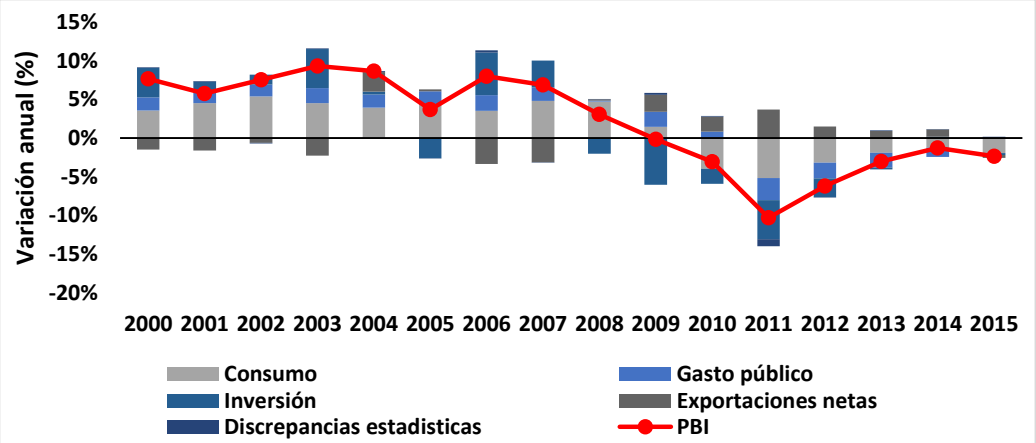
A partir de 2008, el crecimiento comenzó su desaceleración, pasando a territorio negativo desde el año siguiente hasta el fin de la serie (2015). Entre los factores que explican este desempeño corresponde mencionar que la creciente volatilidad de los mercados interbancarios intensificó el racionamiento del crédito de los bancos, lo que obstaculizó el incremento de las inversiones. Además, la recesión económica experimentada por los principales socios comerciales de Grecia tuvo un impacto en el saldo exterior de la economía. En términos generales, la evolución económica desde 2009, estuvo impulsada por el desempeño adverso de las exportaciones, por la reducción de la Inversión Extranjera Directa y por la caída de la confianza, que se vio influenciada por el aumento de las necesidades de financiación de la deuda bruta.

Es pertinente indicar que las autoridades decidieron llevar a cabo un ajuste económico para hacer frente a los desequilibrios fiscales y externos acumulados a lo largo de toda la década. Esta decisión significó un traspaso considerable de recursos entre sectores. En este punto, la fuerte contracción de la demanda interna, agravada por la implementación de medidas fiscales para colocar el presupuesto en una trayectoria sostenible, y una débil contribución de las exportaciones netas han llevado a una

[43] Formada por el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo y la Comisión Europea.

economía sobrecalentada a una profunda recesión que alimentó las dudas acerca de la permanencia del país en la Eurozona.

Figura 98: Contribución a la variación del PBI de las principales cuentas nacionales de Grecia (2000-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ELSTAT

Tal como se expresó, el crecimiento del PBI ha sido muy fuerte durante varios años, pero también se han desarrollado desequilibrios económicos, en particular una situación fiscal en fuerte deterioro. Las autoridades griegas decidieron llevar a cabo una política expansiva hasta 2008, desaprovechando recursos en aras de realizar un estímulo de corto plazo. Como se observa en la Figura 99, el resultado primario que había sido positivo hasta 2001, se convirtió en deficitario desde 2002. Los excesos de gasto y la escasez de ingresos aumentaron los déficits de 2003 y 2004 mucho más allá de las proyecciones presupuestarias. El gasto de los Juegos Olímpicos fue en parte responsable, agregando de 1 a 1,5 puntos porcentuales en la relación déficit-PBI.

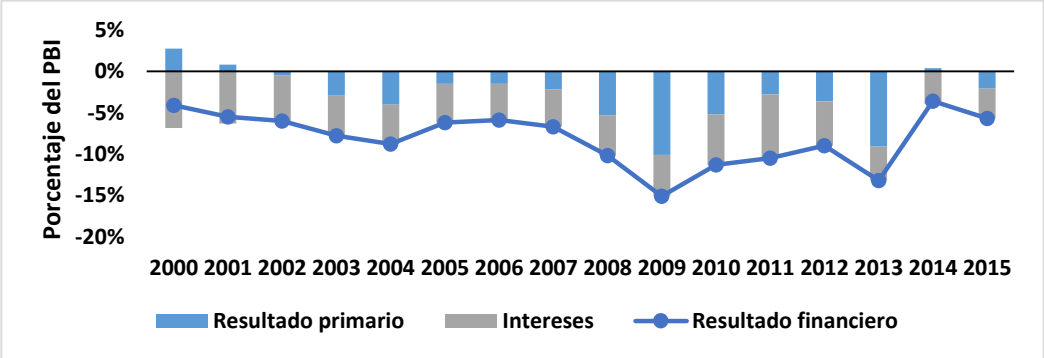
En 2005 y 2006, se intentó arribar a una consolidación fiscal, para lo cual ocurrió una disminución del déficit primario. No obstante, desde 2007 nuevamente volvió a desarrollarse una tendencia expansiva del desequilibrio primario. A esta dinámica, hay que sumarle los intereses de deuda que crecían período a período, aumentando el desequilibrio en el resultado financiero. Al desencadenarse la crisis financiera internacional, el déficit fiscal había alcanzado el 10,2% (2008) del PBI, indicando la vulnerabilidad a la que se enfrentaba el país. Sin embargo, la crisis de la deuda soberana griega se hizo inminente a fines de 2009, cuando el primer ministro del gobierno socialista de ese momento, George Papandreou anunció que el déficit presupuestario superaría el 12%, cifra que constituía el doble de lo que se había informado previamente.

Este suceso, desencadenó una pérdida de confianza en el sistema bancario nacional y europeo, rebajas en la calificación de la deuda, aumento de las tasas de interés, y exclusión efectiva de Grecia de los mercados financieros internacionales, lo que llevó a la necesidad de obtener un programa de asistencia brindada por Organismos Multilaterales. De esta manera el 10 de mayo de 2010 Grecia llegó a un acuerdo con la *troika*, y la Comisión Europea junto con el Fondo Monetario Internacional elevaron el primer

programa de rescate por 110 mil millones de euros con período de tres años. Esto requirió que Grecia lleve adelante estrictas medidas de austeridad para lograr la consolidación fiscal. En este sentido, la Comisión Europea consideraba que la magnitud de los problemas estructurales a los que se enfrentaba Grecia era abrumadora para un país de la Eurozona (Dreger, 2012).

Es pertinente indicar que Grecia fue la regla y no la excepción, ya que cada uno de los 17 miembros de la Unión Europea experimentó un deterioro fiscal entre 2007 y 2009 como consecuencia de la recesión atravesada por Europa. Sin embargo, el déficit fiscal de Grecia se amplió a 9,9% durante los años mencionados, mientras que la posición fiscal de la zona euro en su conjunto, se amplió a 5,7%. Si se extiende el período temporal desde 2004 a 2010, se visualiza que los niveles de las finanzas públicas griegas fueron insostenibles, con un aumento del gasto de 87% mientras que los ingresos fiscales únicamente crecieron un 31%. La evasión fiscal, la administración pública ineficiente, las barreras del mercado laboral y el entorno empresarial desfavorable, provocaron que el país no fuese atractivo para la Inversión Extranjera Directa. Se reflejaba la necesidad de rápidas reformas (Dreger, 2012).

Figura 99: Resultado Fiscal en Grecia (2000-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ELSTAT

Como se mencionó anteriormente, el auge de la economía griega llevó al país a tener una posición exterior insostenible. La Figura 100, presenta la evolución de la balanza de pagos en el período 2000-2015. Como se observa, el país debió enfrentar crecientes déficits en cuenta corriente hasta 2008. Esta dinámica se vio influenciada por la baja participación de las exportaciones en los mercados mundiales y el incremento de las importaciones. Este dinamismo de las importaciones, reflejó una fuerte demanda interna durante el período indicado, financiada con crédito fácil a pesar de la creciente deuda pública y externa. A su vez, esto reflejó las condiciones crediticias internacionales laxas y la débil disciplina de mercado de los países miembros de la Eurozona tras la introducción del Euro.

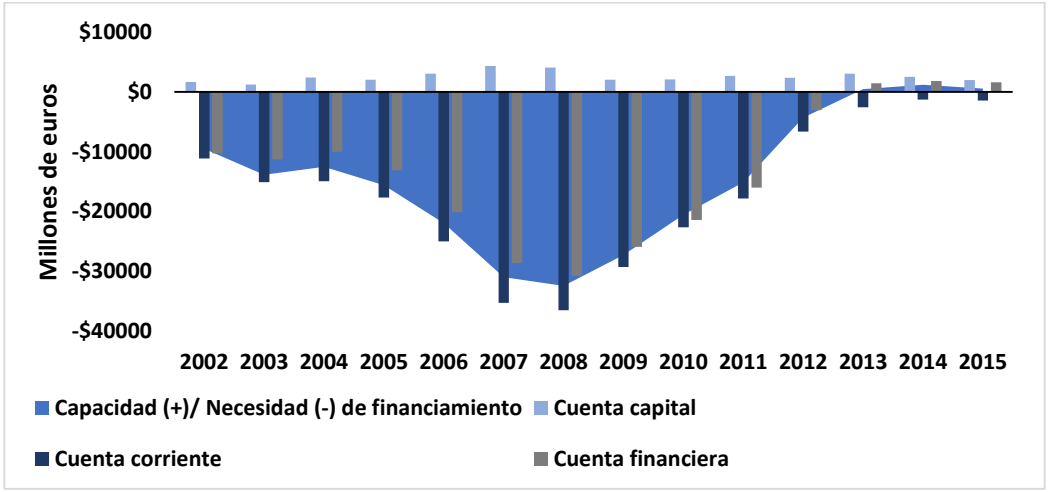
A la disminución de las exportaciones hay que sumarle que Grecia experimentó una caída de los ingresos por turismo, con una menor demanda de los países de altos ingresos y una mayor competencia de países vecinos. Todos estos acontecimientos contribuyeron a deteriorar la posición internacional de Grecia. Al mismo tiempo, hay que mencionar que la cuenta financiera también experimentó constantes déficits. En este sentido, las entradas de Inversión Extranjera Directa han sido débiles y, debido a que el

déficit de cuenta corriente se financiaba en gran medida con flujos de cartera, esto planteaba problemas de sostenibilidad en el mediano plazo.

Tal como se observa en la Figura 100, en 2008 se alcanzaron los valores mayores en cuanto a los déficits de cuenta corriente y financiera. En este sentido, corresponde indicar que la crisis financiera internacional provocó una reducción de los flujos transfronterizos y desenmascaró los desequilibrios fiscales y estructurales subyacentes de Grecia. En una economía restringida por regulaciones estrictas, el auge previo a la crisis impulsado por el crédito externo, provocó déficits estructurales y persistentes en la cuenta corriente. A partir de 2008, los déficits en cuenta corriente y financiera comenzaron a reducirse. La mejora fue inicialmente gradual, con un alto ahorro del sector público compensado por el desahorro privado. Sin embargo, producto de la disminución constante en las importaciones, el desequilibrio de la cuenta corriente fue disminuyendo significativamente. El comportamiento de las exportaciones impuso un freno a esta reducción del desequilibrio, ya que, al no contar con mejoras en la competitividad, se obstaculizó su crecimiento.

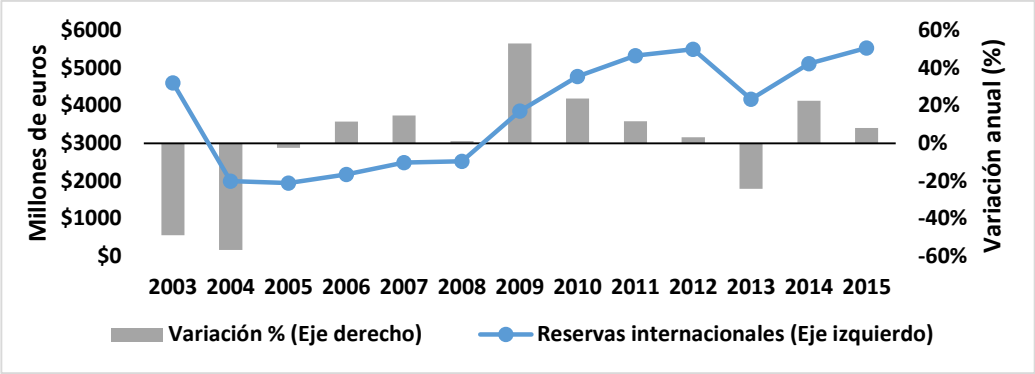
En términos generales, es preciso mencionar que luego de alcanzar déficits de hasta 15% del PBI en 2007-2008, la cuenta corriente de Grecia logró, aproximadamente, un equilibrio en 2015. Mientras que la cuenta financiera mostró superávits desde 2013. Habida cuenta de la pertenencia de Grecia a la Unión Monetaria Europea, la disponibilidad de financiamiento externo no fue motivo de preocupación. En este sentido, el fácil acceso a préstamos oficiales con tipos de interés relativamente bajos, contribuyó a la mejora en la cuenta corriente, mientras que las entradas de Inversión Extranjera Directa relacionadas con la privatización, también fueron una importante fuente de financiación. Asimismo, el acceso a préstamos oficiales le permitió a Grecia acrecentar sus reservas internacionales a partir de 2004, tal como se observa en la Figura 101.

Figura 100: Balanza de Pagos en Grecia (2000-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de Grecia

Figura 101: Evolución de las Reservas Internacionales en Grecia (2003-2015)

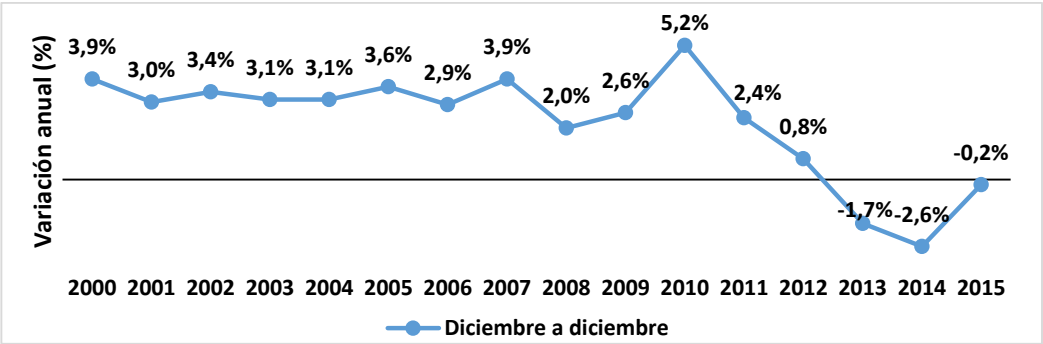


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

Otras de las consecuencias generadas a partir de los años de alto crecimiento, se vinculan con las presiones inflacionarias y la erosión de la competitividad. En el primer caso, hay que mencionar que la inflación se mantuvo por encima de la media de la Eurozona, y los recursos se trasladaron desde los sectores de los bienes transables a sectores protegidos, como la construcción y el comercio minorista. Como se observa en la Figura 102, la inflación estuvo en torno al 3,5% en el período 2000-2007. A partir de allí se sucedieron 2 años de inflación cercanas al 2%. En 2010, se llevó a cabo una reactivación de la inflación, alcanzando el pico de la serie de 5,2%. Desde entonces, la inflación mostró una tendencia descendente hasta 2014, incluso en 2013 y 2014 se visualizó deflación.

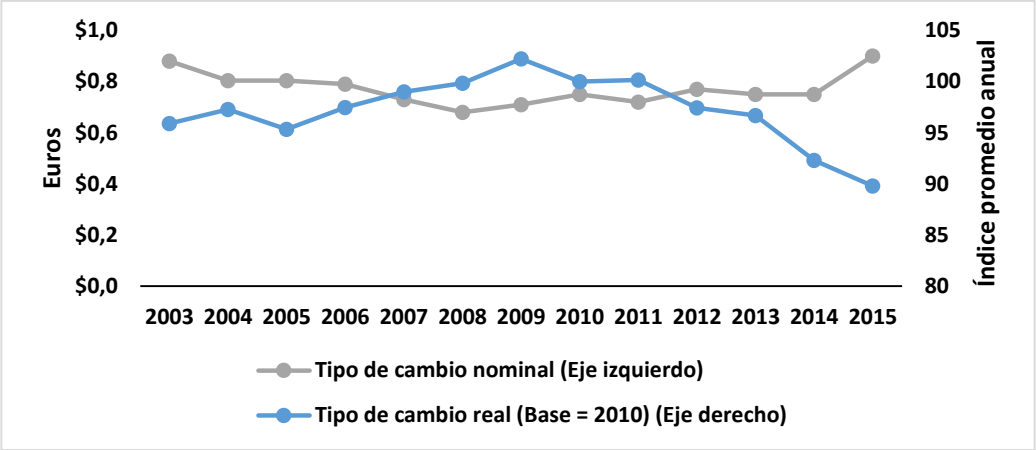
Esta tendencia decreciente ocurrió debido a un Euro fortalecido, precios internacionales del petróleo más débiles, y una moderación de los precios de alimentos debido a condiciones climáticas favorables. En el período inflacionario, la inflación y el crecimiento de los costos laborales superaron a los de los socios comerciales y erosionaron la competitividad. En este sentido, tal como se observa en la Figura 103, el Tipo de Cambio Real Efectivo presentó un incremento desde 2005 hasta 2009. Cuando la inflación empezó a descender y se ubicó en territorio negativo, manteniendo un diferencial de inflación cada vez mayor con la zona del Euro, comenzó a reducirse el grado de sobrevaloración del Tipo de Cambio Real Efectivo y los precios relativos entre sectores transables y no transables se ajustaron.

Figura 102: Evolución de la Inflación en Grecia (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ELSTAT

Figura 103: Evolución del TCR y TCN en Grecia (2003-2015)

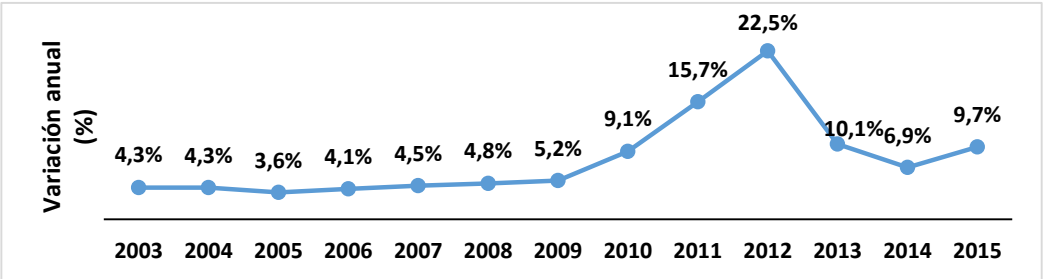


Fuente: Elaboración propia en base a datos de ELSTAT y Banco Central Europeo

En lo que respecta a la tasa de interés, es pertinente abordar la evolución de los tipos de interés a largo plazo. Este indicador se refiere a los bonos del Estado con vencimiento a diez años. En este sentido, las tasas de interés a largo plazo son generalmente promedios de las tasas diarias, medidas como porcentaje. Tal como se desprende de la Figura 104, las tasas de interés a largo plazo fluctuaron en un rango del 3,6 al 4,8%, hasta 2008. Este comportamiento se vio influenciado por la entrada de Grecia a la zona del Euro, y puede decirse que las tasas de interés a largo plazo presentaron valores bajos durante este período, comparados con un rango de 5 a 6,5% en el que se encontraban el año anterior a la entrada en la zona del euro. Tal como se expresó anteriormente, el entorno de tipos de interés bajos contribuyó a tasas de crecimiento del PBI sólidas.

Sin embargo, el contexto de desequilibrios fiscales y externos no fue sostenible y los tipos de interés de largo plazo empezaron a crecer. Algunos autores como Gibson, Hall y Tavlas (2012) sostienen que los bajos niveles de las tasas de interés de largo plazo durante 2001-2008 indicaron que los mercados financieros prestaron poca atención a la insostenibilidad de los desequilibrios fiscales y externos durante ese período. A partir de 2009, como consecuencia de factores externos e internos, la tasa de interés de largo plazo comenzó su tendencia ascendente, llegando al pico de 22,5% en 2012, lo que demostró la falta de confianza que sufría el país por parte de los mercados financieros.

Figura 104: Evolución de la Tasa de Interés a largo plazo de Grecia (2003-2015)



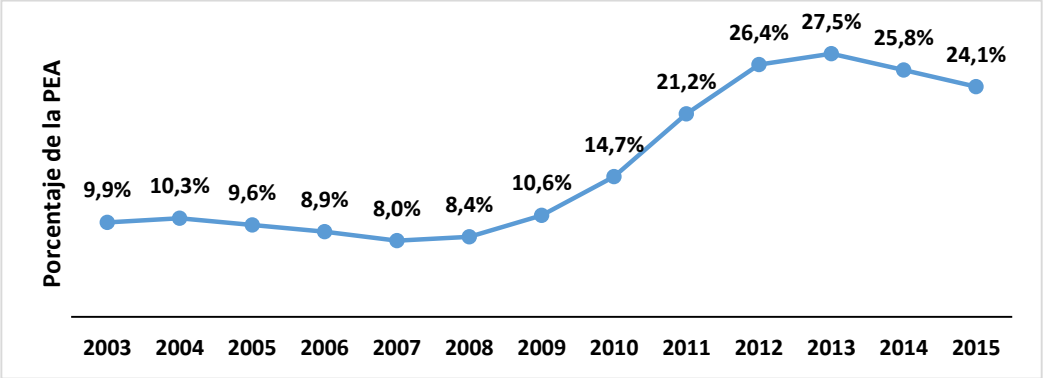
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central Europeo

Al analizar el mercado laboral griego, hay que mencionar que producto de la política fiscal expansiva, el país atravesó un período de aumentos salariales, ganancias en el empleo y una caída de la tasa de desempleo. Tal como se observa en la Figura 105, el desempleo presentó una tendencia decreciente, hasta 2007. Para lograr esta dinámica, fue fundamental la desregulación de los mercados financieros que impulsaron aumentos en el crédito al consumo y de la rentabilidad. A partir de 2008, se revirtió la tendencia decreciente para crecer significativamente hasta 2013. Las consecuencias de la crisis financiera internacional, sumadas a la crisis interna y las medidas adoptadas para corregir los desequilibrios presentes en la economía, desembocaron en una tasa de desempleo del 27,5% en 2013. Por su parte, la informalidad laboral superó el 50% en 2012.

En el mismo sentido, el salario real tuvo un crecimiento durante los años de auge económico del país. Como se desprende de la Figura 106, hasta 2006, el salario superó a la inflación, lo que incrementó el poder de compra de los asalariados y dinamizó el consumo. Las autoridades griegas decidieron llevar a cabo una política de contención de los aumentos en los salarios básicos de los empleados públicos. Sin embargo, hasta 2007, los aumentos salariales en el sector privado han sido grandes y con frecuencia superaron el crecimiento de la productividad. El desempeño de los salarios reales desde 2009 fue marcadamente decreciente, erosionando el poder de compra de los asalariados y por consiguiente el consumo.

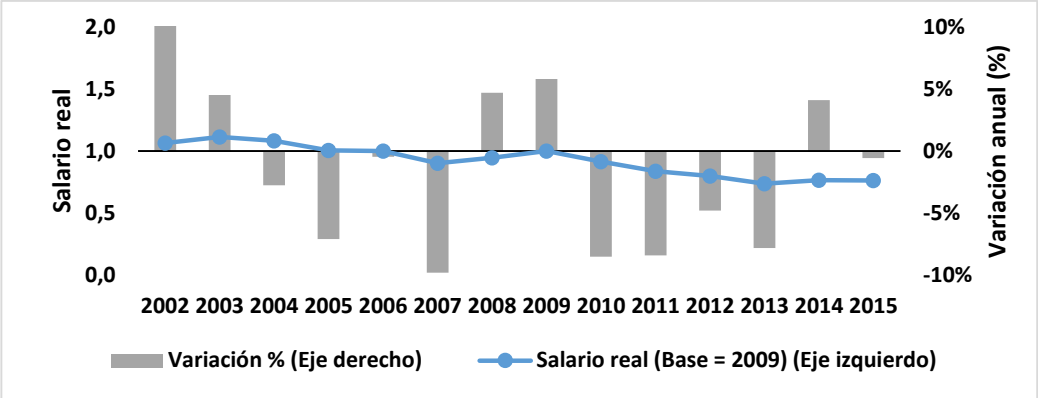
Para las autoridades griegas la flexibilidad laboral fue un desafío importante durante el período analizado. La búsqueda de mejorar el entorno empresarial fue permanente. Para esto se aplicaron incentivos económicos y se fortaleció el marco institucional. Sin embargo, Grecia tuvo un mal desempeño en la facilidad para hacer negocios. De hecho, el país descendió constantemente en el Índice de Libertades Económicas publicado por el Instituto Fraser. En 2000, se ubicaba en el puesto 35, en 2005 pasó al puesto 44, en 2010 al 63 y en 2015 al 97.

Figura 105: Evolución de la Tasa de Desempleo en Grecia (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ELSTAT

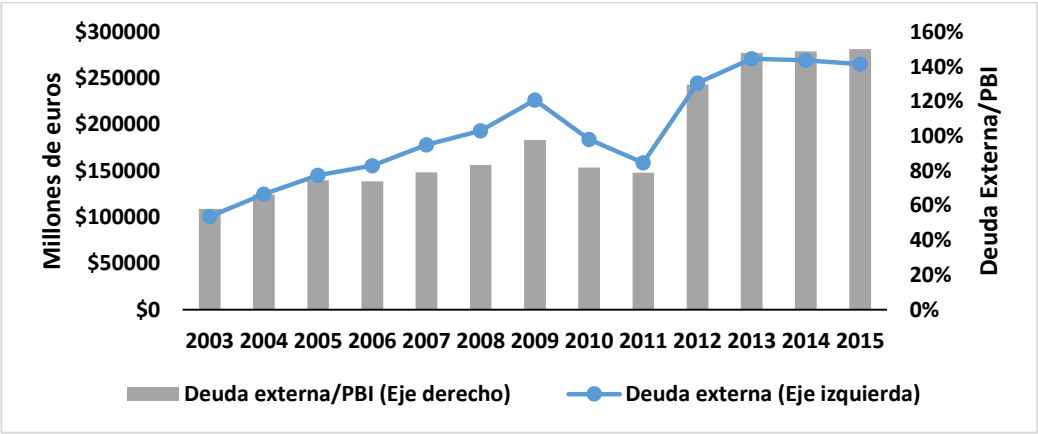
Figura 106: Evolución del Salario Real en Grecia (2002-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ELSTAT y OIT

La relación deuda externa/PBI del gobierno central mostró una tendencia ascendente, hasta 2009 (Figura 107). Como puede observarse, el proceso de endeudamiento externo experimentó un marcado crecimiento, pasando de 100 mil millones a 226 mil millones de euros. Por su parte, la relación deuda externa/PBI presentó un moderado incremento en los períodos de crecimiento sostenido de la economía, mientras que, en el período de desaceleración económica, la relación mencionada aumentó considerablemente. En 2010-2011, producto de la recesión y de las medidas implementadas para corregir los desequilibrios, la deuda externa descendió y el mismo destino tuvo la relación deuda externa/PBI, que se ubicó en torno al 80%. Sin embargo, a partir de 2012, el proceso de endeudamiento volvió a acelerarse y desencadenó un aumento de la relación deuda externa/PBI que presentó niveles de 150%.

Figura 107: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central de Grecia (2003-2013)

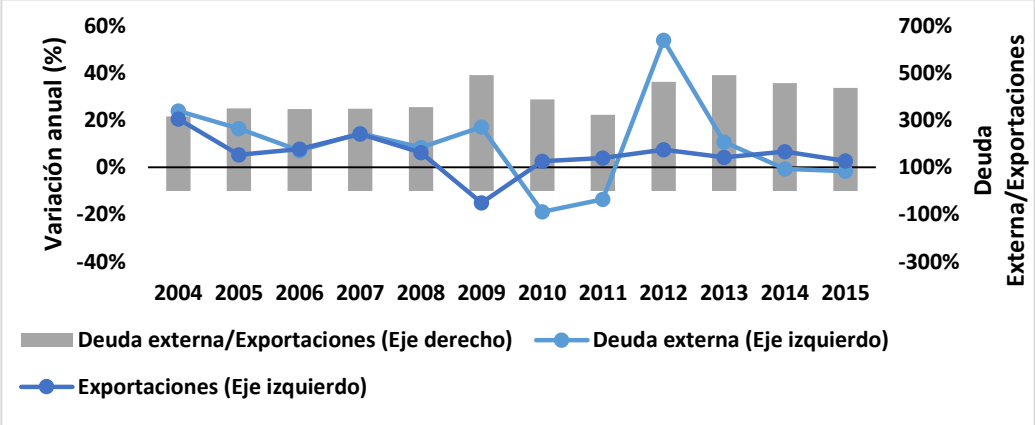


Fuente: Elaboración propia en base a datos de ELSTAT

Por su parte, la relación deuda externa/exportaciones presentó una tendencia constante hasta 2008, ubicándose en torno a 350% (Figura 108). Esta dinámica fue producto de trayectorias de crecimiento similares de la deuda externa y de las exportaciones. En 2009, debido a la profunda caída de las exportaciones (15%) y al aumento de la deuda externa, la relación deuda externa/exportaciones se consolidó en 490%. Al igual que la relación deuda externa/PBI, en 2010-2011 la relación analizada

disminuyó hasta llegar a 320%. A partir de 2012, se visualizó una tendencia creciente en la relación, finalizando la serie en 430%.

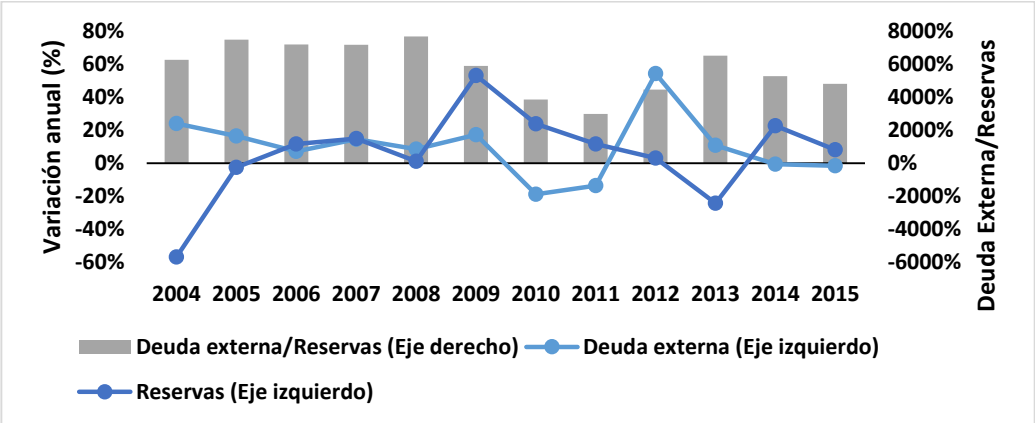
Figura 108: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Exportaciones en Grecia (2004-2013)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ELSTAT

Finalmente, la relación deuda externa/reservas internacionales (Figura 109) presentó una tendencia ascendente hasta 2008. A diferencia de las dos relaciones analizadas anteriormente, en este caso a partir de 2009 hasta 2011 se presentó una disminución debido al crecimiento de las reservas, fundamentalmente, por los acuerdos con organismos supranacionales. No obstante, como puede notarse, la relación deuda externa/reservas presentó niveles peligrosos, llegando al 7660%[44] en 2008 y demostrando las escasas reservas con las que contó el país comparadas con el nivel de endeudamiento. Al finalizar la serie (2015), la relación se situó en 4780%.

Figura 109: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Reservas en Grecia (2004-2013)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ELSTAT

[44] Esta suma surge del cociente entre la deuda externa de la administración central de Grecia (193.185 millones de euros) y las reservas internacionales (2.521 millones de euros)

En términos generales, la caída de confianza de los inversores en Grecia, comenzó en diciembre de 2009, cuando las agencias de calificación crediticia rebajaron la calificación soberana del país[45]. El paso siguiente para socavar la confianza de los inversores, se dio en abril de 2010, antes del acuerdo entre Grecia y la *troika*. Reforzando la caída de la confianza, el rendimiento de los bonos del gobierno griego por dos años, aumentó del 4,5% en marzo a más del 18% a principios de mayo, reflejando la prima de riesgo ascendente. Una vez que se concretó el acuerdo, dicho rendimiento cayó a 7% debido al paquete de financiamiento y a la noticia de que el Banco Central Europeo compraría deuda de fondos privados y públicos en el mayor intento por poner fin a la crisis griega, en particular, y la crisis europea, en general. Esto dio nacimiento al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, el mecanismo de rescate de la región, con un capital inicial de 440 mil millones de euros (Porzecanski, 2012).

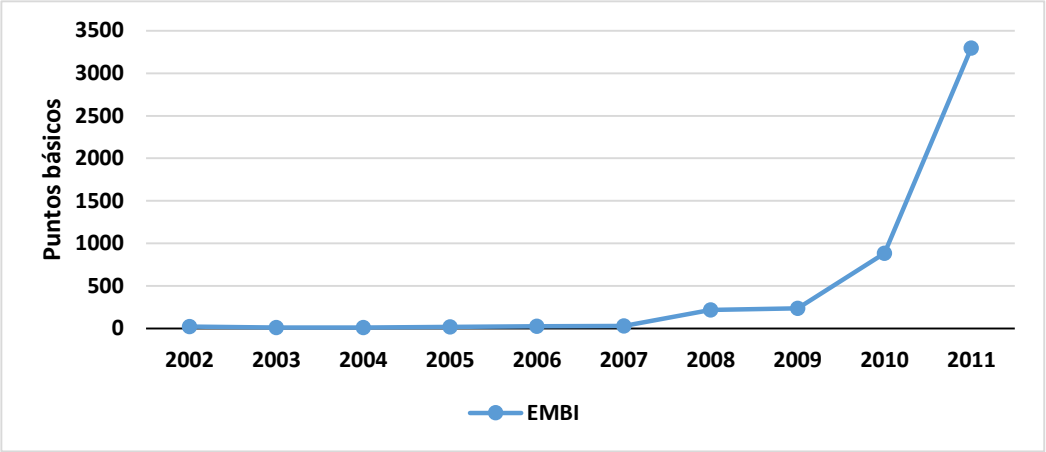
Lo que resultó ser la destrucción completa de la confianza de los tenedores comenzó en octubre de 2010 cuando la canciller alemana Angela Merkel y el presidente francés en ese momento, Nicolas Sarkozy, se reunieron y acordaron que los inversores privados debían contribuir al rescate soberano europeo. Esta demanda se interpretó en el sentido de que los bonistas tenían que aceptar modificaciones adversas a las condiciones ya establecidas en sus contratos de bonos. Las agencias de calificación crediticia continuaron rebajando la condición de la deuda griega (Porzecanski, 2012).

En junio de 2011, el gobierno alemán propuso ampliar siete años los vencimientos de los bonos griegos. Inmediatamente, Standars and Poor's rebajó la calificación de Grecia a CCC argumentando que el riesgo de *default* había aumentado considerablemente. Para ese entonces, estaba claro que el programa de rescate financiero había sido un fracaso. En el momento de la cuarta revisión del programa, el FMI indicó que el país no estuvo ni cerca de recuperar el acceso a los mercados internacionales, ni lo recuperaría para 2012, como se había previsto. A su vez, el Fondo estimó que se necesitaría una financiación adicional de 70 mil millones de euros hasta mediados de 2013, o de 104 mil millones de euros si el acceso a los mercados internaciones no se dispondría hasta mediados de 2014.

Se visualizaba que desde 2009 la economía se encontraba en recesión, y la tendencia era a acelerar este proceso. El desempleo se ubicaba por encima del 20% y más de 110 mil empresas se declararon en quiebra. Al mismo tiempo, el prolongado debate público en Europa sobre la condición griega, fomentó una fuga de depósitos bancarios y también una disminución del valor de la garantía griega con el Banco Central Europeo, lo que exigió que los bancos ofrecieran garantías adicionales cuando menos podían permitírselo. Esta dificultad bancaria, fomentó una contracción del crédito y agravó la recesión cada vez más, lo que desencadenó el crecimiento de la ratio Deuda pública/PBI, que alcanzó el 162,8% del PBI en 2011 (Drager,2012; Porzecanski, 2012; FMI, 2013b). Como puede observarse en la Figura 110, esta situación se reflejó en el riesgo país, el cual se mantuvo en niveles bajos hasta 2009 y a partir de allí se incrementó hasta llegar a 3294 puntos básicos en 2011.

[45] Fitch y Standars and Poor's rebajaron de A- a BBB+ y Moody's de A1 a A2, todas con perspectivas negativas.

Figura 110: Evolución del Riesgo País en Grecia (2002-2011)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de JP Morgan

4.2 Reestructuración de la deuda

En Europa, la disminución de la confianza sobre la determinación de las autoridades griegas para implementar el programa acordado, generó renuencia a brindar más apoyo financiero y puso en consideración la opción de participación del sector privado. Los líderes de la *troika* se reunieron el 21 de julio de 2011, y acordaron seguir apoyando el programa de las autoridades griegas siempre y cuando se cumplieran una serie de medidas mediante una combinación de un canje voluntario de la deuda, denominado "Participación del Sector Privado" (PSI), y una nueva financiación para superar el retraso en el acceso a los mercados internacionales. El acuerdo voluntario de la deuda, solicitaba una reducción del 21% en el VAN de la deuda griega, que se lograría a través de un menú de opciones que involucraban canje por bonos a la par o con descuento. Sin embargo, el acuerdo no reduciría las cargas de deuda del país, por lo que no fue llevado a cabo. En este sentido, se vislumbraba con claridad la necesidad de un nuevo acuerdo (Xafa, 2014).

El nuevo acuerdo comenzó a negociarse luego de que las autoridades de la *troika* empezaron a demandar que los acreedores acuerden un nuevo plan que implique la condonación de al menos la mitad de lo que se adeudaba, con cupones rebajados y sin respaldo. Se argumentó que dada la disminución de los precios de los bonos griegos[46], los términos originales eran demasiado generosos para los tenedores de bonos. Luego de varios meses de negociaciones, se acordó un nuevo plan de alivio de la deuda el 21 de febrero de 2012. Este nuevo acuerdo, tenía como objetivo una combinación de participación del sector privado y oficial que restaure la competitividad y brinde suficiente alivio de la deuda para colocar la deuda en una trayectoria que alcance el 120% del PBI para 2020. Adicionalmente, el paquete suponía que Grecia

[46] Los bonos habían caído a 36% del valor nominal, mientras que en julio cuando se forjó el acuerdo, estaban en el 75% del valor nominal (Porzecanski, 2012).

volvería a los mercados financieros internacionales en 2015, y que el dinero proporcionado por la *troika* sería suficiente para financiar el país hasta entonces.

En términos específicos, en contraste con la propuesta de julio que ofrecía un menú de opciones, el acuerdo incluía una única oferta sujeta a una aceptación del 90% para lograr los efectos deseados, la cual consistía en una condonación de los tenedores del 53,5% del capital adeudado en virtud de las 135 series de bonos, mientras que del 46,5% restante del capital, se intercambiaría 31,5% por bonos griegos nuevos de bajo cupón, y 15% por "una mejora crediticia" a través de pagarés con calificación AAA a dos años, emitidos por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. Esta "mejora crediticia" fue la contribución oficial al acuerdo, proporcionada a través de un préstamo de 30 mil millones de euros a Grecia en condiciones favorables, en virtud de un acuerdo entre el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y Grecia. Como un incentivo adicional, se ofreció a los tenedores de bonos, una garantía de sus instrumentos materializada en una indexación al PBI[47] y pagos anuales con un tope del 1% del valor nominal nuevo. De esta manera, se emitieron 20 nuevos bonos bajo ley inglesa, con vencimientos desde 2023 a 2042, y un cupón de aumentos del 2% hasta 2015, de 3% hasta 2020 y de 4,3% desde entonces hasta el vencimiento (Dreger, 2012; Porzecanski, 2012; Xafa, 2014).

En primer término, no fueron suficientes los incentivos para atraer la participación voluntaria del 90% de los acreedores. El 85,8% de los tenedores de bonos regidos por la ley griega, y el 69% de los tenedores de bonos de derecho extranjero participaron del acuerdo, lo que ubicó al acuerdo por debajo del umbral de 90%. Ante esta situación, el gobierno griego activó las CAC, que habían sido adaptadas por una ley del Parlamento griego, a los bonos emitidos bajo ley griega, aumentando la participación de los tenedores de estos bonos al 100%. En cuanto a los bonos bajo ley extranjera, se aplicaron las CAC por separado a cada serie de bonos, y por lo general, requirieron una mayoría del 75% para aprobar los nuevos términos. De esta manera, se llevó a cabo el canje ya que se alcanzó un 97% (superando el umbral de 90%) para todos los bonos elegibles para reestructurar (Xafa, 2014).

El alivio de la deuda resultante fue de 106 mil millones de euros, lo que representaba 54% del PBI griego en ese momento o el 52% de la deuda admisible para reestructurar. Se estimó que las pérdidas del VAN para los inversores en su mayoría se encontraban en torno al 70 y 75%, dependiendo de la tasa de descuento utilizada (9 o 12%). Al mismo tiempo, el nuevo acuerdo generó 68 mil millones de pérdida para los bancos griegos, que poseían alrededor de un tercio de los bonos reestructurados, y que tendrían que ser recapitalizados. Otra de las consecuencias del acuerdo, tuvo que ver con la apertura del segundo paquete de rescate de la Unión Europea/FMI de 130 mil millones de euros para Grecia, de los cuales 30 mil millones fue la contribución oficial por la "mejora crediticia". Se reservaron 50 mil millones del nuevo paquete para recapitalizar los bancos griegos, ya que la reestructuración deterioró el valor de sus activos,

[47] Xafa (2014) indica que un bono indexado al PBI es un bono de tasa flotante con un cupón vinculado al desempeño del PBI del país, medido en términos reales. Esta indexación justifica frenar el carácter procíclico del gasto público al reducir los pagos del servicio de la deuda en épocas de crecimiento lento.

lo que se sumó a las tensiones generadas por los retiros de los depósitos y las pérdidas crediticias a medida que se profundizaba la recesión. De esta manera, los depósitos bancarios estaban protegidos y también lo estaban todos los acreedores no garantizados de los bancos griegos (Porzecanski, 2012; Xafa, 2014).

Esto significó que, tal como lo expresa Porzecanski (2012), "*… los (acreedores) que habían comprado bonos emitidos por bancos griegos obtuvieron mejores resultados que los que compraron bonos soberanos, lo contrario del resultado habitual*" (p. 13).

A fines de 2012, la deuda griega representaba un 157% del PBI, cifra considerada alta, ya que el país dependía en gran medida de los préstamos oficiales para pagar su deuda y recapitalizar sus bancos mientras el PBI se contraía. Los pagos de interés cayeron drásticamente debido a que los nuevos bonos tenían cupones bajos y se ofrecía financiamiento oficial en condiciones favorables. Específicamente, después del acuerdo la carga general de intereses en el período 2012-2014 se redujo a aproximadamente el 6,5% del PBI al año, de los cuales 0,6% del PBI se destinó al servicio de los nuevos bonos. Para el período 2015-2019, el cupón de interés de los nuevos bonos implicaba un aumento adicional de 0,8% del PBI, y de 1,5% a partir de entonces hasta el vencimiento. Además del alivio de deuda obtenido, los derechos legales de los acreedores también redujeron la posibilidad de un incumplimiento futuro. La emisión de los nuevos bonos bajo ley inglesa significaba que no podían redenominarse los instrumentos ni reestructurarse fácilmente (Xafa, 2013).

El gobierno griego tomó la decisión de reembolsar en su totalidad a los *holdouts* para evitar un litigio judicial. La falta de pago hubiese activado cláusulas de incumplimiento cruzado, que requerían el pago inmediato de la cantidad total pendiente en caso de que se pierda el pago de otra obligación. Ante esto, las autoridades griegas no quisieron correr el riesgo de que los acreedores pudieran apoderarse de los activos griegos en el extranjero por los reclamos del 3% de la deuda elegible para reestructurar (Xafa, 2014).

Dado que los nuevos bonos no estaban garantizados, los inversores seguían manteniendo el riesgo crediticio si se aferraban a tenerlos en sus carteras de inversión. La baja calificación crediticia de Grecia, que dificultó que los fondos de pensiones y otros inversores institucionales mantuvieran los nuevos bonos, provocó un cambio en la base de los inversores de los bonos griegos que empujó su precio muy por debajo de la par. En este sentido, la demanda de los fondos de cobertura fue insuficiente para contrarrestar la venta masiva de los inversores institucionales, por lo que los nuevos bonos cayeron hasta un rango de negociación de 19 a 24 centavos, cerca de los niveles en los que se negociaban los bonos antiguos.

Este resultado fue inusual, ya que en la mayoría de los canjes de deuda los nuevos bonos se negocian a la par, o a precios por encima de los bonos antiguos, teniendo en cuenta la disminución de la carga de la deuda. En cambio, en Grecia el mercado descontó la posibilidad de un nuevo incumplimiento, con un valor de recuperación bajo. A su vez, en el mercado se observaba una preocupación sobre la salida

de Grecia de la Eurozona, lo que provocó una nueva caída en los precios de los bonos. En este contexto, eran fundamentales las elecciones de mayo de 2012 para conocer el rumbo del país.

El resultado de las elecciones determinó la formación de un gobierno de coalición tripartito de derecha e izquierda, cuyo mandato constaba de la implementación de políticas necesarias para mantener a Grecia en la Eurozona. Sin embargo, las negociaciones para alcanzar un acuerdo se prolongaron y la incertidumbre persistió. Los retrasos en la implementación y la recesión cada vez más profunda, desviaron la atención del programa acordado con la *troika*. El superávit primario de 4,5% necesario para asegurar la sostenibilidad de la deuda se retrasó hasta 2016. Ante esta situación, a finales de noviembre el Eurogrupo[48] decidió implementar un plan de recompra de deuda y ofreció alivio de la deuda a Grecia. Este alivio se proporcionó posponiendo los pagos de intereses adeudados al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, reduciendo el margen de interés de los bonos con respecto al Euribor de 150 pb a 50 pb, difiriendo los intereses del préstamo del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera en una década, ampliando los vencimientos de dicho préstamo, y traspasando a Grecia los ingresos de la cartera del Banco Central Europeo desde 2013. El Eurogrupo se comprometió a proporcionar un alivio adicional, si fuera necesario, para garantizar la sostenibilidad de la deuda luego de que Grecia alcance un superávit primario (Xafa, 2014).

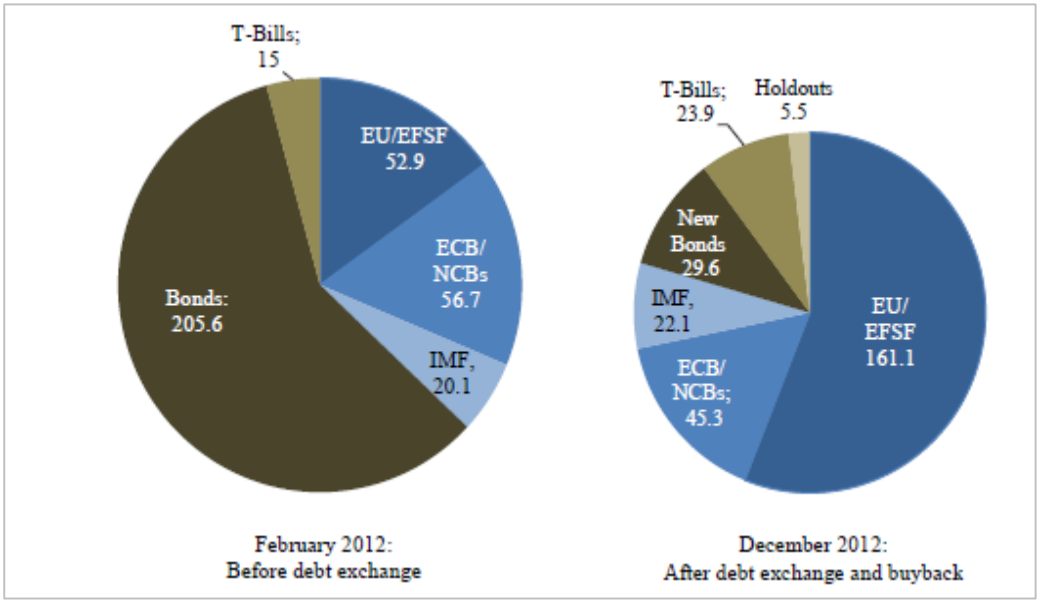
Los resultados de la recompra de la deuda, fueron insuficientes para alcanzar el objetivo original de obtener un stock de deuda de 120% del PBI para 2020. El plan de recompra redujo la relación Deuda/PBI un 10,8%, acercándola al objetivo de 120% para 2020, pero aún por encima de él. Específicamente, poco más de la mitad de los 62 mil millones de bonos nuevos pendientes, se licitaron en una subasta el 11 de diciembre de 2012, a cambio de 11,3 mil millones de euros en pagarés del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera a seis meses. Aunque esta operación de recompra fue voluntaria (no se invocaron las CAC), se pidió a los bancos griegos que ofrezcan todas sus tenencias de los nuevos bonos para ayudar a lograr el objetivo de reducción de la deuda (Xafa, 2014).

La Figura 111 muestra el cambio en la composición de la soberana griega luego del canje y la recompra. Como puede notarse, la composición antes y después del proceso de reestructuración, sufrió significativas modificaciones. La deuda privada, representada por los bonos (Bonds) y las letras del Tesoro (T-Bills) comprendía el 63% (220,6 mil millones de euros) del total antes del acuerdo, mientras que posteriormente al mismo, comprendía el 18% (53,5 mil millones de euros) del total. La deuda referida al Banco Central Europeo y a los Bancos Centrales Nacionales de la zona euro (ECB/NCBs) se mantuvo en el 16% (56,7 mil millones de euros) del total en ambos momentos, pese a haber disminuido su cuantía de 56,7 mil millones a 45,3 mil millones. En lo que respecta a los préstamos de la Unión Europea y al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EU/EFSF) el aumento fue considerable, ya que pasó de 52,9 mil millones (15% del total) a 161,1 mil millones (56% del total). Por su parte, la deuda con el Fondo Monetario

[48] Expresión utilizada para referirse a la *troika*.

Internacional (IMF) pasó de ser de 20,1 mil millones (6% del total) a 22,1 mil millones (8% del total). Finalmente, tal como se expresó anteriormente, el acuerdo dejó un porcentaje de *Holdouts*, que, con una cuantía de 5,5 mil millones de euros, representaron el 2% del total de la deuda soberana luego del acuerdo. Sin embargo, esta suma se saldó rápidamente.

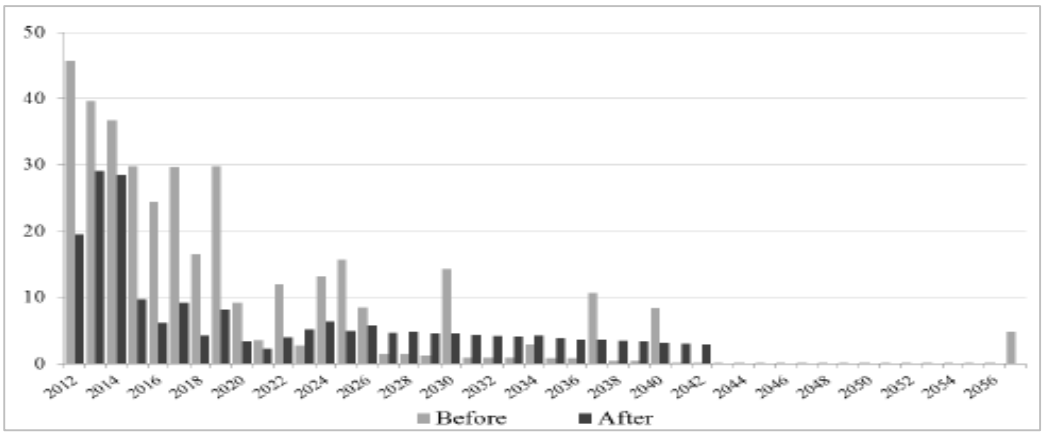
Figura 111: Composición de la deuda externa de Grecia antes y después del canje (mil millones de euros)



Fuente: Xafa 2014

La reestructuración de la deuda soberana griega fue un paso inevitable, debido a la insolvencia del país sin acceso a los mercados financieros internacionales y las perspectivas de aumento de la deuda en el futuro. Los resultados de la reestructuración dieron respiro al país (Figura 112), mientras que el financiamiento otorgado por el FMI y la Comisión Europea, proporcionaron el tiempo necesario para recuperarse. Sin embargo, la reestructuración por sí sola no resolvió la causa fundamental de los problemas griegos, como lo fueron la incapacidad para mantener el equilibrio primario, la falta de competitividad y las ineficiencias regulatorias. En este sentido, reducir la carga de la deuda no resolvió los problemas griegos, ya que los déficits presupuestarios y de cuenta corriente continuaron acumulándose. Grecia lograría la sostenibilidad de la deuda a mediano plazo a través del crecimiento. En este sentido, Dreger (2012) expresa que se requieren reformas estructurales y de crecimiento que aumenten la competitividad de las exportaciones griegas, ayuden a atraer inversión extranjera y flexibilicen el mercado laboral. El segundo programa acordado entre la *troika* y Grecia, dio prioridad a estas reformas (Dreger, 2012).

Figura 112: Perfil de vencimientos pre y post canje (mil millones de euros)



Fuente: Xafa 2014

4.3 Rol de la *troika*

Desde una perspectiva sistémica, los problemas de Grecia eran aparentemente pequeños, ya que el país representaba aproximadamente el 2% del PBI de la Eurozona. Sin embargo, la inestabilidad provocada por dichos problemas fue mayor de lo que se percibía inicialmente y requirió un apoyo internacional para contenerla. Este apoyo fue materializado en la asistencia financiera condicional acordada con la *troika*, lo que refleja la importancia que tuvieron los organismos que forman parte de este grupo para la reestructuración de la deuda griega (Moschella, 2016).

En concreto, se llevaron a cabo tres programas de asistencia, uno en mayo de 2010, otro en marzo de 2012 y el tercero en agosto de 2015. En el primero de ellos, el Eurogrupo acordó proporcionar préstamos bilaterales de 110 mil millones de euros financiados por la Comisión Europea (80 mil millones) y por el Fondo Monetario Internacional (30 mil millones). El otro integrante de la *troika*, el Banco Central Europeo, brindó el apoyo necesario a Grecia. Puntualmente, cuando la deuda griega bajó su calificación crediticia, el Banco Central Europeo relajó sus reglas de garantía para que los instrumentos de deuda del gobierno griego siguieran siendo elegibles como garantía para la financiación del Banco Central (Moschella, 2016).

La estrategia de ajuste del programa de asistencia, se basó en dos ejes principales: la política fiscal y las reformas estructurales. El ajuste de la política monetaria, aplicado tradicionalmente en otras crisis financieras, se excluía del programa debido a que en la Unión Europea es competencia del Banco Central Europeo y se consideró una cuestión no negociable con los demás miembros de la *troika*. A su vez, se descartó la posibilidad de una devaluación y la reestructuración de la deuda, en un principio, no se veía como solución. De hecho, los miembros europeos consideraban que la reestructuración no reduciría la necesidad de un ajuste fiscal y que sus costos políticos y económicos serían mayores que los incurridos bajo una estrategia únicamente de ajuste fiscal (Moschella, 2016).

Para lograr la consolidación fiscal, el programa preveía una reducción sustancial del gasto público y un aumento de los ingresos públicos. Se esperaba que el esfuerzo fiscal depositara el déficit fiscal por debajo del 3% del PBI para 2014, colocando la relación Deuda-PBI en una senda descendente a partir de 2013. En cuanto a las reformas estructurales, se tomaron medidas para liberalizar los mercados de productos, servicios y trabajo, impulsando la competitividad y las exportaciones. Otra de las cuestiones abordadas por el programa, tuvo que ver con salvaguardar la estabilidad del sector financiero, aumentando la red de seguridad de los bancos para abordar las presiones de solvencia (Moschella, 2016).

Contrariamente a las creencias iniciales, la estrategia llevada a cabo en el primer programa de asistencia fue considerada un fracaso. La recesión, el déficit fiscal, la relación Deuda-PBI, y las demás variables que se habían propuesto mejorar, mostraron un desempeño peor que el estimado. Varios factores contribuyeron al mal desempeño del primer programa, incluidos los acontecimientos económicos y políticos externos, y las fallas en la gestión económica griega (Moschella, 2016). El Fondo Monetario Internacional, tal como se expresa en el Reporte de Evaluación de 2016, consideró que la decisión de no buscar una reestructuración preventiva de la deuda dejó sin abordar los problemas sobre la sostenibilidad de la deuda. Además, magnificó el ajuste fiscal requerido y contribuyó a una gran contracción de la producción y la consiguiente pérdida de apoyo público al programa (FMI, 2017b).

Específicamente, en la evaluación ex post del FMI del programa, la institución indicó que, *"…no abordar el problema de la deuda decididamente desde el principio, creó incertidumbre sobre la capacidad de la Eurozona para resolver la crisis y probablemente agravó la contracción de la producción. Una reestructuración inicial de la deuda habría sido mejor para Grecia, aunque esto no fue aceptable para los socios del euro"* (FMI, 2013b, p.29). Estaba de manifiesto que las tres instituciones de la *troika* tenían puntos de vista diferentes sobre como devolver la deuda griega a un camino sostenible.

El Fondo Monetario Internacional se preocupó cada vez más acerca de las necesidades financieras de Grecia, recomendando a los Estados miembros de la Eurozona que reestructuraran la deuda involucrando al sector privado y aceptando pérdidas en los préstamos de rescate oficiales. Tanto el Banco Central Europeo como la Comisión Europea, en calidad de representante de los Estados miembros de la Eurozona se opusieron, en un principio, a la reestructuración de la deuda por los riesgos que entrañaban para la estabilidad institucional de la unión monetaria. El Banco Central Europeo fue el principal opositor de la reestructuración de la deuda, el motivo de esto se debió a la preocupación por los riesgos de contagio en la Eurozona. Este contagio era peligroso, desde la perspectiva del Banco Central, porque aumentó la presión sobre la autoridad monetaria para actuar por encima de sus límites de mandato. La institución habría estado bajo presión para tomar medidas correctivas, incluyendo la prohibición de financiamiento monetario. Este riesgo era mayor debido a que el Banco Central había comprado bonos griegos por debajo del valor nominal como parte del Programa del Mercado de Valores.

La Comisión Europea, coincidió con las consideraciones del Banco Central Europeo. Sobre todo, compartió con el Banco la opinión de que la reestructuración desencadenaría graves riesgos de contagio en toda la Eurozona. La Comisión temía que el contagio del mercado empujara a Grecia fuera de la Eurozona, con consecuencias difíciles para la estructura europea. El punto común entre los organismos de la *troika* era abordar en primer término la cuestión del déficit fiscal a corto plazo, y luego preocuparse acerca de cómo resolver el problema de la deuda.

Luego del fracaso del primer programa de asistencia, se extendieron las dificultades financieras desde Grecia a otros países, lo que llevó a que las instituciones de la Unión Europea se vieran obligadas a modificar su estrategia acordando un nuevo programa en marzo de 2012. Se creó el Fondo de Estabilidad Financiera cuyo objetivo era salvaguardar la estabilidad financiera en Europa. Fue importante la creación de este organismo para la reestructuración de la deuda, ya que luego de este suceso, el Banco Central Europeo y la Comisión Europea comenzaron a considerar posible dicha reestructuración porque los recursos del Fondo de Estabilidad Financiera garantizaban financiamiento para evitar el contagio financiero y era un escudo contra los riesgos políticos de la Eurozona. Puntualmente, los estados miembros de la zona del euro, comprometieron más de 144.700 millones de euros hasta finales de 2014, y el FMI aportó un préstamo de 28.000 millones de euros a cuatro años (Moschella, 2016).

En el caso de este segundo paquete de asistencia, la estrategia económica incorporó la mayoría de las preferencias de política del FMI, incluyendo una política fiscal más indulgente y la reestructuración de la deuda. No obstante, varios aspectos demuestran las dificultades que llevaron adelante los organismos formadores de la *troika* en la crisis griega. En primer lugar, el FMI no permite que el uso de sus recursos este sujeto a las reglas y decisiones de otras organizaciones. Por lo tanto, el FMI no puede desembolsar fondos a condición de que otra organización juzgue que el prestatario ha cumplido su condición. En segundo lugar, no había una delimitación clara de responsabilidades entre el FMI y sus socios europeos, lo que generaba una superposición de competencias. En tercer lugar, las instituciones de la *troika* no unificaron sus marcos analíticos o sus enfoques de condicionalidad estructural. Esta diferencia se notaba en cuanto a la medición de los criterios de desempeño fiscal. En cuarto lugar, la colaboración requería que compartan información confidencial para que el arreglo funcione, lo que no fue aceptado por ningún miembro. Finalmente, el FMI interactuó con otras autoridades europeas, fuera del espacio de la *troika*, lo que no fue visto de manera favorable dando espacio a malentendidos (FMI, 2017b).

Hay que tener presente que desde 1996 hasta 2015, Grecia tuvo ocho gobiernos con diferentes ideologías, en las cuales se incluyeron visiones de centro derecha, de centro izquierda, tecnocráticos e independientes. No obstante, ninguno fue capaz de movilizar con éxito el apoyo político necesario para completar los programas acordados con la *troika*, ya que sólo se completaron 10 de las 24 revisiones previstas. La naturaleza variable del sistema de partidos griegos contribuyó a la disminución en las iniciativas de los programas de reformas. Particularmente, hasta 2011, la competición de partidos estuvo

dominada por dos grandes partidos con ideas "pro-europeas"[49], Después de 2011, el país experimentó sucesivamente un gobierno tecnocrático, un gobierno interino, y finalmente, en 2012, el ascenso de una coalición pro austeridad e ideológicamente heterogénea que se enfrentaba a la oposición de las fuerzas radicales de extrema izquierda y derecha, con visiones anti austeridad.

En este contexto de un entorno externo débil, la reversión de las reformas alimentó temores ocasionales de una salida de Grecia de la zona del euro (Grexit), lo que provocó perturbaciones de confianza y prolongó la recesión (como se verá más adelante). Sin embargo, a principios de 2015, se observó un cambio de mando, dando lugar a la coalición anti austeridad de la izquierda (Syriza) y la derecha nacionalista (Griegos Independientes) que contó con Alexis Tsipras como primer ministro. En este caso, la intención expresa de la coalición entrante tuvo que ver con reequilibrar la relación entre Grecia y la Unión Europea (Chryssogelos, 2017).

Durante el verano de 2015, una serie de sucesos hicieron que Grecia entrara en mora en sus pagos al FMI. El 30 de junio de 2015, luego de varios meses de examinar las alternativas, las autoridades griegas solicitaron un nuevo programa de asistencia en el que se indicaba que dicho financiamiento se utilizaría exclusivamente para cumplir con los pagos del servicio de la deuda externa e interna de Grecia. El programa se aprobó en agosto de 2015 en forma de préstamos del Mecanismo Europeo de Estabilidad y del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera por un período de disponibilidad de tres años.

Con respecto a los préstamos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, hay que indicar que inicialmente tenían costos elevados, pero los socios europeos modificaron las condiciones de los préstamos en varias oportunidades. Puntualmente, se recortaron los márgenes de los préstamos, se agregaron períodos de gracia para intereses, y los vencimientos se prolongaron en el tiempo[50].

La asistencia estuvo sujeta a condicionalidad, y cada decisión de desembolso de nuevos fondos estuvo supeditada a una evaluación de cumplimiento. En este sentido, las políticas del programa se basaron en cuatro pilares: i) restaurar la sostenibilidad fiscal, ii) salvaguardar la estabilidad financiera, iii) volver a la senda de crecimiento, competitividad e inversión, y iv) contar con un Estado y una administración pública modernos (Amanatidou et al., 2017 y Almunia, 2020).

Durante el período del tercer programa, la asistencia fue de más de 200.000 millones de euros. Estos fondos fueron canalizados, principalmente, para respaldar la reestructuración y el servicio de la deuda, para reconstruir el sistema bancario y para brindar un apoyo presupuestario con la intención de

[49] Desde 2004 a 2009, el primer ministro fue Kostas Karamanlís, que representaba al partido de centro derecha Nueva Democracia. Desde 2009 a 2011, Yorgos Papandreu fue el primer ministro, representando al partido socialdemócrata PASOK.

[50] Se decidió que el vencimiento medio ponderado máximo, podría alcanzar los 42,5 años para los préstamos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, y 32,5 años para los préstamos del Mecanismo Europeo de Estabilidad.

que el Estado mantenga los servicios públicos. En 2018, Grecia abandonó formalmente el programa de asistencia, luego de cumplir con las revisiones (Almunia, 2020).

En línea con los postulados de Almunia (2020), puede indicarse que asegurar el éxito de los programas fue crucial para reconstituir la confianza en la moneda única. En palabras del autor, "*… la crisis griega demostró que los desequilibrios de cualquier miembro de la unión monetaria, pueden ser de relevancia sistémica cuando otros miembros también han acumulado vulnerabilidades que los dejan expuestos a los shocks"* (p. 131). En este sentido, los riesgos de contagio se presentaron en repetidas ocasiones y se agravaron luego del incumplimiento del programa en 2011. Con lo cual, la implementación del tercer programa de asistencia sirvió como mecanismo para evitar la salida de Grecia y defender los intereses de la Unión Europea.

4.4 Análisis de Sostenibilidad de la Deuda

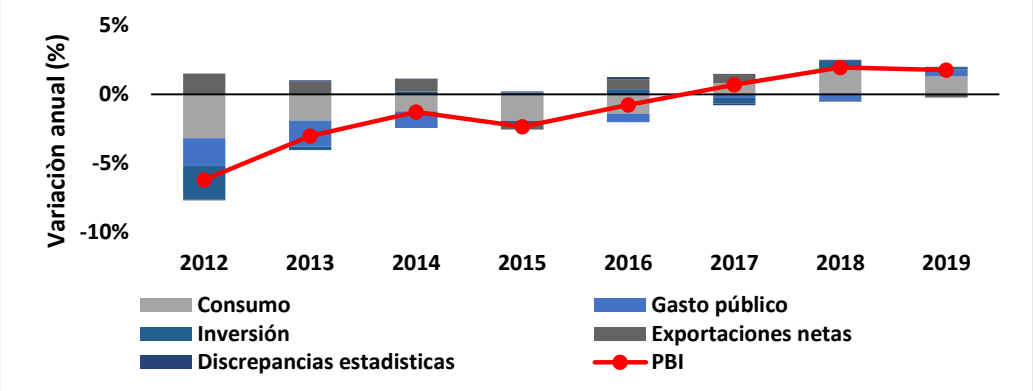
El marco macroeconómico que sustenta el DSA (FMI, 2013b) refleja tanto los importantes obstáculos a los que se enfrentaba la economía griega como los límites de la financiación disponibles al momento posterior a la reestructuración. Se esperaba que la economía continuara cayéndose en 2013 antes de que se produzca una modesta recuperación en 2014. Se proyectaba escasa liquidez, baja confianza y un importante peso fiscal, lo que influiría negativamente para el crecimiento en el corto plazo. Pero se esperaba que la implementación constante del programa acordado con la *troika* mejoraría las condiciones de liquidez y conduciría a una recuperación a partir de 2014 que se aceleraría hasta el 3,5% en 2016. A largo plazo, se proyectaba un crecimiento de 1,75% anual. En cuanto a la trayectoria fiscal, se asumió que se llevaría a cabo un ajuste general del 1,5% del PBI anual, terminando en un superávit de 4,5% en 2016. Se esperaba que el país reciba 22 mil millones de euros por ingresos de privatizaciones.

Asimismo, el tipo de interés descendería de 150 puntos básicos a 50. Para la elaboración del DSA, se tenía en consideración que los estados miembros de la Eurozona prometieron más alivio para garantizar que Grecia alcance un nivel de deuda sustancialmente por debajo de 110% del PBI en 2022, una vez que Grecia alcance un superávit primario anual. Teniendo en cuenta ese alivio, la proyección de deuda alcanza el 113% del PBI en 2022 y se ubica en 80 para 2030. Más precisamente, las proyecciones estimadas mostraron que la deuda se reduciría al 124% del PBI en 2020 y a 113% en 2022, pero se esperaba que la deuda alcance un pico superior a 175% en el corto plazo. Las reducciones constantes en el índice de deuda comenzarían en 2015 y se proyectaba que la relación deuda/PBI caería debajo de 100% en 2026. Por su parte, se esperaba que la deuda externa disminuyera gradualmente. La deuda externa, que en 2012 representaba el 130% del PBI, disminuiría a 75% en 2020. En este sentido, se preveía que la cuenta corriente mejore rápidamente a medida que se reestableciera la competitividad y el aprovechamiento de préstamos a tasas bajas. Las entradas por Inversión Extranjera Directa también serían una fuente importante de financiación.

La economía griega, luego de la reestructuración de la deuda, mostró una desaceleración de la profunda recesión en la que se encontraba en 2012 (Figura 113). Con respecto a esto, el país en 2013 comenzó a mostrar signos de estabilización económica. De hecho, la disminución del PBI se desaceleró a 3% y en 2014 a 1,3%. La excepción de esta tendencia fue el año 2015, donde la recesión aumentó a 2,35% debido fundamentalmente a la caída del consumo y de la inversión. No obstante, la producción comenzó a recuperarse desde mediados de 2016, producto de la reconstitución de la confianza y la inversión, sumado al desempeño positivo del consumo y de las exportaciones. A pesar de estos comportamientos, el consumo del gobierno y las exportaciones netas cayeron, lo que determinó una desaceleración en la recesión del PBI de 0,8%.

Después de un prolongado período de contracción y estancamiento, la economía de Grecia comenzó a crecer nuevamente en 2017. En dicho año, la economía creció moderadamente (0,7%) empujado por la demanda interna, principalmente por la recuperación del consumo privado. En este contexto, se esperaba que la inversión pudiera impulsar un crecimiento superior, ya que se proyectaba un mayor dinamismo gracias a las reformas y ajustes estructurales emprendidos en el marco del programa de apoyo. En 2018, la economía griega creció en torno a 2%, mientras que en 2019 se observó un crecimiento de 1,75%. El consumo privado fue el principal impulsor de este crecimiento, favorecido por el aumento del empleo pese a que el incremento en los salarios reales fue moderado. Las exportaciones también experimentaron un incremento que influyó positivamente en el PBI, debido al desempeño del sector del turismo. La inversión repuntó levemente producto del aumento en el sector de la construcción. Sin embargo, los niveles de inversión con respecto al PBI en 2019 continuaron siendo bajos comparados con los años previos a la crisis[51].

Figura 113: Contribución a la variación del PBI de las principales Cuentas Nacionales de Grecia (2012-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ELSTAT

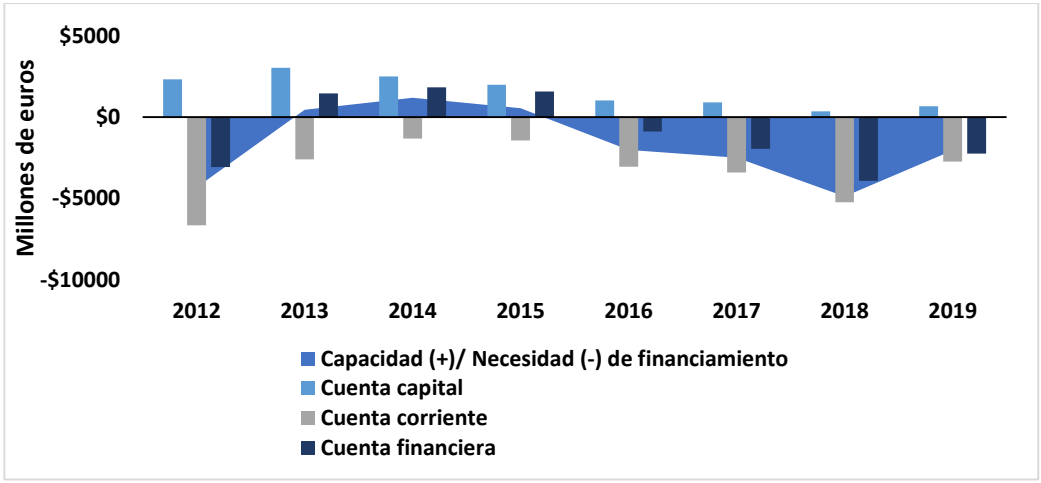
La balanza de pagos en Grecia (Figura 114) mostró una tendencia de desaceleración del déficit en cuenta corriente y financiera, hasta 2015. La cuenta corriente ha mejorado como resultado de una

[51] La inversión representaba alrededor de 25% del PBI en los años previos a la crisis, mientras que en 2019 representó menos del 15%.

fuerte contracción de las importaciones, un aumento de las exportaciones y de unos ingresos por turismo muy sólidos. Estos sucesos determinaron que la cuenta corriente se encuentre con un escaso déficit de 0,81% del PBI (1438 millones de euros) en 2015, comparado con los déficits en torno a 15% del PBI en 2007-2008. No obstante, cuando la economía comenzó a mostrar signos de recuperación, las importaciones volvieron a tener un dinamismo superior a las exportaciones, lo que aumentó el déficit de cuenta corriente hasta alcanzar el 3% del PBI en 2018. Finalmente, en 2019 se redujo el desequilibrio de la cuenta corriente, ubicándose en 1,5% del PBI.

Por su parte, la cuenta financiera pasó de un déficit de 1,6% del PBI a un superávit de 1% en 2015. Este desempeño se ha logrado gracias a que las entradas de Inversión Extranjera Directa han aumentado (desde una base baja), impulsadas por acuerdos de privatización, fusiones y adquisiciones del sector financiero. Sin embargo, a partir de 2016 nuevamente se acrecentó el déficit de dicha cuenta, finalizando 2019 en torno a -1,2% del PBI. El otro componente que conforma la balanza de pagos, la cuenta capital, experimentó un desempeño superavitario a lo largo del período analizado, aunque con tendencia descendente. Este comportamiento estuvo dominado por los flujos de financiación oficial.

Figura 114: Balanza de Pagos en Grecia (2012-2019)

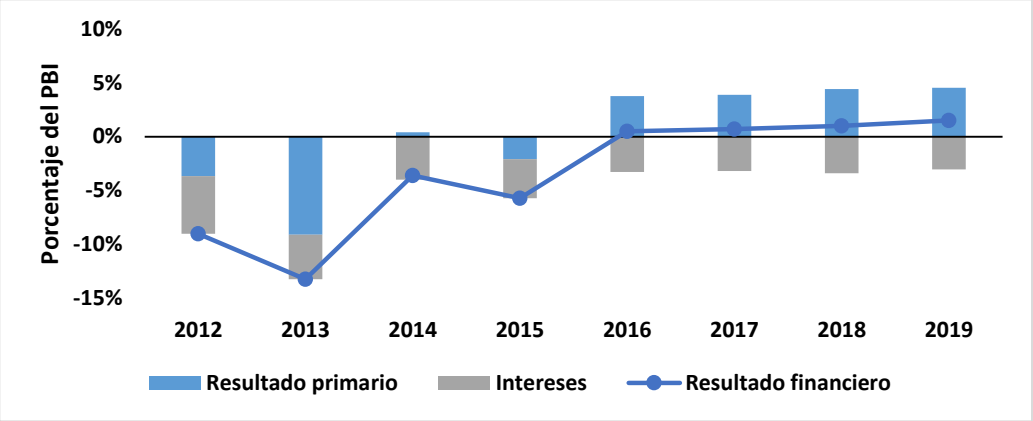


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de Grecia

A partir de 2013, el ritmo de reformas fiscales se amplió y aceleró. Como puede notarse en la Figura 115, el resultado primario comenzó a ser superavitario a partir de 2016 y mantuvo una senda creciente hasta 2019. Este comportamiento fue producto de la modificación de las leyes tributarias en 2016 y 2017, para imponer impuestos históricamente altos a grupos y empresas de ingresos medios y altos. Por otro lado, el gobierno desde 2015 inició la práctica de retrasar los pagos o abstenerse en gran medida de pagar a proveedores privados que ya habían entregado bienes y servicios a ministerios y agencias estatales griegas, lo que le permitió acumular fondos públicos. En este contexto, el resultado primario fue de 3,76% del PBI en 2016 y 3,84% del PBI en 2017. Por su parte, descontando los intereses de deuda, el resultado financiero fue superavitario de 0,5% en 2016 y 0,7% en 2017. Como se mencionó,

esta tendencia se mantuvo hasta 2019, como consecuencia de la recaudación tributaria y los controles en el gasto público. En línea con estas políticas de ajustes, el resultado financiero fue de 1,5% en 2019.

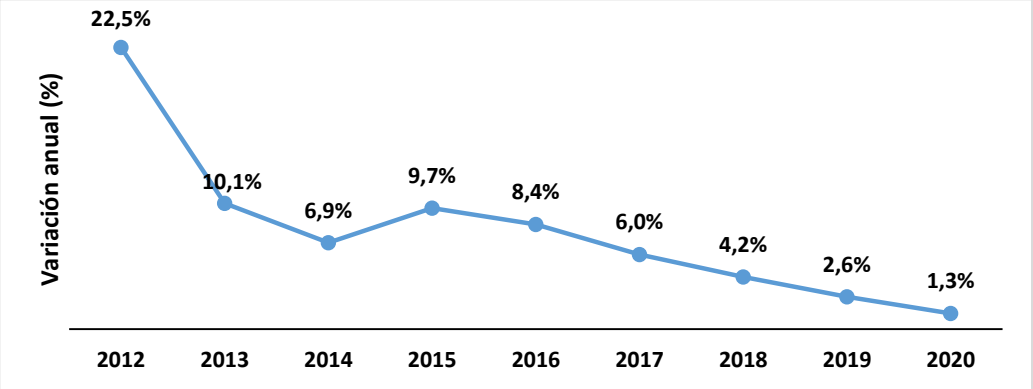
Figura 115: Resultado Fiscal en Grecia (2012-2019)



Fuente: Elaboración propi en base a datos del Banco Central Europeo

Desde su máximo histórico en 2012, la tasa de interés a largo plazo de Grecia (Figura 116) experimentó una significativa caída. Esta evolución pone de manifiesto la confianza que el mercado depositó en las reformas griegas. De hecho, pese a la pandemia COVID-19, este indicador alcanzó su mínimo histórico de 1,3% en 2020. Es pertinente indicar que los efectos de mayores diferenciales soberanos griegos se ven atenuados por la dependencia casi exclusiva de Grecia de la financiación oficial. No obstante, los cambios en la tasa libre de riesgo afectarían al país a través del costo de financiación oficial.

Figura 116: Evolución de la Tasa de Interés a largo plazo de Grecia (2012-2020)



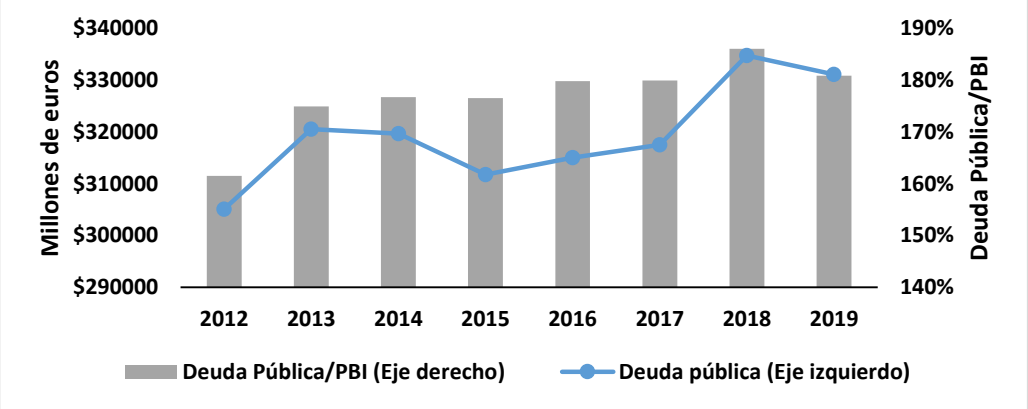
Fuente: Elaboración propi en base a datos del Banco Central Europeo

Luego de la reestructuración, la deuda pública del gobierno central de Grecia continuó siendo elevada y una fuente de vulnerabilidad significativa para el país. La relación deuda pública/PBI (Figura 117) tendió a aumentar con el paso de los años, llegando a su pico de 186% en 2018. Este desempeño se materializó producto del aumento del endeudamiento, y, hasta 2015, se retroalimentó por la caída de la economía. En este período, la deuda pública griega se encontró entre las más altas del mundo en relación

con el PBI. Sin embargo, debido a que dicha deuda se compone principalmente de deuda del sector oficial con vencimiento prolongado y tipos de interés bajos, le permite a Grecia tener riesgos de refinanciamiento relativamente manejables a pesar de los elevados niveles de deuda.

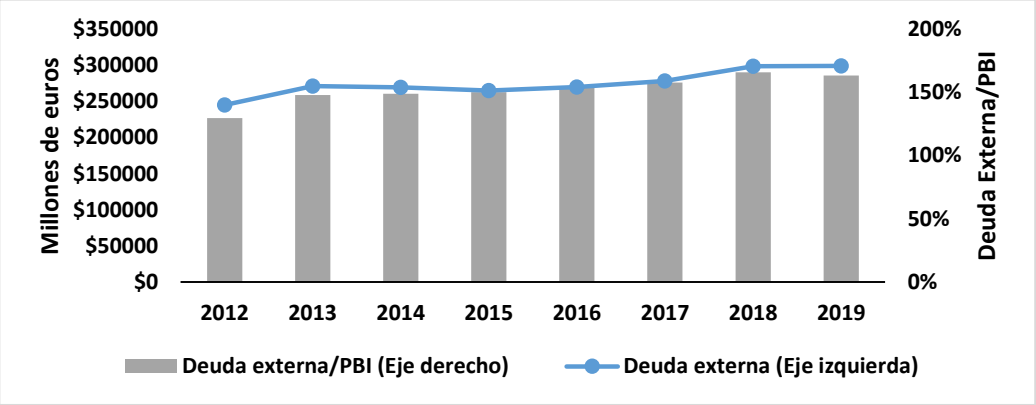
Dados estos términos favorables, se prevé que las necesidades brutas de financiamiento se mantengan por debajo del 15% del PBI hasta mediados de la década de 2030, lo que limita los riesgos para el servicio de la deuda. La deuda externa también mostró una tendencia creciente (Figura 118). En este sentido, la relación deuda externa/PBI que se situó en 130% para 2012, creció hasta alcanzar la suma máxima de 166% en 2018. Cabe mencionar, que en julio de 2017, Grecia volvió al mercado de deuda soberana utilizando incentivos para convencer a inversores para una venta de bonos por valor de 3.000 millones de euros.

Figura 117: Evolución de la Deuda Pública del Gobierno Central de Grecia (2012-2019)



Fuente: Elaboración propi en base a datos de ELSTAT

Figura 118: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central de Grecia (2012-2019)

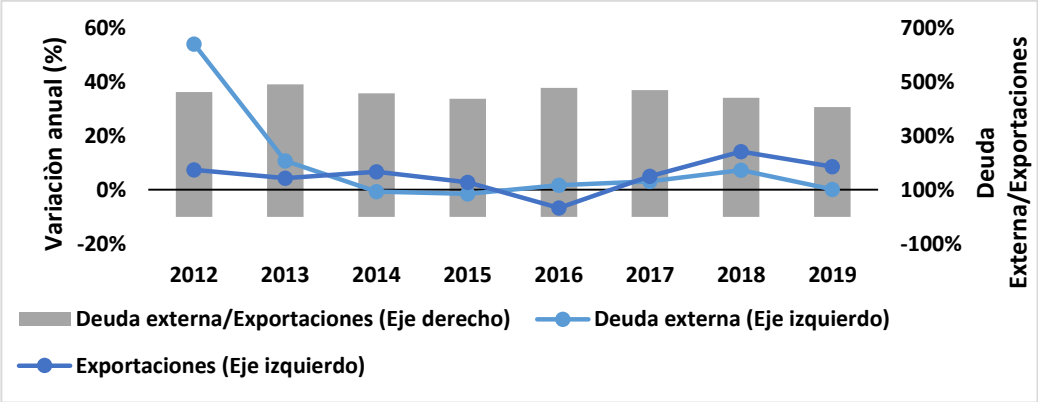


Fuente: Elaboración propi en base a datos de ELSTAT

Si se analiza la relación deuda externa/exportaciones (Figura 119), puede notarse que mejoró levemente. El desempeño positivo de las exportaciones, por encima del incremento de la deuda externa, permitió que la relación analizada pase de 463% en 2012, a 405% en 2019. Como puede desprenderse, se

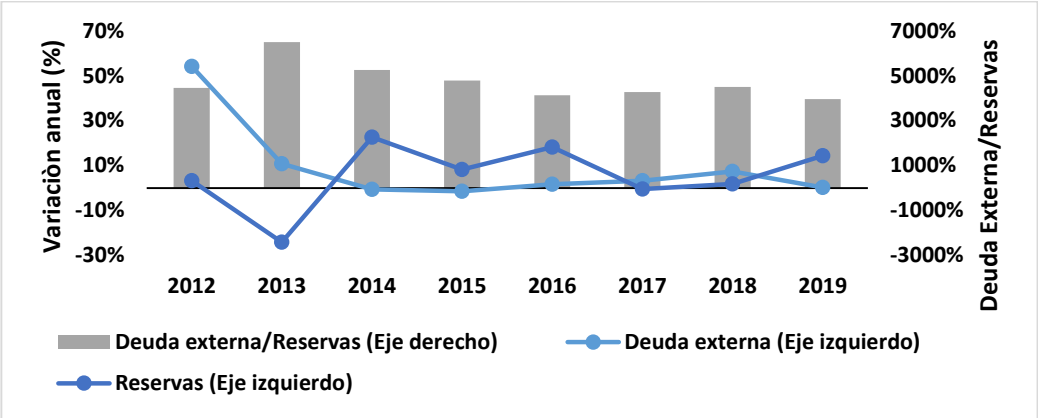
trata de niveles altos. Sin embargo, la capacidad de reembolso a mediano plazo sigue siendo adecuada debido fundamentalmente al apoyo de la Unión Europea y el Banco Central Europeo. Por otro lado, la relación deuda externa/reservas internacionales (Figura 120) también presentó una tendencia decreciente, pese a haber aumentado considerablemente en 2013. Los resultados indican que para 2019 Grecia contó con una relación deuda externa/reservas de 3900%, mientras que en 2013 fue de 6400%. Si bien se trata de niveles peligrosos, Grecia, por el momento, cuenta con la ventaja de tener vencimientos largos y financiamiento a bajo costo.

Figura 119: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Exportaciones en Grecia (2012-2019)



Fuente: Elaboración propi en base a datos de ELSTAT

Figura 120: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Reservas en Grecia (2012-2019)



Fuente: Elaboración propi en base a datos de ELSTAT

Pese a la recuperación económica y a los ajustes fiscales realizados hasta 2019, la pandemia COVID-19 arroja una incertidumbre sin precedentes y riesgos a la baja para todos los sectores de la economía. En este escenario, la capacidad de reembolso de Grecia podría verse afectada en ausencia de una significativa contracción fiscal y un mayor apoyo de los socios europeos. En lo que respecta al endeudamiento, se proyecta que la relación deuda pública/PBI aumente desde niveles elevados debido a la caída significativa del PBI y, en menor medida, al apoyo fiscal tras el shock del COVID-19. En este sentido,

a medida que la economía reanude su recuperación y el presupuesto vuelva a un superávit primario, se prevé que el coeficiente deuda pública/PBI comience a disminuir.

El paso siguiente de esta investigación será analizar el proceso de reestructuración de deuda ocurrido en Argentina 2020. De esta manera, se completarán los análisis de casos y se procederá a realizar la evaluación comparativa.

5. Argentina (2020)

La reestructuración de la deuda argentina, ocurrida en 2020, se desarrolló en medio de un contexto de incertidumbre económica y financiera desatado por la pandemia del coronavirus COVID19. Esto configuró un escenario de gran complejidad para un proceso de por sí problemático para Argentina. Se trató de una negociación controversial debido a que se utilizaron CACs actualizadas por la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA). La adhesión fue superior al 90% y el canje tuvo una quita real a Valor Actual Neto de entre 29% y 36% según estimaciones del Congreso de la Nación y el FMI (Buchheit y Gulati, 2020; Nemiña y Val, 2020).

5.1 Crisis de la deuda

El canje de deuda de 2005 supuso una reducción significativa de la deuda que pasó de 192.294 a 154.270 millones de dólares. A partir de entonces, siguió una tendencia creciente hasta llegar a 240.665 millones de dólares en 2015. El stock de deuda como porcentaje del PBI, presentó una caída considerable luego de la reestructuración, pasando de 118,1% en 2004 a 38,9% en 2011. A partir de entonces, creció año a año hasta llegar al 53,5% en 2015[52]. Se abrió entonces un debate acerca de sí la reestructuración potenció un proceso de desendeudamiento en el país. Las estadísticas oficiales argentinas y algunos autores como Nemiña y Val (2020) argumentaron que se llevó a cabo una política de desendeudamiento fundamentada en la creencia de los gobiernos kirchneristas de establecer un horizonte sostenible para la deuda, con el fin de evitar endeudarse con actores cuyas lógicas y condiciones pusieran en tensión las bases del modelo de acumulación.

Otros autores, como Guiliano (2006), Voulo y Seppi (2008), consideraron al desendeudamiento como una "falacia". Estos autores utilizaron como argumentos que los mecanismos sobre los que se realizó la reestructuración de la deuda incrementaron el stock de deuda con el paso del tiempo[53]. A su vez, juzgaron que el cambio de metodología por el INDEC en 2007 llevaba a la pérdida de credibilidad en la fiabilidad de los datos aportados por este organismo. Otra de las argumentaciones se vinculó con el

[52] Los datos fueron obtenidos de la "Presentación Gráfica de la Deuda Pública del Estado Argentino" del Ministerio de Finanzas, Argentina 2016.
[53] El ajuste por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) de los bonos Cuasi Par, los intereses capitalizables y los cupones vinculados al PBI.

pago de intereses y con el cambio de deuda externa por interna[54], que, en sus visiones, subestimaba la verdadera deuda y ponía en duda su legitimidad.

Pese a las discusiones acerca del desendeudamiento, tal como plantea Bordón (2017), hay un elemento indiscutible que es la reducción del porcentaje de deuda extranjera. Esto fue resultado de la reestructuración de la deuda. La cancelación de la deuda con el FMI, en 2006, supuso el fin de los condicionamientos externos a la política económica del país. Sin embargo, la cancelación de la deuda con este organismo internacional no implicó desendeudamiento, ya que, como contrapartida, se asumió una deuda con el Banco Central de la República Argentina. En este sentido, la reducción del porcentaje de la deuda extranjera puede interpretarse como una mayor independencia financiera del Estado en cuanto a los capitales internacionales.

En diciembre de 2015 Mauricio Macri asumió el cargo de presidente de la Nación. En ese momento, el país enfrentaba desequilibrios macroeconómicos generalizados, distorsiones microeconómicas y un marco institucional debilitado. A nivel macro, los déficits fiscales ocurridos desde 2011, aumentaron año a año hasta alcanzar un desequilibrio de 5% del PBI en 2015. Ante la decisión de financiar dichos déficits con represión financiera y emisión de dinero, se gestó una inestabilidad económica con inflación superior al 20%, a lo que se sumó la inversión en bajos niveles y escasez de reservas internacionales. Por el lado microeconómico, las distorsiones incluían controles administrativos sobre los precios, subsidios a la energía y al transporte, restricciones comerciales, racionamiento de divisas, sumado a actos de corrupción. La idea del nuevo gobierno era realizar una transformación sistémica de la economía (FMI, 2018).

En este intento por corregir los desequilibrios macroeconómicos, el gobierno desreguló el mercado cambiario, eliminó los derechos y cupos de exportación e instrumentó una política monetaria restrictiva. Al mismo tiempo, decidió financiar el déficit fiscal, en parte, con préstamos externos e internos, principalmente a través del dólar estadounidense o instrumentos vinculados al dólar, y en parte, por el Banco Central, a un nivel menor que las administraciones anteriores. En esta línea, existió un aumento significativo de la deuda pública y un alto nivel de dolarización en los pasivos del gobierno. Creció a un ritmo acelerado el financiamiento interno del sector público y al mismo tiempo, el rápido ritmo de endeudamiento externo creó una gran necesidad de financiamiento externo para los años siguientes (FMI, 2017c). En una visión contrapuesta a la de las autoridades oficiales, algunos autores como Manzanelli y Barrera (2018) argumentaron que la causa estructural que afectó a la economía y condicionó la necesidad de recurrir al endeudamiento externo para cubrir los requerimientos de divisas, no fue el déficit fiscal, sino que fue el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos.

En cuanto a la política exterior, el gobierno entrante reformularía los lineamientos esbozados en la etapa kirchnerista. En este sentido, la política exterior durante la etapa kirchnerista se basó en la

[54] Ver Bordón 2017

inserción latinoamericana con énfasis en Sudamérica, en posturas multilaterales revisionistas, en la articulación de la gestión externa teniendo en consideración las necesidades de desarrollo nacional, y en la búsqueda de autonomía con respecto a las grandes potencias. Por su parte, el gobierno de Mauricio Macri, partió de una concepción diferente del desarrollo nacional y del plano internacional, con perspectiva positiva acerca de la globalización. Ante esto, se ampliaría la inserción latinoamericana a una inserción globalista, donde el espacio regional se utilizaría como plataforma para integrar al país al mercado global.

Desde un primer momento, se apuntó al Mercosur y a la Alianza del Pacífico como organismos regionales claves, y se dejó de lado otras instancias de cooperación como la UNASUR y la CELAC. En este caso, el MERCOSUR buscaría ser reconfigurado como un modelo de inserción internacional centrado en las agendas económicas y comerciales. Por otro lado, el gobierno entrante buscó mantener un vínculo estrecho con Estados Unidos y con la Unión Europea, y mantener la relación con Rusia y China, pero revisando los acuerdos establecidos en etapas anteriores.

Pese a la idea de política exterior del gobierno de Mauricio Macri, la realidad indicó que, a un año de asumir al poder, el plano internacional cambió drásticamente. Se desencadenó la salida del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit) y la crisis europea dejaría en stand by el acuerdo entre la Unión Europea y el Mercosur. A su vez, la escalada en el conflicto comercial y tecnológico entre Estados Unidos y China aumentó la incertidumbre económica y generó una caída en la liquidez global. Otra de las dificultades que se le presentó al gobierno de Mauricio Macri, tuvo que ver con los sucesivos aumentos de la tasa de interés de la FED, desde 2016 a 2018. Este incremento situó a la tasa de interés en el rango de 2,25 y 2,5%, mientras que al inicio del gobierno era de 0,25%. Este suceso aumentó el costo de financiamiento, y, por lo tanto, provocó un empeoramiento en la sostenibilidad de la estrategia basada en endeudamiento externo, debido a la carga creciente en los pagos de intereses (Frenkel, 2016; Agencia Efe, 2018; Sturzenegger, 2019).

En el plano local, el creciente déficit de cuenta corriente y la persistencia del déficit fiscal, disparó una corrida cambiaria que generó una depreciación del tipo de cambio peso-dólar (Nemiña y Val, 2020). En este contexto, el gobierno suscribió un acuerdo con el FMI buscando infundir confianza entre los inversores. El programa fue lo suficientemente grande como para permitirle a Argentina refinanciar la mayor parte de su deuda y financiar su déficit transitorio, y se convirtió en el programa más grande en la historia del FMI, comprometiendo 50 mil millones de dólares, que poco después se ampliaron a 57 mil millones de dólares (Sturzenegger, 2019).

La implementación del programa logró cierto impacto positivo en la macroeconomía, ya que implicó ajustar la cuenta corriente. Sin embargo, los cambios permanentes en el marco monetario por

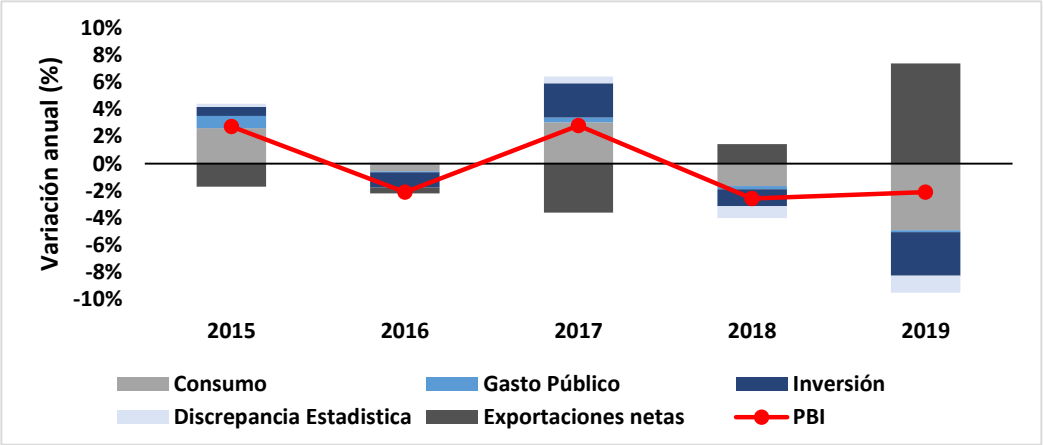
parte del Banco Central y las salidas de fondos especulativos del país[55], implicaron un efecto combinado de depreciación del peso, alta inflación, caída del salario real y altas tasas de interés. En este escenario, aumentaba la incertidumbre política y económica. El resultado de las elecciones Primarias Abiertas Simultaneas Obligatorias (PASO) mostró una clara victoria de la oposición, lo que significó un duro golpe para el gobierno de Macri. Este suceso tuvo como correlación un aumento de la incertidumbre, la depreciación del peso y el incremento de la inflación. Al mismo tiempo, se agravó la sostenibilidad de la deuda y se aceleró la salida de capitales, lo que obligó al gobierno a recurrir a controles de capital y a declarar en *default* la deuda local (Sturzenegger, 2019; Nemiña y Val, 2020).

Luego de la victoria de la oposición, presidida por Alberto Fernández, el FMI expresó que la deuda pública argentina era insostenible. Desde julio de 2019, el peso se depreció más de 40%, el riesgo país aumentó más de 2700 puntos básicos, las reservas internacionales se redujeron y el PBI se contrajo más de lo anticipado. Como resultado, la deuda pública aumentó a casi 90% del PBI a fines de 2019. El nuevo gobierno, decidió tomar medidas para abordar la situación conflictiva de la deuda (FMI, 2020).

Al analizar las variables macroeconómicas de manera desagregada, es posible indicar que, en 2015, con una economía restringida por la escasez de divisas, la política económica se orientó principalmente a calmar tensiones cambiarias y a impulsar el crecimiento por la vía fiscal. En términos de PBI (Figura 121), el país logró un crecimiento de 2,7% como resultado del incremento en el consumo público, de la inversión en construcción y del consumo privado. En 2016, la actividad económica se contrajo un 2%, como consecuencia de la retracción de la inversión, el descenso del consumo de los hogares y la reducción del gasto público. En 2017, se observó un crecimiento de 2,8% a partir del incremento del consumo privado, el gasto público y la inversión. Durante 2018, la economía argentina se contrajo 2,5% tras la crisis cambiaria del segundo y tercer trimestre del año, que como se verá más adelante, se expresó en una fuerte devaluación del peso, un aumento pronunciado de la tasa de interés, la aceleración de la inflación y la caída de los ingresos reales de las familias. En 2019, nuevamente la economía se contrajo (2,1%) debido a que prosiguieron tensiones cambiarias y financieras, que de nuevo se manifestaron en depreciación del peso, aumentos de la tasa de interés, una caída de los salarios reales y una política fiscal contractiva. Esta dinámica repercutió negativamente en el consumo privado, en la inversión y en el gasto público.

[55] Los fondos especulativos que se situaron en el país y aprovecharon la valoración financiera interna, dado que se establecieron altas tasas de interés en moneda local respecto de la variación del tipo de cambio, comenzaron a marcharse tras el efecto combinado de disminución de la tasa de interés local, de incremento de la tasa de interés que dispuso la Reserva Federal de los Estados Unidos y del "*flight to quality*" de los inversores especulativos (Manzanelli y Barrera, 2018).

Figura 121: Contribución a la variación del PBI de las principales cuentas nacionales (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

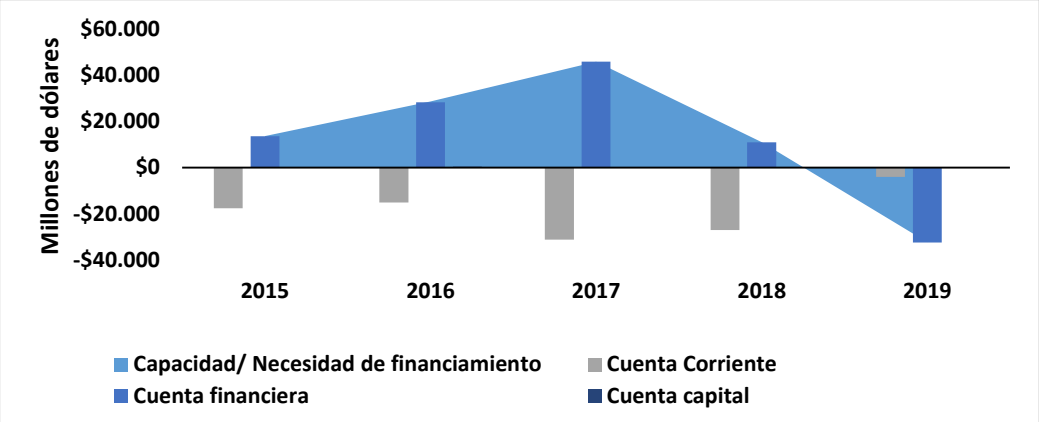
La balanza de pagos (Figura 122) arrojó un resultado negativo de 17.622 millones de dólares en la cuenta corriente para 2015. Este resultado obedeció a la caída en las exportaciones de bienes y servicios, que no llegó a ser compensada por la reducción de las importaciones. Para ese mismo año, el saldo de la cuenta de capital y financiera fue positivo, debido a la activación de sucesivos tramos del canje de monedas acordado con China y de las emisiones de deuda en moneda extranjera. En 2016, el déficit de la cuenta corriente se redujo a 15.100 millones de dólares, dado que las importaciones, medidas en dólares, se contrajeron más que las exportaciones. No obstante, el déficit en servicios se profundizó. El déficit de la cuenta corriente fue compensado por el superávit en la cuenta de capital y financiera, producto de los ingresos resultantes del endeudamiento público. Durante 2017, el desequilibrio de la cuenta corriente volvió a aumentar hasta alcanzar la suma de 31.000 millones de dólares. Este desempeño se explicó por una reversión del saldo comercial de bienes y por la profundización del déficit de servicios.

Por su parte, la cuenta de capital y financiera aumentaron su superávit. El principal aporte en estas cuentas provino de las emisiones de deuda y del aumento de la Inversión Extranjera Directa. En 2018, disminuyó el déficit en cuenta corriente, alcanzando los 27.000 millones de dólares. Por su parte, la cuenta de capital y financiera registró nuevamente superávit, aunque inferior al de 2017. Finalmente, en 2019, el déficit de cuenta corriente se redujo debido a la reversión del saldo de bienes, que fue superavitario, y a la reducción del déficit por servicios. La cuenta de capital y financiera registró un resultado deficitario en torno a 33.000 millones de dólares, como consecuencia de las salidas de capitales del sector privado y una caída en la Inversión Extranjera Directa.

La evolución de las reservas internacionales (Figura 123) estuvo marcada por el desempeño de las cuentas de capital y financiera de la balanza de pagos. Como puede observarse, en los períodos en que aumentaron los superávits de dichas cuentas, lo propio pudo observarse en las reservas internacionales. De hecho, el pico de las reservas se dio en 2018, que coincide con el último año superavitario de las cuentas de capital y financiera. Si se evalúa en millones de dólares, las reservas crecieron desde 25.500

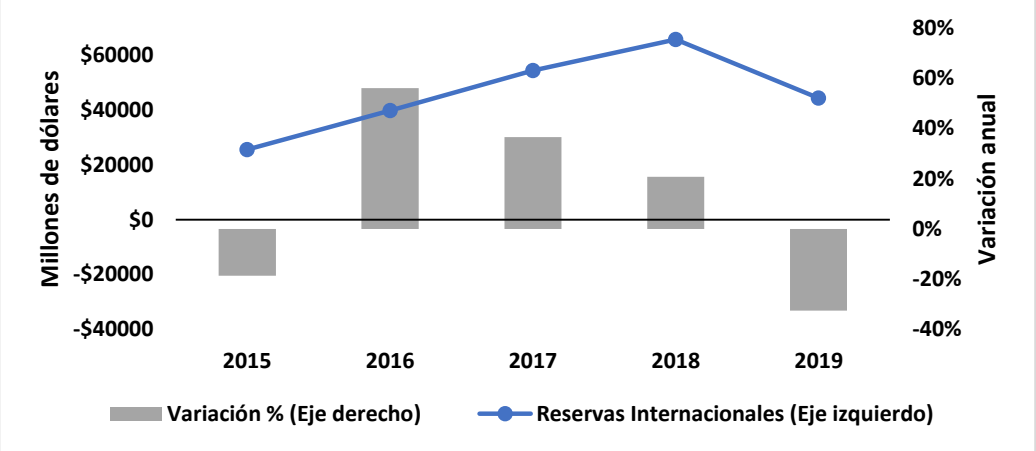
millones de dólares en 2015, a 65.700 millones de dólares en 2018. La serie finalizó en 2019 con un acervo de reservas de 44.300 millones de dólares.

Figura 123: Balanza de Pagos en Argentina (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Figura 124: Evolución de Reservas Internacionales en Argentina (2015-2019)



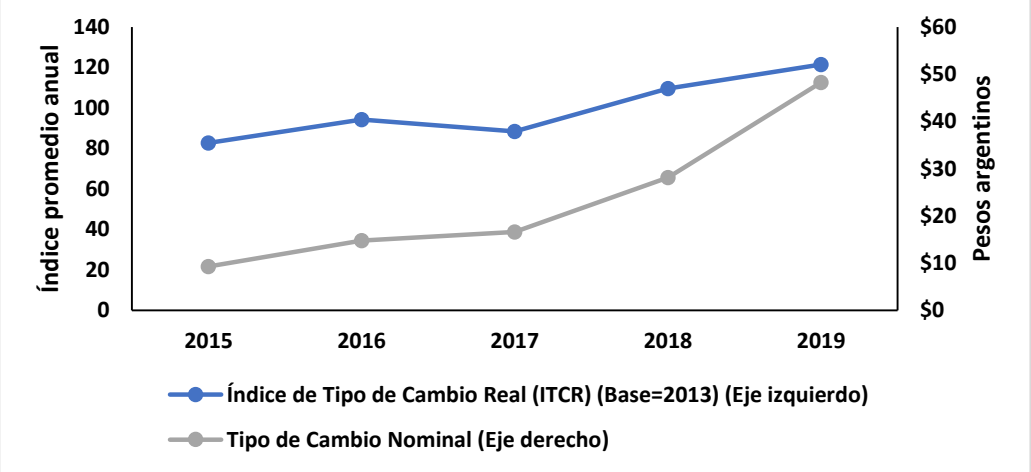
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

La política cambiaria en este período analizado fue un tema controversial para el país. Si bien a comienzos de 2015 el contexto cambiario se encontró relativamente estable, a partir del tercer trimestre del año comenzaron a aparecer las tensiones cambiarias debido a la percepción de insuficiencia de divisas. El peso continuó depreciándose con respecto al dólar a un ritmo mensual de 1%, finalizando dicho año con un tipo de cambio nominal de 9,27 pesos argentinos (Figura 125). Durante 2016, como consecuencia de la liberación cambiaria, la resolución del conflicto con los *holdouts* y el retorno a los mercados internacionales de capitales, fue posible la recomposición de las reservas internacionales y el aminoramiento de las tensiones cambiarias de años precedentes. No obstante, el tipo de cambio nominal aumentó, situándose en 14,7 pesos argentinos. Por su parte, el tipo de cambio real se apreció en un contexto inflacionario y de estabilización del tipo de cambio nominal. En 2017, las autoridades del Banco

Central de la República Argentina, sostuvieron un esquema de libre flotación del tipo de cambio, interviniendo en episodios de rápidas subas.

En este contexto, el tipo de cambio nominal aumentó hasta alcanzar 16,5 pesos argentinos para fin de año. Nuevamente, debido al contexto inflacionario y a la evolución de las monedas de los socios comerciales, el tipo de cambio real continuó apreciándose. En 2018, el tipo de cambio nominal creció significativamente situándose en 28,1 pesos argentinos. Pese al contexto inflacionario, la devaluación que enfrentó el país provocó una depreciación del tipo de cambio real. En 2019, la política cambiaria se centró en lograr la estabilización, teniendo en consideración las tensiones experimentadas en el primer semestre del año que se intensificaron tras las elecciones PASO. A pesar de que el BCRA aumentó sus intervenciones, el tipo de cambio nominal aumentó, en promedio, hasta ubicarse en 48 pesos argentinos. Ante la persistente presión cambiaria y la caída en las reservas internacionales, las autoridades argentinas decidieron implementar controles cambiarios intentando frenar la salida de capitales y acelerar la liquidación de exportaciones. En cuanto al tipo de cambio real, continuó su tendencia creciente.

Figura 125: Evolución del ITCR y TCN en Argentina (2015-2019)



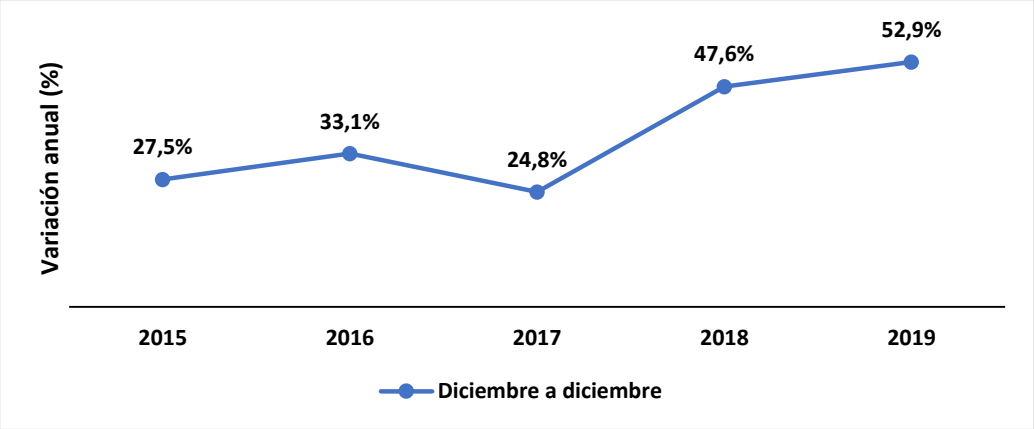
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

La inflación (Figura 126) se desaceleró en 2015 (27,5%)[56], respecto del nivel registrado en 2014 (39%). Este desempeño se debió, fundamentalmente, a la utilización del tipo de cambio como ancla nominal. En 2016, la inflación creció a 33,1%. En este mismo período, el INDEC retomó la publicación del Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires, mientras que el IPC con cobertura nacional comenzó a publicarse en 2017. La inflación de 2017 mostró un descenso, ubicándose en 24,8% anual. En este año, las autoridades del Banco Central implementaron un régimen de metas de inflación. Por su parte, tanto en 2018[57] como en 2019, la inflación mostró una tendencia creciente, como consecuencia de

[56] Este dato proviene del IPC Congreso.
[57] En este año se abandonó el régimen de metas de inflación y se adoptó un régimen de metas de agregados monetarios.

la devaluación del peso, el incremento de las tarifas de los servicios públicos y el aumento del precio internacional del petróleo. La tasa de inflación anual con la que el país finalizó 2019, fue de 52,9%.

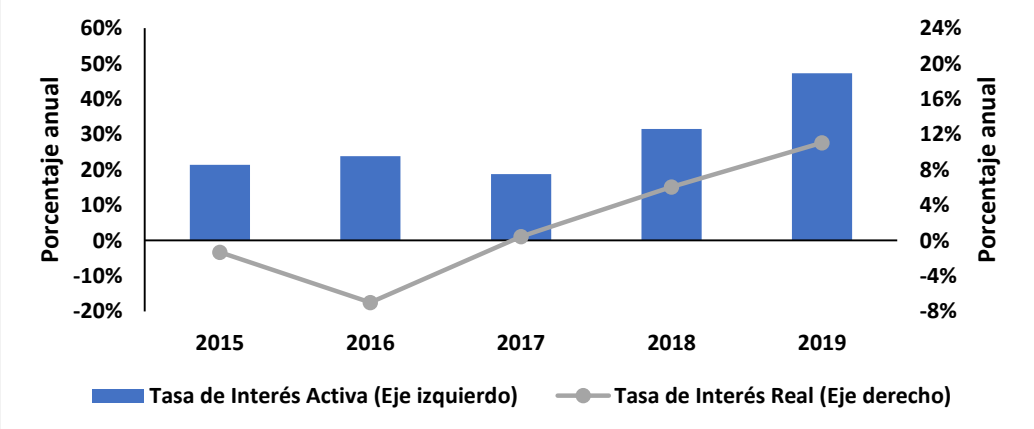
Figura 126: Evolución de la Inflación en Argentina (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

En cuanto a la política monetaria, en 2015 se buscó la promoción del crédito, del ahorro en moneda local y la financiación de las pequeñas y medianas empresas. En este sentido, como puede notarse en la Figura 127, la tasa de interés activa se ubicó en 21,4%. En 2016, la política monetaria se encontró en una transición hacia un régimen de metas de inflación, con lo cual la tasa de interés activa mostró un aumento, llegando al valor de 23,8%. En 2017, año que se instauró formalmente el régimen de metas de inflación, disminuyó la tasa de interés activa, aunque siguió ubicándose en un valor alto (18,7%). Durante 2018, la tasa de interés activa se incrementó, luego del abandono del régimen de metas de inflación. Finalmente, en 2019, se llevó a cabo una política monetaria contractiva. La tasa de interés activa se incrementó con el objetivo de que los depósitos en monedas local sean más atractivos. El desempeño de la tasa de interés real mostró que a partir de 2017 dicho indicador pasó a situarse en valores positivos, finalizando 2019 con una tasa en torno a 11%.

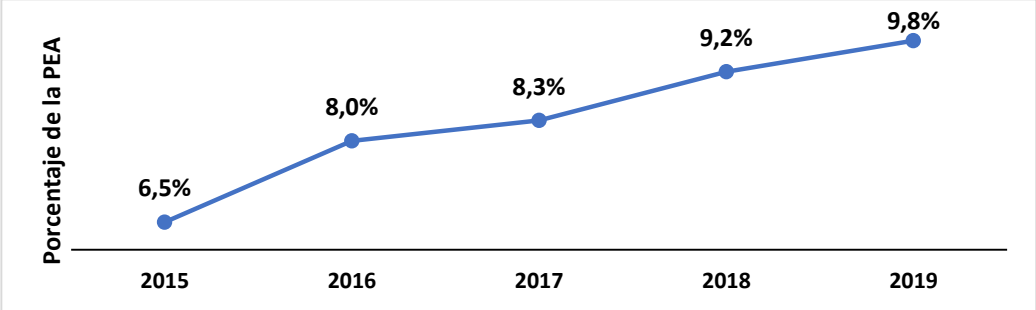
Figura 127: Evolución de la Tasa de Interés Activa y Real en Argentina (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

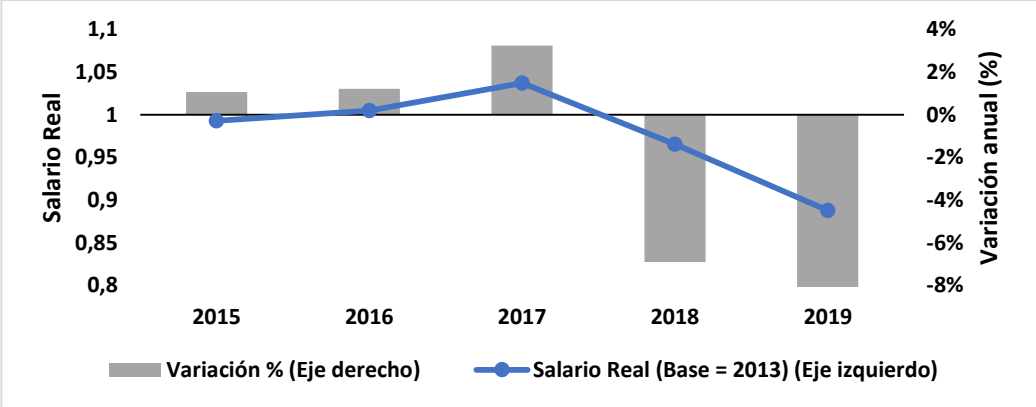
En cuanto al mercado laboral, hay que mencionar que la tasa de desempleo (Figura 128) disminuyó de 7,3% en 2014 a 6,5% en 2015. A partir de entonces, se observó una tendencia creciente en dicho indicador hasta 2019, alcanzando la tasa de 9,8%. Este incrementó ocurrió en el marco de un aumento de la tasa de actividad laboral. En lo que respecta al salario real (Figura 129), se observó un incremento hasta 2017. En dicho año, el salario real aumentó un 3%, y entre los trabajadores asalariados, el incremento real fue mayor para el sector privado (4,1%) en relación con el sector público (1,3%). A partir de 2017, a raíz de la aceleración inflacionaria, el salario real mostró una tendencia decreciente. Se observaron caídas en torno a 7% tanto en 2018 como en 2019, lo que contribuyó a la erosión del poder de compra de los asalariados. Por su parte, la informalidad pasó de 47,9% en 2017 a 49,4% en 2019. Mientras que, en el ranking de Libertades Económicas, el país pasó de estar en el puesto 153 en 2015 al 144 en 2018, debido a la eliminación de las regulaciones anteriormente mencionadas.

Figura 128: Evolución de la Tasa de Desempleo en Argentina (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Figura 129: Evolución del Salario Real en Argentina (2015-2019)



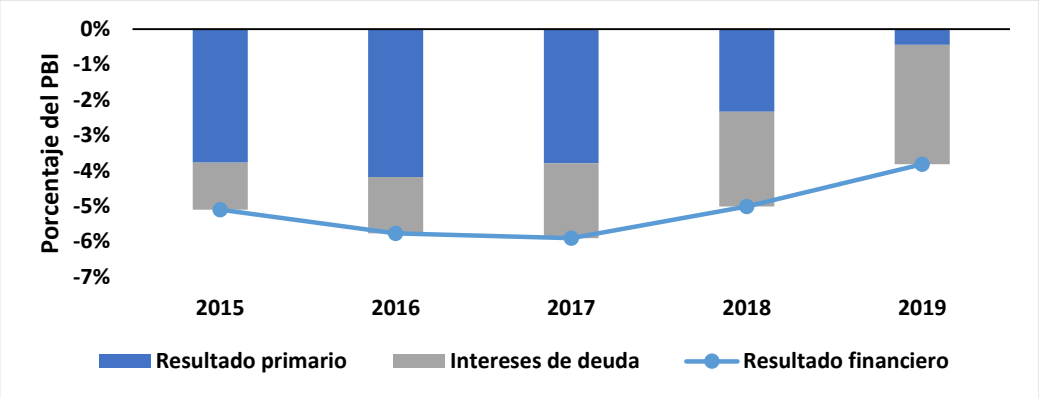
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

En materia de política fiscal (Figura 130), Argentina experimentó un sesgo expansivo en 2015, con un incremento del gasto superior al aumento de los ingresos. Este suceso dio lugar a un resultado primario negativo de 3,77% del PBI, que al adicionar los intereses de deuda (1,33% del PBI), repercutieron en un resultado financiero deficitario de 5% del PBI. El incremento del gasto se debió, fundamentalmente, a los mayores montos destinados a prestaciones de la seguridad social y a las transferencias al sector

privado. En 2016, los gastos continuaron creciendo por encima de los ingresos, con lo que el resultado primario mostró un déficit de 4,15% del PBI y el resultado financiero fue de -5,77% del PBI. En cuanto a los ingresos, que crecieron por debajo del incremento del gasto, hay que destacar que en este año se desencadenó la eliminación de los derechos de exportación. En 2017, el resultado financiero se mantuvo elevado (5,9% del PBI), pese a la política de reducción de subsidios de los servicios públicos, a la recaudación extraordinaria del impuesto especial del blanqueo de capitales y al aumento de los ingresos tributarios relacionados con el mayor nivel de actividad. En este sentido, se observó un aumento de los intereses de deuda que pasaron de 1,6% en 2016 a 2,11% del PBI en 2017.

A partir de 2018, se llevó a cabo una política fiscal contractiva. El resultado primario cayó y fue deficitario en torno a 2,33% del PBI, a partir de un incremento menor de los gastos en relación con el incremento de los ingresos. Tras el pago de los intereses de deuda, el déficit financiero se ubicó en 5% del PBI. En 2019, la política fiscal continuó con su sesgo contractivo. El gasto cayó por encima de la reducción de los ingresos, en un contexto de aceleración inflacionaria y del programa de financiamiento acordado con el FMI. El resultado primario mostró un déficit de 0,4% del PBI, mientras que el resultado financiero fue deficitario en torno a 3,8%, demostrando la significativa carga de los intereses de la deuda.

Figura 130: Resultado Fiscal en Argentina (2015-2019)



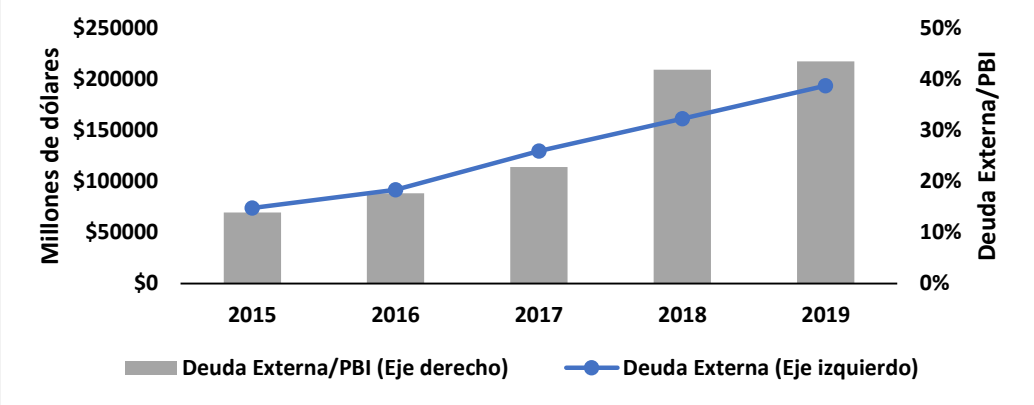
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

Como se mencionó anteriormente, en el período analizado se llevó a cabo un incremento del endeudamiento público. Lo propio ocurrió en cuanto al endeudamiento externo. Con respecto a este último indicador, la Figura 131 presenta su evolución. Como puede notarse, la deuda externa mostró una tendencia creciente a lo largo de la totalidad de la serie. En este sentido, la deuda externa medida en términos monetarios pasó de ser de 74.085 millones de dólares en 2015, a 193.768 millones de dólares en 2019. Esta dinámica creciente también se observó en la relación deuda externa/PBI, la cual finalizó 2019 en torno a 43,5%. Si bien la deuda externa mostró un crecimiento durante todo el período analizado, en 2017 tuvo un marcado incremento que financió el déficit fiscal y de la cuenta corriente y que explicó el incremento de las reservas internacionales.

Si se analiza la relación deuda externa/reservas internacionales (Figura 132), puede notarse que hasta 2018 se mantuvo relativamente estable, girando en torno a 250%. Este desempeño se logró debido al incremento de la deuda externa levemente por encima del incremento en las reservas, a excepción de 2016, donde las reservas crecieron un 55% y superaron el crecimiento de la deuda externa que fue de 24%. No obstante, en 2019 la relación analizada aumentó considerablemente, ubicándose en 437% producto del efecto combinado de caída de las reservas y aumento de la deuda externa. Este nivel elevado, ponía de manifiesto la dificultad de la situación.

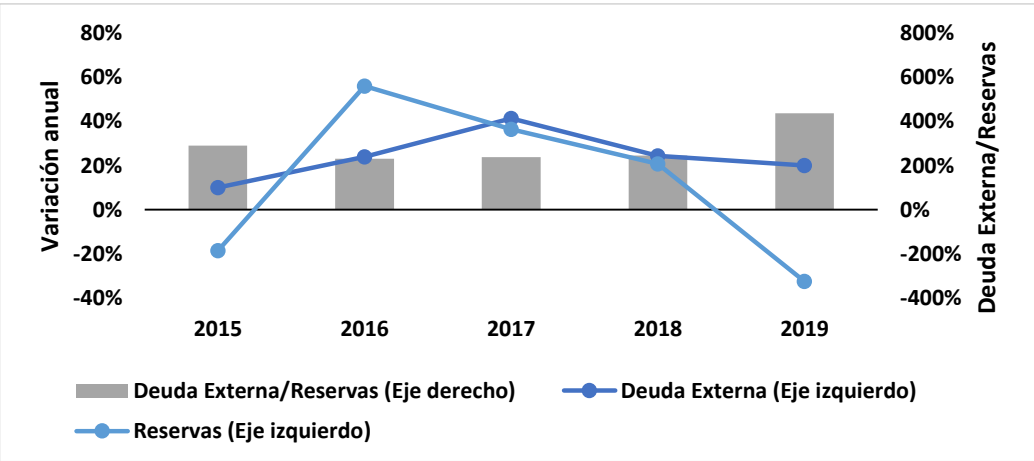
En cuanto a la relación deuda externa/exportaciones (Figura 133), se observó una tendencia creciente a lo largo de todo el período analizado. En este caso, puede notarse que la deuda externa creció muy por encima del escaso crecimiento de las exportaciones. Ante esta situación, la relación deuda externa/exportaciones se incrementó de 130% en 2015 a 297% en 2019.

Figura 131: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central de Argentina (2015-2019)



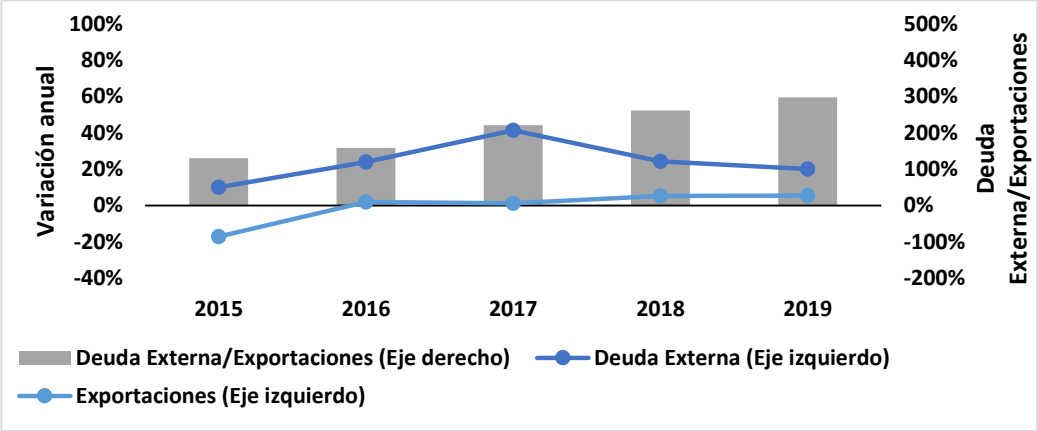
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y del Ministerio de Economía

Figura 132: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Reservas en Argentina (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y del Ministerio de Economía

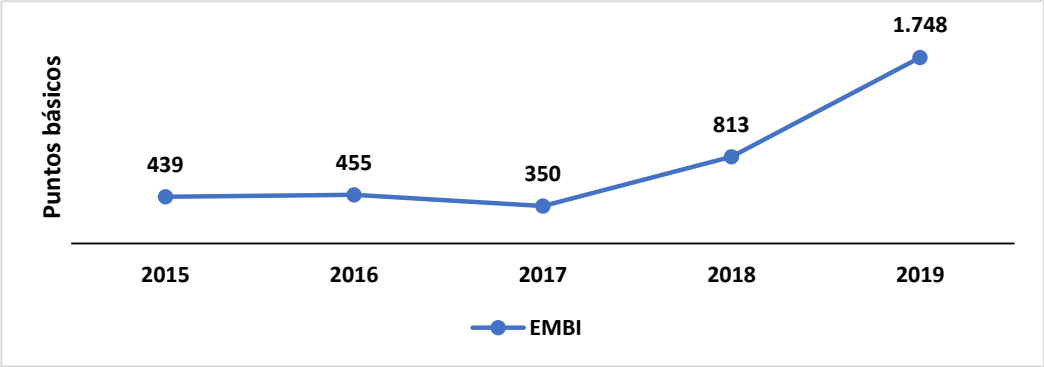
Figura 133: Evolución de la Deuda Externa del Gobierno Central como % de Exportaciones en Argentina (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y del Ministerio de Economía

En este contexto de aceleración inflacionaria, altos niveles de deuda, depreciación del peso y caída de las reservas internacionales, el riesgo país, que se mantuvo estable hasta 2017, comenzó a incrementarse (Figura 134). Este incremento, que llegó a ubicar el riesgo país argentino en 1748 puntos básicos, reflejaba la dificultad de la situación y la necesidad inminente de soluciones.

Figura 134: Evolución del Riesgo País en Argentina (2015-2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de JP Morgan

5.2 Reestructuración de la deuda

Desde su asunción, el gobierno encaró una estrategia de renegociación sostenible de la deuda externa en cuatro etapas: reestructurar la deuda bajo ley extranjera, la deuda bajo ley local, avanzar en un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional y refinanciar los pagos al Club de París. Se designó como responsable de esta tarea al ministro de Economía, Martín Guzmán, un economista con larga trayectoria en el estudio de reestructuraciones de deuda. Esta designación, fue un indicador de la importancia dada a la problemática de la crisis de deuda y de la orientación que seguiría el gobierno para buscar la solución.

La intención, desde un primer momento, fue realizar un canje de deuda preventivo, buscando una solución colaborativa con los acreedores para reestablecer la sostenibilidad de la deuda y lograr una alta participación. Para esto, se estableció un cronograma para orientar las negociaciones con los acreedores privados y estar en condiciones de cerrar la operatoria a fines de marzo de 2020. Se decidió avanzar por tramos diferenciados, postergando hasta fin de año el pago de intereses y capital de los bonos bajo ley argentina para centrarse en la negociación de los nuevos términos de los títulos bajo ley extranjera. Además, las autoridades designaron asesores financieros y legales para apoyar la operación de deuda. Al mismo tiempo, solicitaron que el personal del Fondo Monetario Internacional brinde su opinión sobre el monto del alivio de la deuda que podría sustentar una operación compatible con el restablecimiento de la sostenibilidad de la deuda (FMI, 2020).

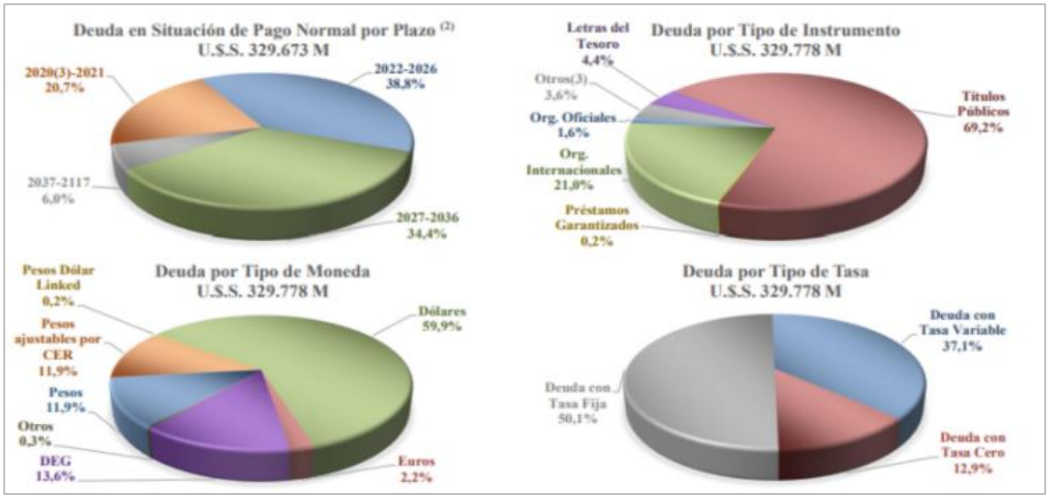
Se adoptó una legislación para otorgar al ejecutivo el poder de negociar una reestructuración de la deuda. Específicamente, se aprobó la Ley 27.544 de "Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública emitida bajo Ley Extranjera", en febrero de 2020, la cual otorga al ejecutivo facultades para ejecutar operaciones de gestión de pasivos, canje de deuda y reestructuración de los pagos de intereses y amortizaciones de deuda de derecho extranjero (FMI, 2020). Esto habilitó al ministro de Economía a realizar la estrategia pertinente para reestructurar la deuda.

El ministro fue cauteloso con las declaraciones, apelando a la colaboración de la comunidad financiera internacional[58] y especialmente de los propios acreedores a los que le solicitó que "no pierdan pero que ganen menos" (La Nación, 2020). La estrategia consistió en la búsqueda de consensos mediante el reconocimiento de los derechos de los acreedores, pero con el establecimiento de límites a las pretensiones a partir del criterio de sustentabilidad (Nemiña y Val, 2020).

La Figura 135 presenta la composición de la deuda bruta de la Administración Central, al momento previo de la reestructuración. Como puede notarse, en el plazo de pago 2022-2026 se encuentra el 38,8% de la deuda. Por su parte, en el plazo 2027-2036 constituye el 34,4% de la deuda, mientras que en el período 2020-2021 el porcentaje de la deuda es de 20,7%. Finalmente, para el plazo 2037-2117 la deuda representa un 6%. En cuanto al tipo de instrumento, el 69,2% corresponde a Títulos Públicos, el 21% es deuda con Organismos Internacionales, mientras que el 4,4% se trata de Letras del Tesoro. El porcentaje restante se divide en Otros (3%), Organismos oficiales (1,6%) y Préstamos Garantizados (0,2%). Si se divide la deuda en cuanto al tipo de moneda, se observa que la misma representa 59,9% en dólares, 13,6% en Derechos Especiales de Giro (DEG), 11,9% en pesos, 11,9% en pesos ajustables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), 0,3% en otras monedas y 0,2% en pesos dólar linked. Finalmente, la deuda se encuentra emitida en un 50,1% a tasa fija, en un 37,1% a tasa variable y el 12,9% se halla con tasa cero.

[58] 160 economistas del mundo firmaron una carta en apoyo a Argentina. https://www.nodal.am/2020/05/argentina-carta-abierta-en-apoyo-a-la-reestructuracion-de-la-deuda/

Figura 135: Composición de la deuda bruta de la Administración Central de Argentina



Fuente: Ministerio de Economía

En cuanto a los acreedores, se trataba de un grupo más homogéneo, especializado y con una mayor concentración geográfica que el del canje de 2005. La mayor parte de ellos, eran estadounidenses e institucionales, cuyas tenencias se concentraban en grandes fondos de inversión con capacidad de movilizar amplios volúmenes de activos. De acuerdo con Fortuna (2020), los fondos de inversión, entre los que se destacan BlackRock, Fidelity, Pimco y Templeton, poseían alrededor del 35% de los bonos que podían ingresar a la reestructuración. La estrategia de los tenederos de bonos consistió en coordinar su accionar a través de la organización de tres comités representativos que organizaron a acreedores individuales de diverso tamaño, contando con asesores financieros y legales para la elaboración de sus propuestas (Nemiña y Val, 2020).

Luego de varias conversaciones entre las autoridades argentinas y los acreedores, el 20 de abril se presentó ante la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC) la primera oferta de reestructuración (Ámbito, 2020). Se incluyó como deuda elegible 21 bonos (Par y Descontados emitidos en los canjes de deuda de 2005 y 2010, y Globales emitidos después de 2016) sujetos a la legislación de Nueva York y del Reino Unido, nominados en dólares, euros y francos suizos, por un monto de 68 mil millones de dólares. Se entregarían diez nuevos bonos que tendrían diferentes relaciones de canje y montos máximos de emisión. Los lineamientos generales de la propuesta argentina fueron los siguientes (Ámbito, 2020; Nemiña y Val, 2020):

- Período de gracia de tres años. No se pagarían capital ni intereses en 2020, 2021 y 2022.
- Se pagaría un cupón promedio de 0,5% en 2023 y esas tasas irían creciendo de manera escalonada hasta 4,875%.
- Limitados recortes de capital que variaban desde el 5% hasta el 18% dependiendo del bono

- Reducción del pago de intereses de 37,9 mil millones de dólares, que equivale a una quita de 62%
- Menú de opciones para cada bono elegible, tanto en dólares como en euros
- Los intereses corridos desde el último pago no se contabilizarían
- Sujeción de todos los títulos a ley de Nueva York bajo escritura 2016, contando con la cláusula RUFO durante un período de 5 años.

Con esta combinación, el valor de esta oferta (valor presente neto considerando una *exit yield*[59] de 10%) variaba entre 39 y 44 dólares por cada 100 para los instrumentos en dicha moneda, y entre 33 y 38 para los nominados en euros. Las respuestas de los tenedores de bonos se centraron en la búsqueda de un nuevo valor presente de la oferta que fuera más atractivo, y en los términos contractuales a los que estarían sujetos los nuevos bonos. En este último punto, corresponde mencionar que los diferentes bonos elegidos para reestructurar, estaban sujetos a distintos contratos de fideicomiso, que representaban diversos derechos y obligaciones para las partes (Nemiña y Val, 2020).

Uno de los elementos centrales acerca de la discusión sobre los términos legales, fue la implementación de las CAC. Los bonos correspondientes a los canjes de deuda de 2005 y 2010, contienen CAC de "tercera generación" las cuales determinan un umbral de votación de 85% en conjunto y 66,6% para cada serie. Por su parte, los bonos emitidos en 2016 contienen CAC actualizadas por la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA). En esta actualización, se puede alcanzar el umbral de votación de tres maneras:

- De conformidad con una votación serie por serie, con un umbral de 75%
- Una participación de 66% de todo el universo agregado de tenedores de bonos y un 50% en cada serie, y
- De conformidad con un voto único del 75% de todo el universo agregado, si la modificación propuesta es "aplicable uniformemente[60]" a todas las series afectadas (Buchheit y Gulati, 2020).

En virtud de los umbrales presentes en cada serie de bonos, los bonistas quisieron mantener los contratos originales y evitar las mejoras incluidas en 2016, como forma de asegurarse mayor capacidad de condicionamiento sobre el deudor. Sin embargo, la cuestión más controversial se vinculó con que los acreedores denunciaron un eventual uso abusivo de la CAC en cuanto a dos elementos: la "redesignación" y la estrategia de canjes parciales (denominada *pacman*). En el primer caso, hay que mencionar que Argentina optó por no intentar la reestructuración utilizando el criterio "aplicable uniformemente", en su lugar, decidió aplicar la "enmienda de redesignación". En virtud de esta enmienda, se reagrupan los

[59] Es la tasa de rendimiento posterior al canje a la cual se negocian los nuevos instrumentos en el mercado secundario
[60] Esto significa que, a todas las series se les debía ofrecer el mismo nuevo instrumento o la capacidad de seleccionar desde el mismo menú de nuevos instrumentos.

acreedores luego de que manifiesten su decisión sobre la oferta del canje, y de esta manera se facilita el logro de los umbrales mínimos necesarios para reestructurar determinadas series de títulos. En este sentido, los acreedores denunciaron que Argentina era un "prestatario indisciplinado" que buscaba "lagunas" que disolvían sus derechos.

Por su parte, la estrategia de canjes parciales se refiere a la posibilidad de que en cualquier momento después del cierre de reestructuración, las autoridades argentinas puedan lanzar una o más ofertas de canje posteriores con leves mejorías, para sumar nuevas adhesiones y así reducir secuencialmente la cantidad de títulos pendientes de reestructuración, en una dinámica similar al videojuego *pacman*. Los acreedores observaban que se trataba de una estrategia que implicaba subestimar su decisión sobre la oferta, diluía su capacidad de influencia e iba en contra del contrato. Sin embargo, el planteo argentino utilizaba a favor las normas, desplegando una estrategia agresiva pero legítima y legal (Buchheit y Gulati, 2020; Nemiña y Val, 2020).

Luego del rechazo de la oferta inicial por parte de los tenedores de bonos, se desplegó un proceso de contraofertas durante los meses siguientes. El 5 de julio, Argentina presentó la enmienda al prospecto presentado ante la SEC en abril, la cual constituía la segunda oferta a los acreedores. Paralelamente, el Ministerio de Economía informó que se elevaría un proyecto de Ley al Congreso para reestructurar los títulos públicos en moneda extranjera bajo legislación argentina. Con respecto a la oferta original presentada en abril, la segunda oferta presentó los siguientes cambios:

- Reducción de las quitas de capital.
- Adelantamiento del devengamiento de intereses y aumento de las tasas de cupón, pagaderos en marzo y septiembre de cada año.
- Menores plazos de amortización, que reducen la vida promedio de los bonos nuevos de 13,6 a 11,4 años.
- Permite a los tenedores de bonos (Par y Descontados) emitidos bajo el contrato del canje de 2005, canjearlos por nuevos bonos emitidos bajo el mismo *indenture*[61]
- Tratamiento diferenciado de intereses corridos de los bonos elegibles, que serán reconocidos mediante la entrega de un bono con vencimiento en 2030 y cupón de 1% (dólares) o 0,5% (euros).
- En cuanto al umbral mínimo se requiere que i) acepte 66,6% del monto total de bonos elegibles, o ii) considerando cada *indenture* por separado, acepte el 50% del monto elegible o se logre aplicar las CACs sobre el 60% del monto elegible de cada *indenture*. La oferta mantiene la posibilidad de reagrupar distintas series de bonos para el cálculo de las mayorías requeridas en las CACs (OPC, 2020).

[61] Un acuerdo legal, contrato o documento.

A pesar de que la nueva oferta llevó al valor presente de la oferta a 54,4 y 50,8 dólares en promedio por cada 100 para los bonos en dólares y en euros, respectivamente, esta seguía sin ser aceptada por la mayoría de los acreedores. Una de las acciones que destrabó el proceso fue la unificación de los comités de acreedores. Fue a finales de julio cuando los acreedores decidieron actuar de manera coordinada, rechazar la oferta unánimemente y presentar una nueva contrapropuesta de manera conjunta. Esto logró una flexibilización por parte de las autoridades argentinas, que dio lugar a la tercera y última oferta conformada por 12 bonos, detallada en una nueva enmienda ante la SEC a mediados de agosto. Los cambios con respecto a la última oferta fueron:

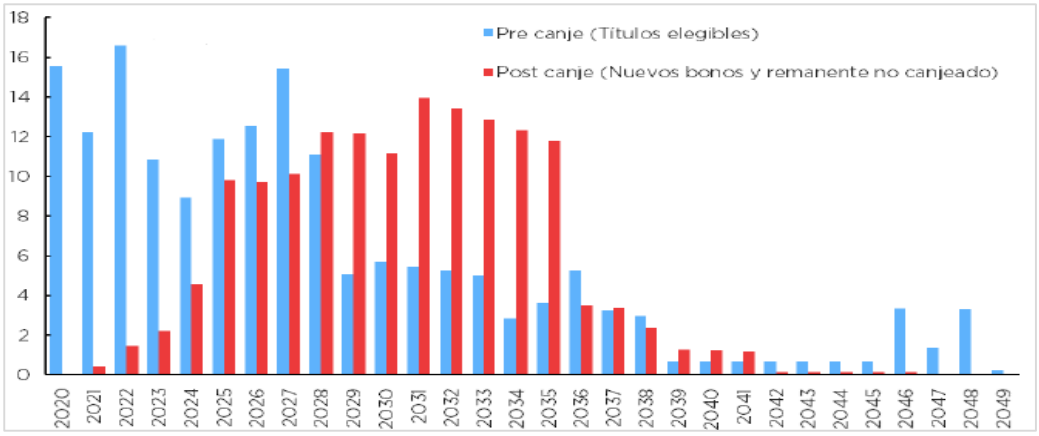
- Se adelantan las fechas de pago de los nuevos bonos, del 4 de marzo y 4 de septiembre al 9 de enero y 9 de julio de cada año. Los nuevos bonos comienzan a pagar intereses en julio de 2021.
- Se adelanta la fecha de inicios de los pagos de amortizaciones para los nuevos bonos con vencimiento en 2030, de marzo de 2025 a julio de 2024.
- Se anticipa la fecha de inicio de los pagos de amortizaciones para los nuevos bonos con vencimiento en 2038, de marzo de 2028 a julio de 2027
- Se adelanta un año, de 2030 a 2029, el vencimiento del bono en dólares o euros que se entrega como reconocimiento de los intereses corridos de los bonos elegibles
- Argentina se compromete a identificar "ciertos aspectos" de las CACs en los documentos de emisión de los nuevos bonos para incorporar algunas propuestas de los acreedores, sujeto al apoyo de la comunidad internacional (OPC, 2020).

Estas nuevas condiciones optimizaron el valor presente de la oferta llevándolo a un promedio de 54,8 dólares por cada 100, bajo el supuesto de una *exit yield* del 10%, lo que supuso una mejora para los tenederos de bonos respecto de la primera oferta. Argentina obtuvo la adhesión del 93,5% de los acreedores, lo que provocó la activación de las CAC, obteniendo una participación de 99,01%. Se emitieron nuevos bonos por 63.207 millones de dólares y 4,185 millones de euros. La quita real a valor actual fue entre 29% y 36,2% según estimaciones del Congreso de la Nación y el FMI. A los pocos días, se canjeó la deuda bajo ley local, con un 98,8% de participación que incluía bonos y letras pagaderos en dólares por 41.715 millones. Se emitieron nuevos bonos en dólares con una estructura financiera similar a la del canje externo y bonos ajustables a la inflación, que supusieron una quita de capital de 1,90%, una reducción de la tasa de interés promedio del 7% al 3%, y una extensión del perfil de vencimientos, pasando de 5,1 a 10,4 años. En este sentido, según los autores Nemiña y Val (2020), en conjunto, los canjes constituyeron un aporte significativo hacia la sostenibilidad de la deuda pública.

Tal como lo expresan Nemiña y Val (2020), si bien la reestructuración supone un importante alivio inicial para la economía argentina (Figura 136), lejos se está que la deuda haya dejado de ser un problema, ya que requerirá esfuerzos sustantivos para atenderla. En este sentido, los autores afirman que quedan desafíos pendientes con respecto a la deuda, que consisten en desarrollar un mercado doméstico de

deuda que achique las necesidades de financiamiento externo por parte del Estado; y, afrontar las negociaciones con el FMI y con el Club de París.

Figura 136: Perfiles de vencimientos pre y post canje (millones de dólares)



Fuente: Nemiña y Val 2020

5.3 Rol del Fondo Monetario Internacional

Al momento de la reestructuración de la deuda, Argentina tenía vigente un programa con el FMI iniciado en 2018, el cual era el más elevado de la historia de esta institución. Surgió entonces la discusión de por qué se tomó esta decisión. Los economistas del Fondo Monetario Internacional Ramzy Al-Aminey y Tim Willems, publicaron un informe en el que expresaron que durante el gobierno de Mauricio Macri, se generó un optimismo indebido por parte de los inversores que se mostraron ansiosos por otorgar préstamos a Argentina, cuando en realidad los indicadores económicos no eran auspiciosos, lo que llevó al país a resultados adversos (Télam, 2020; Al-Aminey et al., 2020).

Por otro lado, Mauricio Claver, asesor de Donald Trump y representante de los Estados Unidos en el FMI al momento de aprobar la asistencia a Argentina, expresó que influyó significativamente la visión geopolítica por parte del Gobierno de Trump, que pretendía sostener el programa económico de Cambiemos antes de las elecciones. En este sentido, Claver expresó que Trump intentaba bloquear una eventual llegada del Partido Justicialista al poder argentino, ya que ese suceso complicaría sus planes para terminar con el régimen de Nicolás Maduro en Venezuela. Ante este contexto, Trump utilizó su poder global para influir en la decisión del Fondo Monetario Internacional de conceder el préstamo más elevado de su historia (Infobae, 2020).

En este caso, el hecho de que el país tenga vigente el programa más elevado de la historia del FMI, fue una de las razones por las que el Fondo mostró un apoyo significativo a la estrategia adoptada por las autoridades argentinas para reestructurar su deuda, mediante testimonios y dos publicaciones en marzo y junio de 2020, en las que expresó la conveniencia de que los participantes compartieran las pérdidas para resolver la crisis de deuda. El punto clave para comprender esta relación, distinta a la del canje de 2005, tiene que ver con que, Argentina y el FMI eran socios ya que el país debía uno de cada dos

dólares que tenía prestados el organismo en créditos no concesionales, y este poseía el 11% de la deuda bruta de la nación. En segundo lugar, el Fondo reconoció la insostenibilidad financiera y la inviabilidad política de imponer ajustes desproporcionados a los deudores para pagar sus deudas, dado el contexto atravesado por la pandemia COVID19. En este sentido, el organismo expresó la necesidad de negociar quitas a los acreedores cuando la deuda se vuelva insostenible (Nemiña y Val, 2020).

En la declaración técnica del FMI sobre Argentina de junio de 2020, el personal técnico indicó que, las autoridades argentinas solicitaron que el staff del FMI evalúe su situación con respecto a la reestructuración de la deuda. La opinión de dicho personal fue que, para hacer frente a la carga insostenible de la deuda, Argentina debía buscar una reestructuración con sus acreedores para restaurar la sostenibilidad de la deuda pública, ya que consideraron este suceso fundamental para que el país vuelva a un crecimiento económico sostenido e inclusivo. Con respecto a la primera oferta presentada ante la SEC, el FMI consideró que el país tenía un margen mayor para aumentar los pagos a los tenedores de bonos, sin dejar de cumplir los objetivos de deuda vinculados a la sostenibilidad (FMI, 2020). Esto también permitió que los acreedores solicitaran un mayor esfuerzo por parte de Argentina.

El apoyo del FMI y de otros actores internacionales como el G20, varios mandatarios europeos, más de 150 economistas mundiales y premios Nobel encabezados por Joseph Stiglitz, fueron claves en el proceso de reestructuración de la deuda argentina, ya que el país se encontraba debilitado por la crisis de deuda y la recesión, lo que se profundizó con la pandemia COVID19 (Nemiña y Val, 2020).

Al momento de realizar esta investigación, el país no ha afrontado un nuevo programa con el FMI que permita reprogramar los vencimientos establecidos con el organismo entre 2021 y 2023. La idea del gobierno era llegar a un acuerdo con el FMI hacia finales del primer trimestre de 2021[62].

5.4 Análisis de Sostenibilidad de la Deuda

A diferencia de los demás casos analizados, este DSA (FMI, 2019) fue realizado anteriormente a la reestructuración luego de que las autoridades argentinas solicitaron que el personal del Fondo brindara su opinión sobre el monto del alivio de la deuda que podría sustentar una reestructuración de la deuda consistente con restaurar la sostenibilidad de la deuda con alta probabilidad. En este sentido, el personal del Fondo indicó que para restaurar la sostenibilidad de la deuda era necesario que la deuda del país se reduzca a niveles consistentes con su capacidad de pago de manera duradera.

Como punto de partida del DSA, el personal tenía en consideración que las autoridades argentinas habían anunciado los amplios contornos de sus planes de política macroeconómica, al tiempo que habían adoptado medidas para garantizar la estabilidad. En esta estrategia, se contemplaba una desinflación gradual y consolidación fiscal que preserve el equilibrio externo, a través de un tipo de cambio real competitivo y esfuerzos para impulsar las exportaciones. Al mismo tiempo, se estaba

[62] Finalizado el primer trimestre de 2021, el Gobierno argentino aun no llegó a un acuerdo con el FMI. Se estima que el acuerdo tendrá lugar luego de las elecciones legislativas (14 de noviembre).

implementando una estrategia para hacer frente a la propagación de la pandemia COVID-19, que incluía medidas de retención y mayores recursos presupuestarios para apoyar los servicios de salud y la actividad económica. Sin embargo, al momento de elaborar el DSA, las autoridades todavía estaban en proceso de desarrollar plenamente su programa de políticas.

En este contexto, el personal del Fondo formuló un marco macroeconómico que consideró viable. El marco contemplaba una recuperación económica moderada, luego de que se disipen los efectos adversos de la pandemia COVID-19, junto con un proceso de desinflación gradual, y una consolidación fiscal gradual pero realista en el mediano plazo. Puntualmente, el personal estimó que el crecimiento potencial del PBI era de 1,5%, en línea con el crecimiento promedio del PBI de Argentina en los últimos 20 años. Se proyectó que el PBI luego de contraerse un 2,3% en 2020, comenzaría a recuperarse gradualmente a principios de 2021, a medida que los efectos adversos de la pandemia comiencen a disminuir. Se asumió que la recuperación estaría impulsada por un repunte de la demanda externa y el consumo interno seguido por un aumento gradual de la inversión. Por su parte, el tipo de cambio real, después de una modesta apreciación, se mantendría cerca de los niveles de 2019 para respaldar el mantenimiento de un superávit comercial a mediano plazo.

Se proyectó que los niveles de exportación se recuperen en 2021 y luego se estabilicen en 2 o 3% después de 2020, mientras que las importaciones se moverían en conjunto con el crecimiento de la demanda interna. Se asumió que la inflación caería gradualmente sustentada en un menor financiamiento monetario del presupuesto, tasas de interés reales positivas y una tasa de variación del tipo de cambio nominal consistente con el objetivo de que el tipo de cambio real no se sobrevalue. El personal proyectó un déficit fiscal primario de 1,6% del PBI en 2020, debido a una actividad económica más débil y las medidas para hacer frente a la pandemia COVID 19. Seguidamente, se observaría una mejora gradual y constante en el plano fiscal, para alcanzar un superávit primario de 0,8% del PBI para 2023. Sin embargo, se advirtió que en caso de que los efectos de la pandemia sean más profundos y prolongados, la viabilidad de la ruta de consolidación fiscal del personal debía revisarse.

En cuanto a las reservas internacionales, el personal asumió un aumento constante y gradual basándose en el superávit comercial y entradas modestas de Inversiones Extranjeras Directas. Sobre las políticas macroeconómicas, el personal asumió que la política fiscal tenía como objetivo lograr una consolidación fiscal de 2,5% del PBI durante 2021-23 mediante una combinación de medidas de ingresos y gastos. Con respecto a la política monetaria, el personal consideraba que el tipo de cambio oficial actuaba como ancla nominal para cumplir con las metas de desinflación y la política de ingresos jugaba un papel de apoyo a corto plazo. El marco asumió que se alcanzaría un acuerdo social con sindicatos y empresarios que ayudaría a romper la indexación hacia atrás de los salarios, y que los controles temporales de precios se levantarían gradualmente a partir del segundo semestre de 2020.

Los superávits comerciales y fiscales primarios que implicó este marco macroeconómico estaban lejos de ser suficientes para cumplir con las obligaciones contractuales del servicio de la deuda del país.

Los flujos de efectivo del marco asumido durante los primeros cinco años son insuficientes para cubrir las obligaciones de intereses cambiarios sobre la deuda con el sector privado y los reembolsos del capital de la deuda. En este sentido, el personal consideró que un mayor superávit comercial y de la balanza primaria no sería económica y políticamente viable. Ante esto, se requería una reestructuración de la deuda que genere suficiente alivio de la deuda de flujo de efectivo a mediano plazo, así como la reducción necesaria en la relación deuda/PBI, para restaurar la sostenibilidad de la deuda con alta probabilidad.

Partiendo del hecho de que existen muchas combinaciones de parámetros de reestructuración de la deuda que podrían proporcionar el alivio de la deuda del flujo de efectivo mínimo requerido y, al mismo tiempo, garantizar una relación deuda/PBI decreciente, el análisis realizado por el personal mostraba que prácticamente no existía margen para los pagos del servicio de la deuda a los acreedores privados durante 2020-24. A su vez, la calibración final de estos parámetros de reestructuración de la deuda debería garantizar que después de 2030, la relación deuda/PBI se mantenga en general estable y las necesidades de financiamiento sean manejables.

Si bien el período transcurrido desde la reestructuración de la deuda hasta el momento en que se desarrolla esta investigación es acotado para evaluar la sostenibilidad de la deuda, es posible analizar el comportamiento de la economía argentina. En este sentido, corresponde indicar que se produjo una caída de la actividad por tercer año consecutivo. Las cifras oficiales arrojaron que el país cayó 10,1% debido al impacto de la crisis de la pandemia COVID-19, que repercutió negativamente en el consumo privado, en la inversión y en las exportaciones. En el marco de la pandemia mencionada, se establecieron restricciones a la circulación que impactaron negativamente tanto en la oferta como en la demanda y elevaron la incertidumbre de la sociedad. Pese a que la caída fue generalizada, los sectores más afectados fueron hoteles y restaurantes, otras actividades comunitarias, sociales y personales, construcción, pesca y servicios domésticos.

En lo que respecta a la política fiscal, es preciso indicar que la misma tuvo un sesgo expansivo durante 2020. El gasto público aumentó impulsado por un amplio paquete de medidas destinadas a proteger el empleo, las empresas y a los sectores más vulnerables. Si se tiene en cuenta que ocurrió una disminución de los ingresos, se debe mencionar que el resultado primario fue deficitario en torno a 6,5% del PBI. Por otro lado, los egresos referidos a intereses de deuda cayeron al 2% del PBI, lo que determinó que el resultado financiero fuese deficitario de 8,5% del PBI. Entre las medidas adoptadas en este período, se destacan el Programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción (ATP), que implicó la postergación o reducción de las contribuciones patronales; y el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE), que se trató de un programa de transferencia monetaria (10.000 pesos) para trabajadores informales y para independientes que pertenecen a la categoría más baja del monotributo.

La disponibilidad de datos indica que la cuenta corriente fue superavitaria en un 0,8% del PBI en el primer semestre de 2020. Este resultado se corresponde con una caída de las importaciones que fue mayor a la caída de las exportaciones y a la reducción del déficit por servicios, y por rentas y transferencias

corrientes. La cuenta capital y financiera registró un déficit de 1,1% del PBI para este mismo período, asociado a las salidas de capitales del sector privado, y a la caída de la Inversión Extranjera Directa. El mayor déficit de la cuenta corriente y financiera explicó la caída de las reservas internacionales.

La política monetaria tuvo un sesgo expansivo. Por un lado, se amplió la oferta de líneas de financiamiento en términos favorables al sector privado y se redujo la tasa de interés a 36%. Por otro lado, el Banco Central asistió financieramente al Tesoro para hacer frente a los gastos asociados al paquete de medidas fiscales. Asimismo, la política monetaria tuvo como objetivo la estabilización cambiaria. En este punto, la autoridad monetaria llevó a cabo una política de incremento gradual del tipo de cambio oficial cuyas intervenciones requirieron venta de divisas que contribuyeron a la caída de las reservas internacionales, las cuales se ubicaron en 39.410 millones de dólares en diciembre.

En el mismo sentido, se dispuso de mayores restricciones para acceder al cupo de 200 dólares mensuales para libre disponibilidad y se estableció una percepción del 35% sobre las operaciones de compra de moneda extranjera a cuenta de impuestos a la ganancia y bienes personales. En función de estas medidas, el tipo de cambio nominal se ubicó en 82,6 pesos argentinos, mientras que el tipo de cambio real se depreció en torno a 2% con respecto al valor de 2019.

La inflación se desaceleró en 2020 con respecto a la tasa obtenida en 2019. En este caso, el Índice de Precios al Consumidor arrojó un 34,1% interanual en diciembre de 2020. Este descenso de la inflación, estuvo asociado al congelamiento de los precios regulados, a la suba gradual del tipo de cambio y a la significativa contracción del nivel de actividad.

La disponibilidad de los datos indica que hasta el tercer trimestre de 2020 la relación deuda pública/PBI argentina aumentó a 100,7%. Este incremento se corresponde con la caída de la actividad, ya que el endeudamiento no se vio ampliado. Por su parte, la información del tercer trimestre, indicó que la deuda externa representó el 47,9% del PBI. La disponibilidad de los datos y el contexto de pandemia, llevan a la conclusión de que no es posible evaluar la sostenibilidad de la deuda en un período tan acotado. Sin embargo, el caso es agregado por su magnitud, su carácter reciente y las características diferenciales que aporta, a la vez que tiene una conexión con la reestructuración previa del país, también analizada.

Asimismo, si bien no puede realizarse un análisis de mediano plazo posterior a la reestructuración, sí es posible analizar todas las demás dimensiones del fenómeno, incluyendo los resultados de la reestructuración incluidos, entre otros, en los DSA y proyecciones del gobierno argentino pre y post reestructuración. Es preciso indicar además que la restructuración por sí sola no genera la sostenibilidad de la deuda, sino que será necesario implementar soluciones macroeconómicas una vez disipados los efectos de la pandemia COVID-19. El análisis en este caso, excede a esta investigación.

VII. Análisis comparado

i. Dimensión: real

Análisis pre-canje

Según el análisis desarrollado (Tabla 13), Argentina (2005), Uruguay y Grecia mostraron un patrón similar en el comportamiento del PBI, hasta el momento del canje. Puntualmente, en estos casos se observaron niveles de crecimiento sostenidos durante un período, que fueron seguidos por profundas recesiones y pérdidas de confianza. Asimismo, en estos tres casos, el principal impulsor del crecimiento fue el consumo, mientras que la inversión también aportó su contribución positiva, aunque en una cuantía inferior. En el caso de las exportaciones netas, contribuyeron negativamente al crecimiento, debido al desempeño creciente de las importaciones. Por su parte, en los períodos de recesión, las contribuciones del consumo y la inversión fueron negativas, mientras que las exportaciones netas contribuyeron positivamente. En esta consideración, cabe aclarar que Argentina logró volver al crecimiento sostenido en 2003, dos años antes del canje.

En los casos referidos a Belice, el comportamiento del PBI fue diferente al presentado por los demás países. En este sentido, Belice no contó con períodos recesivos, aunque se produjo cierta desaceleración del crecimiento. Si bien el consumo contribuyó positivamente al crecimiento en casi la totalidad de los períodos pre canje, no fue el principal motor del crecimiento. En su lugar, las exportaciones netas y la inversión alternaron el rol de principal motor del crecimiento, aunque mostraron períodos en los que contribuyeron negativamente.

Por su parte, Argentina (2020) mostró un período pre canje con oscilaciones de crecimientos y recesiones. Al igual que el caso de 2005, el principal impulsor del crecimiento fue el consumo, seguido por la inversión, mientras que las exportaciones netas contribuyeron negativamente en los períodos de crecimiento, y positivamente en los períodos recesivos.

En lo que respecta a la balanza de pagos pre canje, se observaron patrones similares sobre el comportamiento de la cuenta corriente en la totalidad de los casos analizados. Es decir, salvo algunos años, la cuenta corriente presentó resultados deficitarios hasta el momento del canje. Por su parte, al evaluar el desempeño de la cuenta capital y financiera, es posible indicar que mostró siempre resultados superavitarios en los casos referidos a Belice. En Argentina (2005) y Uruguay, se observó una conducta similar de déficit en los primeros años de la década del 90, y superávit desde entonces. En el caso de Grecia, se observó un resultado deficitario de la cuenta capital y financiera en la totalidad del período pre canje. Finalmente, Argentina (2020) mostró superávit de dichas cuentas hasta 2018, dos años antes del canje.

Si se analiza la cuestión fiscal pre canje, pueden notarse algunas similitudes y diferencias de comportamiento. El resultado primario de Argentina (2005) y Belice (2012) fue superavitario en la totalidad del período. En Uruguay, Belice (2016) y Grecia, el resultado primario mostró algunos años de superávit, pero esta tendencia fue revertida hasta alcanzar resultados deficitarios hasta el momento del canje. En tanto, los resultados primarios de Belice (2006) y Argentina (2020) fueron diferentes al resto. En el primer caso, se observó un período de resultado deficitario, cuya tendencia pasó a ser

superavitaria en los años cercanos al canje. Por su parte, el resultado primario de Argentina (2020) fue deficitario en la totalidad del período. En lo que refiere a los intereses de deuda, Argentina (2005) y Uruguay, presentaron una tendencia similar, con intereses decrecientes durante un período, que luego se transformaron en crecientes hasta el momento del canje en Uruguay, y hasta el *default* en Argentina. En los casos de Belice (2012 y 2016) y Grecia, los intereses se mantuvieron constantes. Finalmente, los intereses de deuda de Belice (2006) y Argentina (2020) fueron crecientes hasta el momento de la reestructuración.

En función de los desempeños de los resultados primarios y de los intereses de deuda, es posible establecer dos agrupamientos en función del resultado financiero. Por un lado, Argentina (2005) y Uruguay, mostraron superávits en ciertos períodos, y luego revirtieron la tendencia pasando a ser deficitaria hasta el momento del canje en Uruguay, y hasta el momento del *default* en Argentina. Por otro lado, los casos de Belice (2006, 2012 y 2016), Grecia y Argentina (2020), contaron con resultados financieros deficitarios en todo el período anterior al canje.

Al indagar la libertad económica, representada en esta investigación por el Ranking de Libertades Económicas, pueden establecerse dos agrupaciones. En primer lugar, en los casos pre canje de Uruguay, Belice (2012) y Grecia, se observaron períodos de pérdidas en las libertades económicas hasta el momento de las respectivas reestructuraciones. En este sentido, Uruguay pasó del puesto 34 al 52, Belice (2012) del puesto 48 al 101, y, Grecia pasó del puesto 35 al 63. La agrupación restante podría establecerse en los casos restantes de Belice (2006 y 2016) y de Argentina (2005 y 2020), ya que se presentaron períodos de ciertas desregulaciones económicas, representadas por el ascenso de puestos en el Ranking pertinente. Corresponde aclarar que en el primer caso de Argentina (2005), se presenció un período de desregulación económica que situó al país en el puesto 37 del ranking mencionado al momento del *default*, no obstante a partir de este suceso se llevó a cabo un período de pérdidas en las libertades económicas hasta el momento del canje, que traslado al país al puesto 106.

Análisis post-canje

En el período posterior al canje, se observó una tendencia incremental del crecimiento o de desaceleración de la recesión. Argentina (2005) y Uruguay, mostraron un crecimiento prolongado por encima del 7%. Esta conducta fue impulsada, principalmente, por el consumo y la inversión, mientras que las exportaciones netas alternaron contribuciones negativas y positivas. Asimismo, resulta pertinente indicar que el comportamiento de estos indicadores se combinó con un contexto mundial favorable, que presentó grandes niveles de liquidez y altos precios de *commodities*, influyendo considerablemente sobre el crecimiento. La tendencia de crecimiento sostenido se mantuvo hasta 2015 en Uruguay, y hasta 2011 en Argentina, donde se produjo un período de estancamiento. No obstante, los efectos de la crisis financiera internacional de 2008, afectaron el comportamiento del PBI y provocaron la desaceleración del crecimiento en Uruguay, y la recesión en Argentina.

En el caso de Belice (2016), se presentó un aumento del crecimiento, comparado con niveles previos a la tercera reestructuración. Sin embargo, este crecimiento duró dos años y desde 2019 se observó una recesión que fue profundizada en 2020 tras los efectos de la pandemia COVID-19. Grecia experimentó una desaceleración de la recesión luego del canje de deuda. Esta conducta se prolongó hasta 2017, donde el crecimiento volvió a niveles positivos con tendencia creciente hasta 2019. Al igual que Argentina (2005) y Uruguay, el principal impulsor del crecimiento griego fue

el consumo, y, en menor medida, la inversión. Hay una excepción que se diferencia de los comportamientos indicados, y fue Argentina (2020). En este caso, el PBI, luego del canje, presentó una significativa recesión como consecuencia de la pandemia COVID-19, con caídas generalizadas en todos los sectores.

La balanza de pagos en el período posterior al canje también presentó similitudes. En lo que refiere a la cuenta corriente, tanto Belice (2016) como Grecia, presentaron resultados deficitarios en la totalidad del período analizado. En tanto, los casos argentinos presentaron resultados superavitarios en el período posterior al canje. Finalmente, Uruguay mantuvo su cuenta corriente equilibrada los dos años posteriores al canje, y luego presentó déficits. En lo concerniente a la cuenta capital y financiera, salvo algunas excepciones, Argentina (2005), Uruguay y Belice (2016) manifestaron resultados superavitarios en el período posterior al canje. Grecia también mantuvo superávits, pero perduraron hasta 2015, momento a partir del cual se presentaron déficits. Si nos centramos en los rubros que generaron estos desempeños, hay que mencionar que fue fundamental la Inversión Extranjera Directa en Grecia, Belice, Uruguay y, en menor medida, en Argentina (2005).

Debe tenerse presente que con las profundas recesiones experimentadas en Grecia, Uruguay y Argentina (2005), los niveles de inversión extranjera cayeron significativamente, por lo que los repuntes en este indicador surgieron de una base baja. Asimismo, hay rubros de la cuenta capital y financiera que fueron importantes de manera individual. Tal es el caso de las inversiones de cartera en Uruguay, de los flujos de financiación oficial en Grecia y de otras inversiones (no consideradas directas) en Argentina (2005). Finalmente, Argentina (2020), luego del canje, contó con una cuenta financiera y de capital deficitaria, producto de las salidas de capitales del sector privado y de la caída de la Inversión Extranjera Directa.

En lo que refiere al ámbito fiscal post canje, es posible hallar ciertos comportamientos similares y algunas diferencias. El resultado primario de Argentina (2005), Uruguay y Belice (2016) fue superavitario en los años posteriores al canje. Tanto Argentina (2005) como Belice (2016) mantuvieron resultados superavitarios por un tiempo, y luego presentaron resultados deficitarios. Por su parte, Uruguay sostuvo su tendencia superavitaria hasta 2011, y a partir de allí mostró resultados primarios deficitarios. En tanto, Grecia experimentó déficits en sus resultados primarios los años siguientes al canje, pero esta tendencia se revirtió en 2016 y pasó a ser superavitaria hasta 2019. Finalmente, Argentina (2020) manifestó un resultado primario deficitario luego de la reestructuración.

Más allá de las agrupaciones establecidas en función a las tendencias experimentadas post canje, resulta pertinente destacar cuáles de ellas han sido consecuencia del canje y cuáles no. En este sentido, en las reestructuraciones llevadas a cabo en Uruguay, Grecia y Belice (2016) se establecieron metas fiscales a cumplir, que explican el comportamiento fiscal experimentado. Por su parte, el desempeño fiscal de los casos argentinos no fue consecuencia directa de los canjes. Es decir, en Argentina (2005) se dio lugar a la continuidad de los resultados fiscales experimentados previo al canje, mientras que en Argentina (2020) fue consecuencia directa de la pandemia COVID19. En cuanto a los intereses de deuda, hay que mencionar que en los casos analizados, se observó un descenso y una tendencia constante en los años posteriores al canje. En función de los comportamientos de los resultados primarios y de los intereses de deuda, es factible diferenciar los resultados financieros obtenidos. Por un lado, Uruguay, Belice (2016) y Argentina (2020), exhibieron resultados financieros deficitarios durante todo el período posterior al canje. Por otro lado, se ubica Argentina

(2005) que presentó resultados financieros superavitarios los 3 años siguientes a la reestructuración, y a partir de allí mostró déficits. Grecia experimentó resultados financieros deficitarios con tendencia creciente hasta 2015, y a partir de allí manifestó resultados superavitarios.

Finalmente, en cuanto a la libertad económica post canje, se observó una marcada pérdida de libertades económicas, representada por el descenso en el Ranking de Libertades Económicas, por parte de los países seleccionados. Los últimos datos determinaron que Argentina, en 2015, se sitúe en el puesto 153, mientras que Uruguay se situó en el puesto 62 en dicho año. En tanto, Belice, en 2018, se ubicó en el puesto 101, mientras que Grecia lo hizo en el puesto 92.

Tabla 13: Comparación en función de la dimensión real

Variables	Argentina (2005)		Uruguay (2003)		Belice (2006)		Belice (2012)	Belice (2016)	Grecia (2012)		Argentina (2020)	
	Pre Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje	Post Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje
Crecimiento	Sostenido en la década del 90. Caída permanente desde 1999. Incremento desde 2003.	Significativo en el período inmediato. Estancamiento desde 2011.	Sostenido hasta 1998. Desde allí recesión constante. Repunte en 2003.	Significativo hasta 2010. Desaceleración desde 2011 sin recesiones.	Sostenido con tendencia decreciente desde 2000.	Estable en niveles bajos hasta 2009. Desde entonces leve tendencia creciente.	Moderado hasta 2016.	Estable los primeros dos años. Recesión creciente desde entonces.	Sostenido de 2000 a 2006. Luego, desaceleración y recesión a partir de 2009.	Desaceleración de la recesión hasta 2017. Desde allí crecimiento positivo.	Oscilaciones entre caídas e incrementos hasta 2018. Desde allí recesión.	Caída significativa en torno a 10,1% en 2020.
Consumo	Motor del crecimiento en los 90. Mal desempeño desde 1999. Repuntó en 2003.	Incremento sostenido hasta 2011. Oscilaciones desde entonces.	Principal impulsor del crecimiento. Caídas moderadas en los períodos recesivos.	Contribuyó positivamente en todos los períodos.	Contribución positiva al PBI hasta 2003. Luego contribución nula o negativa.	Contribución positiva al PBI en todo el período.	Contribución positiva hasta 2016.	Contribución positiva hasta 2018. Negativa desde allí.	Contribución positiva hasta 2009. Negativa desde allí. Motor del crecimiento.	Contribución negativa hasta 2016. Desde allí positiva.	Contribuciones positivas en los incrementos, negativas en las caídas.	Caída generalizada y contribución negativa.
Inversión	Coincidió su evolución con la experimentada por el consumo.	En una cuantía inferior, misma evolución que el consumo.	Contribución positiva al PBI hasta 1998. Desde allí su contribución fue negativa.	Contribución positiva en todos los períodos, excepto 2009 y 2015.	Contribuyó negativamente al PBI de 2001 a 2004. Desde allí, leve contribución positiva.	Contribución positiva al PBI hasta 2008. Negativa desde allí.	Contribución positiva al PBI hasta 2016. Principal motor de 2013 a 2015.	Evolución similar al consumo, aunque su caída fue más acentuada.	Contribución positiva hasta 2008. Luego contribución negativa.	Nula contribución hasta 2017. Desde allí, leve contribución positiva.	Similar desempeño al consumo, con efectos inferiores.	Caída generalizada y contribución negativa.
Exportaciones netas	Contribución positiva al PBI de 1999 a 2003. Negativa en los años restantes.	Contribución negativa al PBI, salvo algunas excepciones.	Contribución negativa hasta 1998. Positiva en los períodos recesivos.	Alternancia de contribuciones positivas y negativas al PBI.	Contribución positiva al PBI en todo el período analizado.	Contribución negativa al PBI los anos inmediatos. Positiva desde 2009.	Contribución negativa al PBI hasta 2016.	Contribución positiva en 2017, siendo el motor del crecimiento. Negativa desde allí.	Contribución negativa hasta 2007. Positiva desde entonces.	Se mantuvo la contribución positiva hasta 2017. Desde allí, levemente negativa.	Contribución negativa hasta 2017, positiva desde entonces.	Caída generalizada en importaciones y contribución negativa.
Cuenta corriente (BdP)	Deficitaria hasta 2001, superavitaria desde entonces.	Superavitaria hasta 2009, deficitaria desde allí.	Deficitaria hasta 2003.	Equilibrada y luego deficitaria.	Deficitaria en todo el período.	Continuó deficitaria en todo el período.	Deficitaria hasta 2016.	Deficitaria hasta 2019.	Deficitaria en todo el período.	Deficitaria decreciente.	Deficitaria en todo el período.	Superavitaria el primer trimestre de 2020.
Cuenta capital y financiera (BdP)	Superavitarias, salvo de 2000 a 2003.	Superavitarias en todo el período.	Superavitarias hasta 2003.	Superavitarias en todo el período.	Superavitarias en todo el período.	Superavitarias en todo el período.	Superavitarias en todo el período.	Superavitarias creciente.	Financiera deficitaria. Capital superavitaria.	Financiera superavitaria hasta 2015, deficitaria desde allí. Capital superavitaria.	Financiera superavitaria hasta 2018, desde allí deficitaria. Capital superavitaria.	Deficitarias.
Resultado primario	Superavitario en todo el período.	Superavitario decreciente hasta 2011. Desde entonces deficitario	Tendencia oscilante hasta 1998. Desde allí deficitario.	Superavitario hasta 2011. Equilibrado desde entonces.	Deficitario con tendencia decreciente hasta 2004. Desde allí, superavitario.	Superavitario en todo el período, con tendencia decreciente.	Superavitario en 2013. Desde entonces, deficitario hasta 2016.	Superavitario hasta 2018. A partir de allí deficitario hasta el segundo trimestre de 2020.	Deficitario desde 2001.	Deficitario hasta 2015. Superavitario creciente desde 2016.	Deficitario. Tendencia decreciente desde 2016.	Deficitario en torno a 6,5% del PBI.
Intereses de deuda	Decrecientes hasta 1995. Crecientes hasta 2001. Luego decrecientes.	Estables en torno a 2% del PBI.	Decrecientes hasta 1998. Crecientes hasta 2003.	Decrecientes hasta llegar al 2,3% del PBI en 2015.	Tendencia creciente hasta el canje.	Estables en torno a 4% hasta 2011.	Cayeron en 2012 y se mantuvieron estables hasta 2015. Desde allí crecieron.	Estables en torno a 3% del PBI.	Estables en torno a 5% del PBI.	Descendieron y se mantuvieron estables.	Tendencia creciente.	Cayeron con respecto a 2019.
Resultado Financiero	Superavitario hasta 1994. Deficitario creciente hasta 2001. Superavitario desde 2003.	Superavitario hasta 2008, deficitario desde entonces.	Deficitario con tendencia creciente hasta 2003.	Deficitario decreciente en todo el período.	Deficitario con tendencia decreciente en todo el período.	Superavitario únicamente en 2008. En los períodos restantes fue deficitario.	Deficitario creciente hasta 2015. A partir de allí, deficitario decreciente.	Deficitario. Desde 2018 comenzó a incrementarse el desequilibrio.	Deficitario en todo el período.	Deficitario con tendencia decreciente hasta 2015. Superavitario desde allí.	Deficitario en todo el período.	Incremento del déficit de 2019, llegando a -8,5%.
Libertad económica (Índice Fraser)	En 1990, puesto 95. En 2000, puesto 37. En 2005, puesto 106.	En 2010, puesto 136. En 2015, puesto 153.	Puesto 34 en 1990. Puesto 52 en 2000.	En 2005, puesto 63. En 2010, puesto 43. En 2015, puesto 62.	En 2000, puesto 96. En 2005, puesto 48.	En 2010, puesto 101.	En 2015, puesto 92.	En 2018, puesto 101.	En 2000, puesto 35. En 2005, puesto 44. En 2010, puesto 63.	En 2015, puesto 97. En 2018, puesto 92.	En 2015, puesto 153. En 2018, puesto 144.	2018 fue el último año del índice.

ii. Dimensión: monetaria - financiera

Análisis pre-canje

Tal como se presenta en la Tabla 14, la descripción de la dimensión monetaria permite establecer ciertos patrones de comportamientos en los casos analizados. La inflación pre canje presentó prácticamente la misma tendencia en Argentina (2005) y en Uruguay. Es decir, desde inicios de los 90 ambos países exhibieron tendencias decrecientes en la inflación hasta 2002, momento en el cual el indicador analizado creció considerablemente. Los casos de Belice (2006) y Argentina (2020) presentaron tendencias crecientes de la inflación en el período anterior al canje. En estos casos donde creció la inflación previo al canje, se dio la particularidad de que se presenciaron grandes devaluaciones del tipo de cambio. No obstante, Belice mantuvo una política de tipo de cambio fijo con respecto al dólar estadounidense y también experimentó cierta tendencia creciente en la inflación. Sin embargo, el incremento de la inflación beliceña fue a tasas bajas, explicadas fundamentalmente, por el aumento de los precios internacionales de los combustibles. Grecia, por otro lado, manifestó una inflación con tendencia decreciente, mientras que los casos restantes de Belice (2012 y 2016) arrojaron tendencias oscilantes, con caídas e incrementos de la inflación hasta las respectivas reestructuraciones.

En cuanto a la tasa de interés nominal pre canje, se observó un patrón generalizado. Puntualmente, la tasa de interés activa de Argentina (2005), Uruguay y de los casos referidos a Belice (2006, 2012 y 2016) disminuyó constantemente. Por su parte, la tasa de interés real mostró una tendencia creciente en Argentina (2005) hasta 2001 y en Uruguay hasta 2002. A partir de allí en ambos países se observó un descenso de este indicador hasta el momento del canje. Asimismo, debe indicarse que desde 2004, Argentina experimentó tasas de interés reales negativas, que perduraron hasta 2016. Teniendo en cuenta esta aseveración, hay que indicar que en el caso de Argentina (2020) la tasa de interés real presentó una tendencia creciente desde 2016 hasta el momento de la reestructuración. En los casos referidos a Belice, hay que hacer distinciones. En el período anterior a la primera reestructuración, la tasa de interés real experimentó una tendencia decreciente, mientras que en los casos restantes la tendencia fue oscilante.

En cuanto al tipo de cambio pre canje también se observaron ciertas similitudes y algunas diferencias. Tanto Argentina (2005), como Belice (2006, 2012 y 2016) tuvieron tipos de cambios nominales fijos. En el caso de Belice, esta política de tipo de cambio fijo perduró en la totalidad de los períodos pre canjes. En el caso de Argentina, el tipo de cambio fijo duró hasta 2001, ya que creció en 2002 y desde entonces descendió hasta el momento del canje. Otra similitud que puede establecerse fue la de Uruguay y Grecia, que pese a no tener un tipo de cambio fijo, mantuvieron dicho indicador en niveles estables. En este caso, la estabilidad del tipo de cambio nominal de Grecia fue hasta el momento del canje, mientras que la de Uruguay fue hasta 2001, y desde entonces mostró una tendencia creciente hasta la reestructuración. El período previo a la reestructuración de Argentina (2020), exhibió una tendencia creciente en el tipo de cambio nominal.

Por su parte, los comportamientos del tipo de cambio real pueden clasificarse en dos grupos. Por un lado, los casos de Argentina (2005 y 2020) y Uruguay, compartieron la particularidad de que las crisis/tensiones macroeconómicas dispararon la depreciación del tipo de cambio real hasta el momento del canje. Por otro lado, los casos de Belice y de Grecia, presentaron la similitud de una tendencia a la apreciación del tipo de cambio real hasta el momento de las respectivas reestructuraciones. Puntualmente, el comportamiento de Belice puede encasillarse en lo que Bresser Pereira

denominó "Populismo Cambiario"[63], es decir, aquellas situaciones en las que el Estado-Nación gasta más de lo recaudado incurriendo en déficits crónicos en cuenta corriente, utilizando anclas cambiarias para controlar la inflación o para provocar aumentos de salario en moneda extranjera y/o una sensación de bienestar en la población. Asimismo, este caso se emparenta con la condición de ser un país periférico con predominancia de las formas institucionales monetaria (en este caso el dólar) e inserción internacional (dependiente económicamente y de los flujos financieros externos), en la jerarquía de su Modo de Regulación.

El desempeño del riesgo país pre canje permite establecer ciertas similitudes. Tanto Argentina (2005) como Belice (2012), experimentaron una tendencia creciente en dicho indicador. En el caso de Argentina (2005), el crecimiento fue más significativo, ya que superó los 7000 puntos básicos, mientras que el mayor nivel de riesgo país en Belice (2012) fue de 1939 puntos básicos. El comportamiento del riesgo país de Uruguay puede asemejarse al experimentado por Grecia. En este sentido, ambos países exhibieron una tendencia estable que fue alterada por una suba significativa hasta el momento del canje. En Grecia alcanzó los 3294 puntos básicos, mientras que en Uruguay se situó en torno a 2300 puntos básicos. Finalmente, Belice (2016) y Argentina (2020), compartieron la característica de contar con una tendencia decreciente en el riesgo país por algunos años, la cual fue revertida tras presentar incrementos en los momentos previos al canje. De hecho, Argentina (2020) llegó a tener un riesgo país de 4300 puntos básicos, mientras que Belice arrojó un valor de 1339 puntos básicos. En función de estas consideraciones, puede establecerse un ranking considerando los niveles de riesgo país experimentados en los momentos más críticos de cada caso. De esta manera, Argentina (2005) tuvo el mayor riesgo país, luego siguió Grecia, Uruguay, Belice (2012), Argentina (2020) y finalmente Belice (2016).

En cuanto a las reservas internacionales hay que tener presente que es la cuenta que ajusta los desequilibrios de la balanza de pago, por lo tanto su comportamiento se encuentra directamente relacionado con la explicación de la cuenta corriente, financiera y de capital, detalladas en la dimensión real. En este sentido, en el período pre canje, Argentina (2005), Uruguay y Belice (2006), presentaron una conducta similar. Es decir, en estos países se observó una tendencia creciente del acervo de reservas internacionales, que dio pasó a un período de caídas y crecimientos hasta el momento de los respectivos canjes de deuda. Asimismo, es posible agrupar a Belice (2012) y a Grecia, ya que ambos países mostraron caídas al comienzo del período analizado, y finalmente presentaron una tendencia creciente hasta el momento de la reestructuración de la deuda. Por su parte, Belice (2016) tuvo una tendencia creciente hasta 2014, que luego se transformó en decreciente hasta el momento del canje. Finalmente, Argentina (2020) mostró una caída de las reservas en 2015, un crecimiento de las mismas desde 2016 a 2018, y nuevamente una caída en el año anterior al canje.

Análisis post-canje

Si se evalúa el comportamiento de la inflación que experimentaron los países seleccionados luego de sus respectivos canjes de deuda, puede notarse una conducta generalizada. Es decir, todos los casos presentaron una disminución de la inflación en el período inmediato al canje de deuda. A pesar de las conductas mencionadas, resulta importante diferenciar los niveles de inflación por los que atravesaron los países. Se debe tener presente, que Grecia y Belice afrontaron tasas de inflaciones muy bajas, inferiores a 1 % anual, y de hecho se visualizaron períodos donde la

[63] Ver Bresser Pereira (2008). Bresser-Pereira, L. C. (2008). The Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach. Brazilian Journal of Political Economy, 28(1), 47-71

inflación fue negativa. En este sentido, el hecho de adoptar monedas estables como curso legal repercutió en cierta estabilidad de precios. Un escalón por encima, debe situarse a Uruguay que contó con tasas de inflación en el rango de 5 y 10%. Finalmente, los casos argentinos fueron testigo de la mayor inflación, debido a que el período posterior al canje de 2005 ubicó al estimador en un rango de 10 y 40%, mientras que en el período siguiente a la reestructuración de 2020, la inflación fue cercana a 36%.

Entre otras razones, al comparar el caso de Uruguay con Argentina, puede notarse que el desempeño fiscal post reestructuración fue determinante para evitar o generar desequilibrios que requieran altos niveles de financiamiento vía emisión monetaria con impacto directo en la inflación. Asimismo, es pertinente indicar que la tasa de inflación en Argentina 2020, incorpora los efectos de los cierres generalizados ocurridos en el marco de la pandemia COVID19.

La tasa de interés activa post canje, mostró una tendencia decreciente en Uruguay, Grecia y en Argentina (2020). En tanto, Argentina (2005) experimentó una tendencia creciente de la tasa de interés activa hasta 2008. En el caso de Belice (2016), el indicador analizado se mantuvo constante hasta 2019. En lo que respecta a la tasa de interés real post canje, los casos argentinos (2005 y 2020) coincidieron en contar con dicho indicador en niveles negativos. Belice (2016) experimentó un leve crecimiento de 1 punto porcentual desde el canje hasta 2019, mientras que la tasa de interés real en Uruguay fue oscilante alternando caídas y crecimientos hasta 2015.

En lo referido a la política cambiaria post canje, es posible encontrar algunas generalidades y ciertas diferencias. En cuanto al tipo de cambio nominal, los casos argentinos (2005 y 2020) y el griego exhibieron una tendencia creciente. Por su parte, Uruguay mostró una tendencia decreciente hasta 2012. En tanto, Belice sostuvo la política de tipo de cambio fijo experimentada en los períodos anteriores a las reestructuraciones de deuda. Asimismo, se dio la generalidad de que Argentina (2005), Uruguay, Belice y Grecia, fueron testigos de una apreciación del tipo de cambio real durante todo el período posterior a los respectivos canjes de deuda. Argentina (2020), en cambio, presentó una depreciación del tipo de cambio real.

Otro patrón generalizado que se dio en esta dimensión, luego del canje de deuda, fue el descenso significativo del riesgo país. Todos los casos analizados presentaron una caída en el riesgo país luego de sus respectivas reestructuraciones. Sin embargo, en algunos casos como Uruguay, Belice (2016) y Argentina (2020) el descenso del riesgo país duró algunos años y luego se observó una tendencia creciente del mismo. En tanto, Argentina (2005) tuvo un descenso del riesgo país hasta 2006, desde allí mostró un crecimiento hasta 2008, y desde entonces el riesgo país experimentó una tendencia decreciente hasta 2015. Finalmente, Grecia mantuvo la tendencia decreciente en el riesgo país hasta 2020. En este caso, podría intuirse que la significativa importancia geopolítica que adquiere este país debido a su pertenencia a la Unión Europea, haya sido de gran peso a la hora de considerar el comportamiento futuro de su economía, medido en gran parte por el riesgo país.

El desempeño de las reservas internacionales en el período posterior al canje de deuda, fue dispar. Tanto Belice (2016) como Argentina (2020), mostraron caídas sostenidas en este indicador. Argentina (2005) experimentó un crecimiento en el acervo de reservas hasta 2010, y desde entonces la tendencia pasó a ser decreciente hasta 2015. Uruguay exhibió un crecimiento sostenido en la totalidad del período posterior al canje. Grecia, por su parte, mostró una

caída significativa en las reservas internacionales el año siguiente al canje, y desde entonces presentó una tendencia creciente hasta 2019.

Puede indicarse entonces que los dos casos de crisis macroeconómicas importantes (Belice y Argentina 2020) tienen en común la caída de las reservas, mientras que los casos restantes comparten el hecho de la recomposición de las reservas post canje. A su vez, dado que el período posterior al canje determinó una baja generalizada en el riesgo país y en el tipo de cambio real (salvo Argentina 2020), podría interpretarse que las reestructuraciones analizadas fueron exitosas en relajar las necesidades de divisas como consecuencia directa de la disminución de los pagos inmediatos, permitiendo la apreciación o evitando que se profundice la depreciación del tipo de cambio real.

Tabla 14: Comparación en función de la dimensión monetaria - financiera

Variables	Argentina (2005)		Uruguay (2003)		Belice (2006)		Belice (2012)	Belice (2016)	Grecia (2012)		Argentina (2020)	
	Pre Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje	Post Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje
Inflación	Decreciente hasta 2002, con años deflacionarios. Creciente desde allí.	Tendencia a la aceleración inflacionaria.	Decreciente en la década de los 90. Creciente desde 2002.	Disminución hasta 2005. Creciente hasta 2015.	Creciente.	Creciente hasta 2011, decreciente desde allí.	Leve crecimiento hasta 2014, deflación en 2015.	Decreciente hasta 2019.	Decreciente, salvo 2009.	Decreciente hasta 2015. Creciente luego.	Creciente en todo el período.	Decreciente con respecto a 2019.
Tasa de interés activa	Decreciente en los 90. Incremento en 2002 y caída desde allí.	Creciente.	Decreciente hasta 2001. Creciente desde entonces.	Decreciente hasta 2010, donde pasó a ser creciente.	Estable en 14%.	Decreciente.	Decreciente.	Estable en 9%.	Estable hasta 2009, creciente desde allí.	Marcadamente decreciente.	Crecimiento sostenido hasta 2019.	Cayó con respecto a 2019.
Tasa de interés real	Estable en el rango de 7 a 14%.	Valores negativos en todo el período.	Creciente.	Decreciente hasta 2010, creciente luego.	Decreciente.	Creciente hasta 2010, decreciente luego.	Levemente decreciente.	Levemente creciente.	Levemente creciente.	Decreciente.	Tendencia creciente.	Negativa.
Tipo de cambio nominal	Fijo hasta 2001. Creció en 2002 y descendió luego.	Creciente.	Estable hasta 2001 y creciente desde allí.	Decreciente hasta 2012. Creciente desde allí.	Fijo.	Fijo.	Fijo.	Fijo.	Estable.	Estable.	Tendencia creciente.	Tendencia creciente.
Tipo de cambio real	Apreciación hasta 2001, depreciación desde allí.	Tendencia a la apreciación.	Estable hasta 2001, depreciación luego.	Tendencia a la apreciación.	Tendencia a la apreciación.	Tendencia a la apreciación.	Depreciación.	Tendencia a la apreciación.	Depreciación hasta 2009, luego apreciación.	Tendencia a la apreciación.	Tendencia a la depreciación.	Leve depreciación.
Riesgo País	Creciente desde 1997 a 2001. Desde allí decreciente.	Decreciente hasta 2010. Creciente hasta 2012. Decreciente luego.	Estable hasta 2002. A partir de allí creciente.	Decreciente hasta 2015.	Sin datos.	Tendencia creciente.	Tendencia decreciente.	Decreciente hasta 2018. Luego creciente.	Estable hasta 2007. Creciente hasta 2011.	Tendencia decreciente.	Decreciente hasta 2017, creciente desde allí.	Cayó levemente en 2020.
Reservas internacionales	Crecientes en los 90. De 2000 a 2002 decrecientes. Crecientes luego.	Crecientes hasta 2010. Decrecientes desde allí.	Leve crecimiento hasta 2002, donde cayeron marcadamente.	Crecimiento en todo el período.	Decrecientes hasta 2004, crecientes luego.	Cayeron en 2007 y desde allí crecientes.	Crecientes hasta 2014, decrecientes desde entonces.	Tendencia decreciente.	Cayeron hasta 2003, desde allí crecieron.	Caída en 2013, incremento luego.	Crecientes hasta 2018. En 2019 cayeron.	Caída moderada en 2020.

iii. Dimensión: laboral

Análisis pre-canje

El análisis realizado en la dimensión laboral (Tabla 15), posibilita establecer una generalización acerca del desempeño de la tasa de desempleo experimentado por los casos seleccionados en el período anterior al canje de deuda. En este sentido, si bien puede haber diferencias en cuanto a momentos y duraciones, todos los países contaron con al menos un período de tasa de desempleo creciente antes de la reestructuración. La excepción de este comportamiento generalizado, se observó en el período previo al canje de Belice de 2016, cuya tasa de desempleo fue únicamente decreciente.

Si bien existen algunos casos en donde no ha sido posible recabar la información correspondiente, puede decirse que la informalidad laboral pre canje superó el 50% en la totalidad de los casos, salvo en Uruguay, Belice (2006) y en Argentina (2020). Pese a los niveles de informalidad mencionados, y en relación directa con el desempleo, podría indicarse que todos los casos presentaron períodos de aumento de la informalidad hasta el momento de los respectivos canjes.

Otra de las variables importantes en la dimensión laboral es el salario real. El desempeño de este indicador en los períodos pre canje, permite hallar patrones generalizados. Por un lado, Argentina (2005), Uruguay, Grecia y Argentina (2020), experimentaron períodos donde el salario real mostró una tendencia decreciente hasta el momento del default/canje. La conducta de tendencia decreciente del salario real, impactó directamente en el consumo, el cual contribuyó negativamente en el crecimiento del PBI. Por otra parte, el salario real promedio de América Central permite inferir que los casos de Belice (2012 y 2016) mantuvieron una tendencia creciente en los períodos pre canjes. Este comportamiento podría estar relacionado nuevamente con el concepto de Populismo Cambiario, abogando por generar un falso bienestar en la población.

Análisis post-canje

El período posterior a los respectivos canjes de deuda, determinó ciertas similitudes en cuanto al desempleo. Por un lado, Argentina (2005) y Uruguay, experimentaron una tendencia decreciente en dicho indicador. Este desempeño se explica por el proceso de crecimiento económico desarrollado luego de las respectivas reestructuraciones, que permitió la caída en la tasa de desempleo y en la informalidad laboral. Por otro lado, los casos de Belice (2016), Grecia y Argentina (2020), experimentaron una tendencia creciente en la tasa de desempleo en los años inmediatos al canje. Cabe resaltar que en el caso de Grecia, a medida que se observaron mejoras en el crecimiento del PBI y reducciones de los desequilibrios macroeconómicos, se revirtió la tendencia y la tasa de desempleo decreció hasta el final del período analizado.

Finalmente, de manera similar a las variables anteriormente analizadas, el comportamiento del salario real post canje, permite establecer dos agrupaciones. Por un lado, Argentina (2005) y Uruguay exhibieron una tendencia creciente del salario real, mientras que Grecia y Argentina (2020) mostraron una conducta de reducción del salario real en el período inmediato al canje. Es pertinente resaltar, que Grecia al revertir la recesión y presentar períodos de crecimiento económico, modificó el comportamiento del salario real, el cual pasó a ser moderadamente creciente. Por su parte, Argentina (2020) bajo los efectos de la pandemia COVID19, no ha podido revertir la tendencia.

Tabla 15: Comparación en función de la dimensión laboral

Variables	Argentina (2005)		Uruguay (2003)		Belice (2006)		Belice (2012)	Belice (2016)	Grecia (2012)		Argentina (2020)	
	Pre Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje	Post Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje
Desempleo	Creciente hasta 2002, llegando a 20%. Marcado descenso desde allí.	Decreciente hasta 2015, situándose en 7%.	Estable hasta 1998. Desde allí, creciente llegando a 16,7%.	Decreciente en todo el período, llegando a 7,5%.	Creciente hasta 2003, decreciente desde allí.	Tendencia creciente.	Decreciente.	Tendencia creciente.	Decreciente hasta 2007. Creciente luego, llegando a 26,4%.	Creciente hasta 2013. Decreciente hasta 2019.	Tendencia creciente, 10% en 2019.	Tendencia creciente.
Informalidad laboral	En 2005 se situó en 58%.	Decreciente. Se ubicó en 46,8% en 2015.	46% al momento del canje.	Decreciente. Llegó a 23,9% en 2015.	27% en 1999 (último dato).	71,5% (promedio de América Central)	65% (promedio de América Central)	58% (promedio de América Central)	Superó el 50% en 2011.	Sin datos.	Tendencia creciente, 49% en 2019.	Sin datos al momento de este trabajo.
Salario real	Estable en los 90. De 2000 a 2003 significativa caída. Creciente luego.	Creciente hasta 2012. Caída constante desde entonces.	Creciente en los 90. Decreciente desde 2000.	Creciente.	Sin datos.	Tendencia creciente (promedio América Central).	Tendencia creciente (promedio América Central).	Sin datos.	Decreciente desde 2004.	Decreciente hasta 2016, creciente luego.	Tendencia creciente hasta 2017, decreciente luego.	En 2020 cayó un 0,2%.

iv. Dimensión: geopolítica

Análisis pre-canje

Tal como se muestra en la Tabla 16, la dimensión geopolítica permite la comprensión de la importancia mundial que poseen los países seleccionados para el análisis. Pese a la posibilidad de establecer ciertas similitudes entre Argentina y Uruguay, por su cercanía geográfica, es pertinente indicar que cada país difiere en cuanto a importancia geopolítica, con lo cual es necesario analizar brevemente caso por caso. En este sentido, Argentina posee la característica de ser la segunda economía más desarrollada e importante de Sudamérica. Asimismo, corresponde remarcar que forma parte del MERCOSUR y del grupo de los 20 (G-20). En cuanto a la importancia geopolítica de Uruguay, hay que indicar que es una economía pequeña de Sudamérica, y al igual que Argentina, es estado parte y fundador del MERCOSUR. Por otro lado, Belice se corresponde con un país pequeño de Centroamérica, enmarcado como un país periférico sumamente dependiente de la economía internacional. Una particularidad de este país, consiste en que fue colonia británica hasta 1981. Sin embargo, pese a su independización, la influencia de Gran Bretaña en Belice, es alta. Finalmente, Grecia es un país avanzado perteneciente a la Unión Europea, considerado el "embajador de los Balcanes" por sus relaciones bilaterales con los países de los Balcanes, y a su vez forma parte de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN). El hecho de tratarse de un país avanzado influyó notablemente en la obtención de los programas de asistencia que ayudaron al país a resolver la crisis experimentada. Asimismo, se puso de manifiesto el marcado interés de las autoridades europeas en evitar que Grecia abandone la Unión Europea para evitar el desmembramiento de la misma.

En efecto, si se comparan todos los países analizados puede indicarse que Grecia, tras considerarse el país con un rol geopolítico más importante por su pertenencia a la Unión Europea, es el que recibió más ayuda para reestructurar su deuda, lo que evidencia la importancia que adquiere el aspecto geopolítico en el objeto de estudio de esta investigación.

Otra de las variables que se analizó en la dimensión geopolítica tiene que ver con la orientación geopolítica que presentaron los gobiernos de los países seleccionados, en los períodos pre y post canje. Al igual que en la importancia geopolítica, corresponde realizar la distinción caso por caso, pese a existir algunas similitudes entre Argentina (2005) y Uruguay, y entre Argentina (2005) y Grecia. En lo que respecta al período pre canje, Argentina (2005) atravesó dos orientaciones marcadamente diferentes. En primer lugar, experimentó, en la década de los noventa, una presidencia que abogaba por el desarrollo económico y la estabilidad política, a través de la inserción internacional, enfatizando en la buena relación con los países del primer mundo. Por otro lado, en 2003, luego de una inestabilidad política, se dio inicio a una nueva presidencia que pregonaba el regionalismo autónomo, con ideas vinculadas a tradiciones nacional-desarrollistas que iban en detrimento del regionalismo aperturista que se dio en la década de los noventa.

En el caso de Uruguay, hay que indicar que, en los 90, contó con una sucesión de gobiernos que aplicaron los principios de libre mercado con orientación de crecimiento "hacia afuera". Al momento del canje, la presidencia uruguaya mantuvo los principios fomentados en la década del 90, y se aplicó una política exterior de alineamiento total con Estados Unidos. Por su parte, Grecia exhibió, hasta 2011, presidencias con visiones "pro europeas", donde se produjo una alternancia de partidos socialdemócratas y de centroderecha. Desde 2012, y hasta el momento del canje, el país experimentó gobiernos tecnocráticos, gobiernos interinos, y el ascenso de una coalición de fuerzas radicales de extrema

izquierda y derecha, con visiones pro austeridad. Esta sucesión de presidencias puede asemejarse a la inestabilidad y alternancias de gobiernos que enfrentó Argentina en la crisis de 2001, período en que se declaró el *default*.

En lo que respecta a Belice, desde 1998 a 2008, contó con una presidencia de carácter socialdemócrata a la centroizquierda del espectro. Es pertinente indicar que debido a su dependencia internacional, se buscó mantener una buena relación con los países vecinos y, sobre todo, con México y Estados Unidos. Desde 2008, la ideología del partido político al mando fue de centroderecha. Pese al cambio experimentado, se continuó la postura de mantener una buena relación con los países vecinos, con México y con Estados Unidos.

Finalmente, el período anterior al canje de Argentina (2020), encontró al mando del país a una presidencia que abogó por la inserción globalista, enfatizando sobre el MERCOSUR y la Alianza del Pacífico como organismos fundamentales en este proceso. En el mismo sentido, se buscó un mayor acercamiento hacia la Unión Europea y hacia Estados Unidos.

Análisis post-canje

Si se analiza la orientación de los gobiernos en los períodos posteriores a los respectivos canjes hay que indicar que en Argentina (2005) se mantuvo el partido político que ingresó al poder en 2003. En este sentido, se sostuvo la política de inserción latinoamericana con énfasis en Sudamérica y en la búsqueda de autonomía con respecto a las grandes potencias. En Uruguay, desde 2005 a 2015, se situó en el poder la coalición de izquierda. Se intentó reforzar la relación con los países vecinos, y al mismo tiempo, mantener cierto distanciamiento con Estados Unidos. En Belice continuó el gobierno de centroderecha, cuyos lineamientos se mencionaron anteriormente. Por su parte, el período posterior al canje de deuda en Grecia, situó al mando a la coalición anti austeridad de la izquierda y la derecha nacionalista. En este caso, se buscó reforzar la relación con la Unión Europea, promoviendo los intereses nacionales con apoyo a la estabilidad y a la perspectiva europea. Finalmente, en Argentina (2020), la presidencia que asumió en 2019, muestra indicios de una vuelta a la integración regional aplicada en la etapa que perduró desde 2003 a 2015.

Tabla 16: Comparación en función de la dimensión geopolítica

Variables	Argentina (2005)		Uruguay (2003)		Belice (2006)		Belice (2012)	Belice (2016)	Grecia (2012)		Argentina (2020)	
	Pre Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje	Post Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje
Importancia geopolítica	Segunda economía más importante y desarrollada de Sudamérica. Forma parte del MERCOSUR y del Grupo de los 20.		País pequeño sudamericano. Estado parte y fundador del MERCOSUR.		País pequeño de Centroamérica, sumamente dependiente de la economía internacional. Fue colonia británica hasta 1981.				País avanzado perteneciente a la Unión Europea. Considerado el "embajador de los Balcanes". Miembro de la OTAN.		Segunda economía más importante y desarrollada de Sudamérica. Forma parte del MERCOSUR y del Grupo de los 20.	
Orientación geopolítica	En los 90, la visión de desarrollo económico se vinculó a la inserción internacional al aliarse con países del primer mundo. Luego de gobiernos interinos, desde 2003 comenzó la etapa kirchnerista con ideas de regionalismo autónomo, en detrimento del regionalismo aperturista de los 90.	Se mantuvo la política de inserción latinoamericana con énfasis en Sudamérica y en la búsqueda de autonomía con respecto a las grandes potencias.	Los gobiernos que se sucedieron desde los 90, aplicaron los principios de libre mercado con orientación de crecimiento "hacia afuera". Se priorizó el criterio económico-comercial en cuanto al MERCOSUR.	Desde 2005 a 2015 la coalición de centro izquierda se situó al mando. Se buscó la independencia de la política exterior, modificando la relación con Estados Unidos. Profundización y mejora de vínculos con los países vecinos.	Desde 1998 a 2008 se situó al poder Said Musa, cuya ideología fue socialdemocrata a la centroizquierda del espectro. Buscó mantener buenas relaciones con los países vecinos, principalmente con México y Estados Unidos.		Desde 2008 a 2020, Dean Barrow fue el primer ministro de Belice. Se lo califica de pertenecer a un partido "conservador de centroderecha". Se mantuvo la postura de mantener una buena relación con los países vecinos.		Hasta 2011, la competencia de partidos políticos tuvo que ver con ideas "pro europeas", alternando concepciones socialdemócratas y de centroderecha. Desde 2012, el país experimentó gobiernos tecnocráticos, interinos, y el ascenso de una coalición de fuerzas radicales "anti austeridad".	En 2015, asumió la coalición anti austeridad de la izquierda y derecha nacionalistas. Se buscó reestablecer las relaciones con la Unión Europea, promoviendo los intereses nacionales con apoyo a la estabilidad y perspectiva europea.	En 2015, con la asunción de Mauricio Macri, se abogó por una inserción globalista, apuntando al MERCOSUR y a la Alianza del Pacifico como organismos claves. Se buscó un mayor acercamiento a la Unión Europea y a Estados Unidos.	En 2019, asumió Alberto Fernández. Se han observado indicios de una vuelta a la integración regional similar a la aplicada en la etapa kirchnerista.

v. Dimensión: deuda

Análisis pre-canje

La dimensión deuda, sintetizada en la Tabla 17, permite establecer ciertas similitudes en los patrones de comportamientos pre canje. Al analizar el nivel de endeudamiento pre canje, hay que mencionar que todos los casos compartieron la característica de presentar tendencias crecientes en el endeudamiento. Estas conductas determinaron que la relación deuda externa/PBI fuese de 67,6% en 2004 para Argentina, de 73% en 2003 para Uruguay, de 81% en 2006 para Belice, de 129% en Grecia y de 43,5% en 2019 para Argentina. Es pertinente indicar que los casos restantes de Belice (2012 y 2016) presentaron tendencias decrecientes y constantes en el nivel de endeudamiento como consecuencia de la primera y segunda reestructuración de la deuda.

Otra de las variables examinadas en esta dimensión se refiere a la liquidez, cuyo indicador analizado es la relación deuda externa/reservas internacionales. Es posible encontrar un patrón generalizado en base al comportamiento de este indicador en el período pre canje. Es decir, todos los países presentaron un período con crecimiento de la relación deuda externa/reservas internacionales, o lo que es lo mismo, un período con disminución de la liquidez. Pese a esta conducta, hay que trazar un paralelismo entre Belice (2006) y Grecia, ya que ambos países presentaron una relación deuda externa/reservas creciente hasta alcanzar un máximo y de a partir de allí decreciente hasta el momento de la reestructuración. No obstante, los niveles obtenidos por estos países fueron marcadamente diferentes. Belice, llegó al máximo de 1890% en 2004 y desde allí descendió a hasta 866% al momento de la reestructuración, mientras que Grecia llegó al máximo de 7666% en 2008 y desde allí cayó a 4449% en 2012. Si bien pueden parecer peligrosos los niveles de Grecia, el hecho de situarse bajo el amparo de la Unión Europea con el acceso a fondos con menores costos, disipa cualquier duda respecto a la peligrosidad de este indicador. Los casos restantes situaron su relación deuda externa/reservas en un rango de 320% (Belice 2012) y 570% (Argentina 2005) al momento de sus respectivas reestructuraciones.

Al analizar el desempeño de la capacidad de repago en el período anterior al canje, por parte de los países seleccionados, es posible encontrar cierta similitud con el desempeño de la liquidez analizada anteriormente. Esto significa que todos los casos presentaron al menos un período con tendencias crecientes en la relación deuda externa/exportaciones, o lo que es lo mismo, tendencias decrecientes de la capacidad de repago. Si bien es posible establecer diferencias en cuanto a la duración e intensidad de dichas tendencias, se observó cómo conducta generalizada el aumento significativo del indicador analizado en los años inmediatos a los respectivos canjes de deuda. Corresponde marcar el período anterior a la segunda reestructuración de Belice (2012) como una excepción de esta conducta, ya que la relación deuda externa/exportaciones presentó una tendencia decreciente desde 2007 hasta el momento del canje. Como puede intuirse, este comportamiento se vio beneficiado por la primera reestructuración de la deuda, sin embargo, no ocurrió lo mismo para el período anterior a la tercera reestructuración, lo que significa que la segunda reestructuración no impactó en la baja de la relación deuda externa/exportaciones. En cuanto a los niveles presentados por los países, hay que mencionar que la relación analizada se ubicó en un rango de 165% (Belice 2012) y 463% (Grecia).

Análisis post-canje

Luego de los respectivos canjes de deuda, tanto Argentina (2005) como Uruguay, experimentaron una marcada tendencia decreciente en el nivel de endeudamiento. De hecho, la relación deuda externa/PBI se situó en niveles bajos, comparados con los niveles presentados antes de llevar a cabo las reestructuraciones. Por otro lado, tanto Grecia como Argentina (2020) exhibieron tendencias crecientes en la relación deuda externa/PBI, luego de los respectivos canjes. Sin embargo, hay que diferenciar estos comportamientos, ya que en el caso de Argentina, el aumento de la relación se debió a la recesión experimentada por la pandemia COVID-19, mientras que en Grecia se dio un proceso combinado de aumento del endeudamiento y de prolongación de la recesión hasta 2016, que determinó que la relación deuda externa/PBI fuese de 166% en 2018. Finalmente, Belice (2016) mantuvo su relación deuda externa/PBI en 68% el año siguiente al canje, y desde allí se observó un leve crecimiento hasta 2019.

En el caso de la relación deuda externa/reservas internacionales post canje, es posible establecer una similitud entre los casos de Belice (2016), Grecia, y Argentina (2020), ya que experimentaron un incremento en la relación analizada en el período siguiente de sus respectivos canjes. Pese a esto, al igual que en el período pre canje, hay que tener en cuenta que Grecia presentó valores muy altos, si se los compara con los demás casos, ya que llegó a tener una relación deuda externa/reservas de 6494% en 2013[64], mientras que Belice situó dicha relación en 283% en 2019, y Argentina la llevó a 464%. Por otro lado, es posible trazar un paralelismo entre los casos de Argentina (2005) y Uruguay, ya que ambos países exhibieron una caída significativa de la relación deuda externa/reservas luego de sus respectivas reestructuraciones.

Al igual que la conducta de la relación deuda externa/reservas, el desempeño de la relación deuda externa/exportaciones, en los períodos posteriores a los canjes de deuda, también permite establecer las siguientes similitudes. Argentina (2005) y Uruguay, experimentaron un comportamiento decreciente en dicha relación desde sus respectivos canjes de deuda hasta 2011. Argentina logró disminuir la relación a 73%, mientras que en Uruguay la relación fue de 104%. Pese a esta conducta, desde 2012 a 2015, en ambos países se revirtió la tendencia y se observó un moderado crecimiento. Este movimiento se fundamenta en la caída de los precios de las *commodities* y, sobre todo, en la caída del precio internacional de la soja. Por otro lado, Belice (2016), Grecia y Argentina (2020) exhibieron incrementos en sus relaciones de deuda externa/exportaciones. En estos casos, los niveles que arrojaron dichas relaciones al final de los períodos en consideración, fueron de 407% en Belice, de 492%[65] en Grecia y de 355% en Argentina.

[64]A partir de este año, Grecia logró disminuir la relación deuda externa/reservas. A tal punto que en 2019 se situó en 3949%
[65]Este valor refiere a 2013, no obstante, desde 2014 se observó una tendencia decreciente que situó a la relación en 407% para 2019.

Tabla 17: Comparación en función de la dimensión deuda

Variables	Argentina (2005)		Uruguay (2003)		Belice (2006)		Belice (2012)	Belice (2016)	Grecia (2012)		Argentina (2020)	
	Pre Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje	Post Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje	Pre Canje	Post Canje
Nivel de endeudamiento (Deuda Externa/PBI)	Creció levemente hasta 2001. Desde allí, creció marcadamente, llegando a 89%.	Tendencia decreciente, tras caer profundamente el primer año.	Decreciente en los 90, desde 2001 fue creciente y llegó a 73%.	Decreciente hasta 2011. Desde allí fue creciente, arribando a 32%.	Creció marcadamente de 2000 a 2005, llegando a 88%.	Decreciente hasta 2008. Creciente desde entonces.	Estable hasta 2016.	Tendencia creciente a partir de 2018.	Tendencia creciente de 2003 a 2009. Desde allí, fue decreciente.	Tendencia creciente hasta 2018. En 2019 bajó levemente.	Tendencia creciente, llegando a 43,5%.	La relación se incrementó a 47,9% en el tercer trimestre de 2020.
Liquidez (Deuda Externa/Reservas)	Decreciente hasta 2000. Luego, creciente hasta 2002. Desde allí, decreciente.	Decreciente hasta 2010. Luego, la tendencia fue creciente.	Hasta 2001, fue decreciente. Allí, se incrementó marcadamente en 2002.	Marcada tendencia decreciente.	Creciente hasta 2004, llegando a 1891%. Decreciente luego.	Tendencia decreciente desde 2008.	Tendencia creciente desde 2014.	Se mantuvo la tendencia creciente.	De 2004 a 2008 se incrementó, superando 7000%. Desde allí, fue decreciente.	Tendencia decreciente tras crecimiento en 2013.	Estable hasta 2018. Creciente desde entonces.	La relación se incrementó a 464%.
Capacidad de repago (Deuda Externa/Expo.)	Desde 1995 a 2002, pasó de 319% a 380%. Desde entonces fue decreciente.	Decreciente hasta 2011. Luego, mostró una tendencia creciente.	Decreciente hasta 1997. Desde allí, tendencia creciente.	Decreciente hasta 2011. Desde allí, fue creciente hasta 2015.	Creciente hasta 2004. Desde allí, tendencia decreciente.	Tendencia decreciente, salvo 2009.	Tendencia creciente.	Se mantuvo la tendencia creciente.	Tendencia creciente hasta 2009. Desde entonces, tendencia decreciente.	Tendencia decreciente hasta 2019.	Tendencia creciente, llegando a 297%.	La relación se incrementó a 355%.

vi. Dimensión: estructura de la deuda

Al indagar la estructura de la deuda (Tabla 18), es posible conocer la composición de la deuda de los casos seleccionados, al momento inicial de las respectivas reestructuraciones. En términos generales, es pertinente indicar que todos los países presentaron un nivel de deuda externa que representó alrededor de 55% y 68% de la deuda pública. Sólo Argentina (2020) y Grecia presentaron una composición diferente. En efecto, Argentina (2020) contó con una deuda externa que representó el 48% de la deuda pública, mientras que la deuda externa del Gobierno Central de Grecia representó el 80% de la deuda pública. Otra de las generalizaciones que se pueden establecer tiene que ver con la forma en que se encontraba compuesta la deuda externa. En este sentido, todos los países analizados presentaron una composición mayoritaria de deuda comercial, cuya representación giró en torno al 46 y 63% del total de la deuda externa. El porcentaje restante se dividió mayoritariamente en deuda multilateral, y en menor medida, en deuda bilateral. Se observó en Uruguay una excepción a esta conducta, ya que la deuda multilateral fue mayoritariamente predominante representando el 54%, mientras que la deuda comercial representó apenas el 42% de la deuda externa.

Los canjes de deuda provocaron una fuerte reducción en las series de bonos de todos los países analizados a excepción de Uruguay. En este sentido, el ranking de reducciones fue el siguiente: 92% en Argentina (2005), 85% en Grecia, 83% en Belice (2006) y 43% en Argentina (2020). Por su parte, el canje uruguayo no presentó reducción en las series de bonos ya que la reestructuración significó una emisión de 65 nuevos bonos. Asimismo, es posible establecer una distinción acerca de las características de los acreedores. En los casos de Argentina (2005), Uruguay y Grecia, los acreedores fueron heterogéneos, mientras que en los tres casos de Belice y en el de Argentina (2020), los acreedores se caracterizaron por ser homogéneos.

Otra de las modificaciones generadas por las reestructuraciones de deuda se vinculó con las leyes de emisión. Tanto Argentina (2005) como Uruguay, emitieron sus nuevos bonos bajo 4 leyes de emisión: Ley Doméstica (argentina y uruguaya), Ley Inglesa, Ley Estadounidense, y, Ley Japonesa. Por su parte, el Súperbono beliceño y los bonos de Argentina (2020), estuvieron regidos bajo Ley Estadounidense. En último término, Grecia realizó sus nuevas emisiones bajo Ley Inglesa.

Debe mencionarse la presencia de una cierta similitud en cuanto a la calificación crediticia anterior al acuerdo realizada por Standard and Poor's. En este sentido, todos los casos presentaron una calificación SD, a excepción de Belice (2006), que obtuvo CC, y de Grecia, que fue de C. No obstante, todos los casos se encontraban en la dimensión *speculative grade*. La diferencia entre C-CC y SD tiene que ver con que, en los primeros casos, se considera a los países cerca de *default*, mientras que la clasificación SD corresponde a los países en *default*. En la dimensión resultados se analizará la calificación crediticia posterior a los respectivos canjes.

Tabla 18: Comparación en función de la dimensión estructura de la deuda

Variables	Argentina (2005)	Uruguay (2003)	Belice (2006)	Belice (2012)	Belice (2016)	Grecia (2012)	Argentina (2020)
Composición de la deuda (inicial)	La deuda externa era el 60,85% de la deuda pública. Dentro de la deuda externa, el 59% era comercial, el 36% multilateral y el 5% bilateral.	La deuda externa era el 68% de la deuda pública. Dentro de la deuda externa, el 54% era multilateral, el 42% comercial y el 4% bilateral.	La deuda externa era el 87,4% de la deuda pública. De la deuda externa, el 62% era comercial, el 21% multilateral, el 16% bilateral y el 1% residual.	La deuda externa era el 86% de la deuda pública. De la deuda externa, el 56% era comercial, el 25% multilateral y el 19% bilateral.	La deuda externa era el 61% de la deuda pública. Dentro de la deuda externa, el 46% era comercial, el 28% bilateral y el 26 multilateral.	La deuda externa era el 80% de la deuda pública. De la deuda externa, el 63% era comercial, el 21% multilateral y el 16% bilateral.	La deuda externa era el 43% de la deuda pública. La composición de la deuda era la siguiente: 69,2% Títulos Públicos, 21% Organismos Internacionales, 4,4% Letras del Tesoro, 1,6% Organismos Oficiales, 0,2% Préstamos Garantizados y 3,6% Otros.
Series de bonos	El resultado del canje implicó un paso de 152 series de bonos a 11.	El canje implicó una emisión de 65 series de nuevos bonos.	El canje transformó 6 series de bonos en una serie única.	Única serie de bono.	Única serie de bono.	Se pasó de 135 series de bonos a 20.	Se pasó de 21 series de bonos a 12.
Leyes de emisión	Antes del acuerdo eran 8. Posteriormente, pasaron a ser 4 (Ley argentina, japonesa, inglesa y estadounidense).	4 leyes de emisión: uruguaya, japonesa, inglesa y estadounidense.	Ley estadounidense.	Ley estadounidense.	Ley estadounidense.	La Ley de Emisión pasó de griega e inglesa a ser únicamente inglesa.	La Ley de Emisión pasó de inglesa y estadounidense a ser únicamente estadounidense.
Características de los acreedores	Heterogéneos.	Heterogéneos.	Homogéneos.	Homogéneos.	Homogéneos.	Heterogéneos.	Homogéneos.
Calificación crediticia inicial	SD.	SD.	CC.	SD.	SD.	C.	SD.

vii. Dimensión: proceso de negociación

En lo que refiere al momento de la reestructuración (Tabla 19), hay que mencionar que en todos los casos analizados se llevó a cabo una reestructuración preventiva, a excepción de Argentina (2005), cuyo inicio fue el *default* de 2001. Pese a la decisión de llevar a cabo reestructuraciones preventivas, todos los casos experimentaron *default* técnicos en los procesos de negociación, salvo Grecia y Belice (2006).

En función de la duración del proceso de reestructuración de la deuda, es posible establecer un ranking desde la más breve a la más prolongada. En primer lugar, se ubica la reestructuración uruguaya, ya que la misma duró 2 meses. En segundo lugar, se encuentra la tercera reestructuración de Belice (2016), debido a que su proceso fue de 4 meses. En tercer lugar, se encuentran las reestructuraciones de Belice (2006) y de Argentina (2020), con duraciones de 6 meses. Seguidamente, aparece la segunda reestructuración de Belice (2012), ya que perduró 8 meses. Luego se encuentra la reestructuración griega, cuyo proceso fue de 8 meses hasta el momento del canje, y de 16 meses hasta la recompra. Finalmente, la reestructuración más prolongada fue la de Argentina (2005). En este caso, el proceso fue de 34 meses hasta el primer acuerdo, de 108 meses hasta el segundo acuerdo, y de 176 meses hasta la finalización del litigio con los holdouts. Asimismo, teniendo en consideración la duración de cada proceso, es factible realizar una clasificación acerca de la complejidad de tales reestructuraciones. En este sentido, el caso de Uruguay, es considerado sencillo. Los casos de Belice (2006 y 2016) y Argentina (2020) se clasifican como poco complejos. El caso restante de Belice (2012) es considerado relativamente complejo. En tanto, el proceso hasta el canje en Grecia también es considerado relativamente complejo. No obstante, si se extiende el período hasta la recompra, la reestructuración es clasificada como compleja. Por último, la reestructuración de Argentina en 2005, es considerada extremadamente compleja.

Finalmente, se presentaron algunas similitudes en cuanto a la relación deudor-acreedor, y algunas diferencias. Los casos de Belice (2006, 2012 y 2016) y de Uruguay, presentaron una relación cooperativa entre ambos actores debido a la postura *market friendly* de los gobiernos de dichos países. Argentina (2020) también experimentó una relación cooperativa, pero sin contar con una postura *market friendly*. Por otro lado, en el caso de Grecia se desarrolló una postura colaborativa de ambos actores en el inicio de la reestructuración. No obstante, cuando los resultados del canje no eran suficientes para llegar al umbral necesario, las autoridades griegas, con una actitud poco colaborativa, utilizaron a su favor la ley local para alcanzar el umbral requerido. Finalmente, en el caso de Argentina (2005), se llevó a cabo una dura relación entre deudor y acreedor. Debido a esto, los períodos de negociaciones fueron prolongados y desembocaron en un litigio judicial.

Tabla 19: Comparación en función de la dimensión proceso de negociación

Variables	Argentina (2005)	Uruguay (2003)	Belice (2006)	Belice (2012)	Belice (2016)	Grecia (2012)	Argentina (2020)
Momento de la reestructuración	Reestructuración post incumplimiento.	Reestructuración preventiva.	Reestructuración preventiva.	Reestructuración preventiva.	Reestructuración preventiva.	Reestructuración preventiva.	Reestructuración preventiva.
Duración	El inicio de la reestructuración fue en junio de 2001. La duración hasta el primer acuerdo (abr-05) fue de 34 meses. La duración hasta el segundo acuerdo (jun-10) fue de 108 meses. La duración hasta la finalización del litigio con holdouts fue de 176 meses.	El inicio de la reestructuración fue en marzo de 2003. La duración hasta el canje fue de 2 meses.	El inicio de la reestructuración fue en agosto de 2006. La duración fue de 6 meses.	El inicio de la reestructuración fue en junio de 2012. La duración fue de 8 meses.	El inicio de la reestructuración fue en noviembre de 2016. La duración fue de 4 meses.	El inicio de la reestructuración fue en junio de 2011. La duración hasta el acuerdo fue de 8 meses. La duración hasta la recompra (noviembre-12) fue de 16 meses.	El inicio de la reestructuración fue en febrero de 2020. La duración hasta el canje fue de 6 meses.
Complejidad	Reestructuración extremadamente compleja.	Reestructuración sencilla.	Reestructuración poco compleja.	Reestructuración relativamente compleja.	Reestructuración poco compleja.	Reestructuración relativamente compleja hasta el acuerdo, y compleja hasta la recompra.	Reestructuración poco compleja.
Relación deudor-acreedor	Dura relación con actitudes poco colaborativas de ambas partes, desencadenando períodos de negociación prolongados y resolución en juzgado internacional.	Relación cooperativa tras la postura market friendly del gobierno uruguayo.	Relación cooperativa tras la postura market friendly del gobierno beliceño.	Relación cooperativa tras la postura market friendly del gobierno beliceño.	Relación cooperativa tras la postura market friendly del gobierno beliceño.	En principio se presentó una relación colaborativa entre ambos actores. No obstante, cuando la participación de los acreedores no alcanzaba el umbral necesario, las autoridades griegas, con una actitud poco colaborativa, utilizaron la Ley local a su favor para alcanzar el umbral.	Relación cooperativa entre ambos actores.

viii. Dimensión: resultados

Los resultados de los canjes de deuda (Tabla 20) determinaron el siguiente ranking de participación en el acuerdo. En primer lugar, los casos de Belice (2012 y 2016) obtuvieron una participación del 100% de los acreedores, en segundo lugar, Argentina (2020) logró acordar con el 99,01%, tercero se ubicó el caso restante de Belice (2006) que acordó con el 98% de los acreedores, luego aparece Grecia tras llegar a un acuerdo con el 97% de los acreedores, seguidamente se encuentra Uruguay con una participación del 93% de los acreedores, y finalmente Argentina (2005) que logró una participación del 91,07% en el segundo acuerdo. Con estos niveles de aceptación, únicamente la segunda y la tercera reestructuración de Belice no presentaron *holdouts*. En cuanto a la resolución de tales *holdouts*, Uruguay y Grecia decidieron realizar el pago de la totalidad de la deuda en condiciones originales, Argentina (2005) decidió llevar a cabo la resolución por vía judicial, por su parte en el caso de Belice (2006) no se cuenta con información acerca de la resolución, mientras que en Argentina (2020) no se ha establecido una resolución hasta el momento.

En cuanto al alivio obtenido, se presentaron algunas similitudes. Por un lado, Argentina (2005) y Grecia, consiguieron *haircuts* que giraron en torno a 70 y 75%. Las reestructuraciones de Belice, presentaron *haircuts* de 24%, en 2006, de 29%, en 2012, y de 28%, en 2016. En el caso de Argentina (2020), obtuvo un *haircut* que estuvo en el rango de 29 y 36,2%. Finalmente, Uruguay consiguió un alivio de 13%.

Finalmente, es posible establecer similitudes considerando las calificaciones crediticias luego del canje. Por un lado, Belice (2006) y Argentina (2020) concluyeron sus restructuraciones con la calificación CCC+. Los casos de Argentina (2005), Uruguay, Belice (2012) y Belice (2016), fueron recalificados a B-. Finalmente, Grecia finalizó su reestructuración y pasó a tener una calificación CCC. De esta manera, todas las reestructuraciones mejoraron considerablemente la calificación crediticia. Si se establece un ranking de posiciones post reestructuraciones, debe indicarse que Argentina (2005), Uruguay, Belice (2012) y Belice (2016) obtuvieron la calificación más alta (B-), luego estarían ubicados los casos de Belice (2006) y Argentina (2020) (CCC+) y finalmente Grecia (CCC). Hay que mencionar que todos los casos continuaron en la dimensión *speculative grade*, pero la diferencia sustancial se vincula con que a los casos calificados con B- se los consideró de riesgo crediticio alto, mientras que a los casos calificados con CCC o CCC+ se los consideró de riesgo crediticio muy alto

Tabla 20: Comparación en función de la dimensión resultados

Variables	Argentina (2005)	Uruguay (2003)	Belice (2006)	Belice (2012)	Belice (2016)	Grecia (2012)	Argentina (2020)
Participación en el acuerdo	76,15% en el primer acuerdo, que luego se extendió a 91,07% del total de acreedores.	La participación fue del 93% de los acreedores.	La participación fue del 98% de los acreedores.	La participación fue del 100% de los acreedores.	La participación fue del 100% de los acreedores.	La participación fue del 97% de los acreedores.	La participación fue del 99,01% de los acreedores.
Holdouts	8,93% de los acreedores. La resolución fue a través de un litigio judicial.	7% de los acreedores. Se resolvió el pago de la totalidad de la deuda con las condiciones originales.	El 2% de los acreedores rechazaron el canje y pasaron a ser Holdouts. Sin información acerca de su resolución.	No hubo.	No hubo.	El 3% de los acreedores rechazaron el canje y pasaron a ser Holdouts. Se resolvió el pago de la totalidad de la deuda con las condiciones originales.	El 0,99% de los acreedores rechazaron el canje y pasaron a ser Holdouts. Hasta el momento, no se ha resuelto la situación.
Haircut	71-75%.	13%.	24%	29%	28%	70-75%	29-36,2%
Calificación crediticia final	B-	B-	CCC+	B-	B-	CCC	CCC+

VIII. Conclusión

De acuerdo a la literatura examinada en esta investigación, las crisis de deuda soberana han sido una característica recurrente de los mercados internacionales de capital y a menudo se han resuelto a través de reestructuraciones. En el mismo sentido, la literatura ha determinado tres canales a partir de los cuales las crisis de deuda, con sus correspondientes cesaciones de pagos, afectan a la economía de un país: el primero es a través de la exclusión del financiamiento internacional, el segundo se corresponde con el aumento de costos en los préstamos, y el tercer canal se relaciona con la reducción del comercio internacional. Además, las crisis de deuda pueden conducir a crisis bancarias y monetarias que afecten la producción de un país.

Estas consideraciones se enmarcan en una actualidad atravesada por la pandemia COVID-19, que dejará países debilitados financieramente, los cuales recurrirán al endeudamiento externo para hacer frente a sus problemáticas financieras, abriendo posibilidades de futuras reestructuraciones de deuda.

De esta manera, este trabajo se propuso como objetivo principal analizar cómo fueron los procesos de reestructuración de deuda soberana que se aplicaron en Argentina, Uruguay, Belice y Grecia en el período 2003-2020 y los resultados obtenidos luego de su implementación.

La elección de esta modalidad se basó en trabajos previos (Sturzenegger y Zettelmeyer, 2006; Diaz-Cassou et al., 2008) en donde se analizan distintos países y se señala su relevancia para lograr un mayor entendimiento sobre las fortalezas y debilidades de los procesos de reestructuración de deuda y las contribuciones para mejorar las condiciones del país. Adicionalmente, la selección de casos se fundamentó en el muestreo teórico. En este sentido, se seleccionó el caso de Argentina (2005), por tratarse de una reestructuración cuya escala no tenía precedentes, sumado a la complejidad de su deuda y la falta de cooperación de sus autoridades (Diaz Cassou et al., 2008); el caso de Uruguay (2003) considerado como la "antítesis del caso argentino" debido a su rapidez y a la modalidad que adoptaron sus autoridades con carácter favorable al mercado (Diaz Cassou et al., 2008); el caso de Grecia (2012) ya que se llevó a cabo un proceso de reestructuración de deuda en un país avanzado perteneciente a la Unión Europea, con tres programas de asistencia (Almunia, 2020); los casos de Belice (2006-2012-2016) ya que se consideraron como experiencia única en el universo de las reestructuraciones de deuda debido a que es uno de los pocos países que tuvo que reestructurar su deuda con alta frecuencia (3 veces) en un período de tiempo tan corto (2006-2017) (Asonuma et al., 2018); y el caso de Argentina (2020) debido a lo reciente de su acontecimiento y a que ha sido desarrollado en un contexto mundial atravesado por la pandemia COVID 19.

En primer lugar, se identificaron los indicadores macroeconómicos principales de los países seleccionados, que permiten caracterizar la reestructuración de deuda. Esta tarea se abordó a través de dimensiones, entre las que se destacan la dimensión real, monetaria, laboral, geopolítica y la dimensión referida a la deuda. En segundo lugar, se describieron los casos de acuerdo a dichos indicadores macroeconómicos. En tercer lugar, se examinaron las reestructuraciones de deuda en cada uno de los países, teniendo en cuenta las dimensiones referidas a la estructura de la deuda y al proceso de negociación. Esto permitió sistematizar la

información obtenida del análisis documental, la cual fue imprescindible para realizar la comparación de las distintas experiencias, y poder así, evaluar la efectividad para reestructurar la deuda, la sostenibilidad de la deuda reestructurada y la eficiencia para mejorar las condiciones económicas del país.

Los resultados del análisis comparativo reflejan que pese a la particularidad de las crisis experimentadas (de liquidez, de confianza, de deuda, entre otras.), en todos los casos seleccionados se presentaron desequilibrios fiscales y externos al inicio de la reestructuración. Asimismo, si bien puede haber diferencias en cuanto a momentos y duraciones, todos los países contaron con al menos un período de tasa de desempleo y de informalidad creciente antes de la reestructuración. Se puso de manifiesto que los países que tomaron la decisión de adoptar monedas estables (dólar, euro) como moneda oficial, presentaron inflaciones mucho más bajas que aquellos que mantuvieron su moneda local. En este mismo sentido, los países que se aferraron a las monedas estables presentaron tendencias a la apreciación del tipo de cambio real hasta el momento de las reestructuraciones, mientras que los que no lo hicieron sufrieron depreciaciones como consecuencia de las crisis/tensiones macroeconómicas. En último término, todos los países presentaron un nivel de deuda externa que representó, aproximadamente, entre 55% y 68% de la deuda pública.

Los casos de Argentina (2005) y Grecia demuestran que la aplicación de políticas expansivas con el objetivo de lograr altos niveles de crecimiento, a expensas de desequilibrios fiscales y/o externos, pueden desencadenar profundas recesiones con impactos directos en los indicadores sociolaborales. Si se tiene en consideración la política de financiamiento con endeudamiento, sin abordar dichos desequilibrios, es factible el ingreso a un círculo vicioso de déficits y endeudamiento cuyas consecuencias negativas suelen ser más acentuadas. En esta dinámica de endeudamiento, pueden presentarse, al momento del vencimiento, problemas de liquidez (Uruguay, Argentina 2020), de solvencia (Belice), o ambos (Argentina 2005, Grecia), que requieren reestructuraciones para evitar las consecuencias de las crisis de deuda con sus correspondientes cesaciones de pagos.

En función de las reestructuraciones de deuda analizadas en esta investigación, sólo los casos de Argentina (2005) y Uruguay, lograron crecimientos sostenidos del PBI por encima de 7% en el período posterior al canje. En esta dinámica, el desempleo y la informalidad presentaron tendencias decrecientes. Asimismo, mejoraron las condiciones fiscales y externas en los primeros años de este período, aprovechando el contexto internacional favorable, que podría considerarse el principal factor explicativo de esta semejanza en los comportamientos. Pese a este comportamiento similar, hay que tener presente que ambos casos presentaron diferencias considerables en cuento al alivio de deuda obtenido y a la relación deudor-acreedor. Aun así, lograron disminuir sus niveles de endeudamiento y acercarse a la sostenibilidad de la deuda. Esta diferenciación establecida, permite corroborar las primeras dos proposiciones teóricas dispuestas en esta investigación. Es decir, con el caso uruguayo se reafirma la idea de que si las características de la deuda y de los acreedores resultan más homogéneas, se facilita el proceso de reestructuración. Adicionalmente, el caso uruguayo permite corroborar la consideración establecida de que los procesos de negociación adquieren una menor duración si se realizan de manera preventiva y si la relación deudor-acreedor es cooperativa. Los casos contrarios, esto es,

características de deuda y de acreedores heterogéneas, reestructuración post incumplimiento y relación deudor-acreedor poco colaborativa, se presentaron en Argentina (2005) configurando un proceso de negociación duradero y conflictivo al punto tal que su definición finalizó en un juzgado internacional.

El canje de Grecia dio lugar a una desaceleración de la profunda recesión en la que se encontraba, y posteriormente a un crecimiento moderado. Al igual que los casos de Argentina (2005) y Uruguay, se presentó una tendencia de desaceleración de los desequilibrios fiscales y externos. No obstante, a diferencia de Argentina (2005) y de manera similar a Uruguay, el canje de deuda, en conjunto con los programas de asistencia, fue desencadenante de la conducta fiscal experimentada por el país. Pese a este desempeño, al igual que Belice y Argentina (2020), el país fue testigo del incremento del desempleo y la informalidad, hasta lograr el crecimiento económico. En este caso, se dio la particularidad de que pese a haber obtenido un alivio de deuda superior al 70%, el nivel de endeudamiento mantuvo una tendencia creciente, lo que alejó la posibilidad de obtener la sostenibilidad de la deuda. A esta aseveración se le deben sumar los niveles peligrosos del ratio deuda externa/reservas que experimentó el país, reforzando la dificultad para arribar a la sostenibilidad de la deuda.

Pese a este desempeño, quedó de manifiesto la importancia geopolítica que adquiere Grecia, debido a la facilidad de obtener asistencia y financiamiento destinado a superar los desequilibrios macroeconómicos y a mantener la pertenencia en la Unión Europea. Esta importancia geopolítica fue fundamental para el proceso de negociación y para los resultados obtenidos por este país. Por su parte, países de menor importancia global, como Argentina, Uruguay o Belice, tuvieron menor asistencia internacional, si bien en casos como el uruguayo eso fue parcialmente compensado con una orientación gubernamental *market friendly* y alineada con los organismos internacionales. De esta manera, se corrobora la tercera proposición teórica que indica que la dimensión geopolítica es un factor que influye considerablemente en el proceso de negociación y en los resultados de la reestructuración.

Los casos de Belice, considerados como partes de un mismo proceso, mejoraron levemente el crecimiento del PBI, pero no así las condiciones fiscales y externas. A semejanza del período anterior a la reestructuración argentina (2020), en Belice se observó un claro ejemplo de Populismo Cambiario incurriendo en déficits crónicos en cuenta corriente o apreciaciones del tipo de cambio al utilizar anclas cambiarias para provocar aumentos de salario en moneda extranjera y/o una sensación de bienestar en la población. Asimismo, este caso se emparenta con la condición de ser un país periférico con predominancia de las formas institucionales monetaria (en este caso el dólar) e inserción internacional (dependiente económicamente y de los flujos financieros externos), en la jerarquía de su Modo de Regulación. Pese a lograr la participación total por parte de los acreedores, el hecho de que se hayan realizado tres reestructuraciones en un período tan acotado, demuestra que el país no logró una reducción significativa en el nivel de endeudamiento que le permita acceder a la sostenibilidad de la deuda.

Asimismo, es necesario resaltar el escaso tiempo transcurrido desde la reestructuración de Argentina en 2020. Hasta el momento[66], no logró mejorías en el crecimiento del PBI, tampoco en el ámbito fiscal, ni en el sector externo. No obstante, hay que tener presente que gran parte de este comportamiento se debe a la pandemia COVID-19. En el mismo sentido, es pronto para indicar si el país logró obtener la sostenibilidad de la deuda luego del proceso de reestructuración, pero pese a haber obtenido un alivio de deuda en torno al 29 y 36%, los primeros indicadores determinan un aumento en el nivel de endeudamiento.

Si se tienen en consideración los *haircuts* obtenidos en cada caso, es posible corroborar la cuarta proposición teórica establecida en esta investigación. Es decir, teniendo en cuenta que Grecia y Argentina (2005) fueron los casos que presentaron mayores recortes en el Valor Actual Neto (VAN) superando el 70%, mientras que los casos restantes oscilaron entre 13 y 29%, es pertinente indicar que las crisis macroeconómicas más profundas (Argentina 2005 y Grecia) conducen a mayores recortes en términos de Valor Actual Neto de la deuda.

El análisis comparativo permitió identificar además, que los dos casos de crisis macroeconómicas importantes post reestructuración (Belice y Argentina 2020) tienen en común la caída de las reservas internacionales, mientras que los casos restantes comparten el hecho de la recomposición de las reservas post canje. A su vez, dado que el período posterior al canje determinó una baja generalizada en el riesgo país y en el tipo de cambio real (salvo Argentina 2020 que lo mantuvo estable), podría interpretarse que las reestructuraciones analizadas fueron exitosas en relajar las necesidades de divisas como consecuencia directa de la disminución de los pagos inmediatos, permitiendo la apreciación o evitando que se profundice la depreciación del tipo de cambio real. Pese a este éxito generalizado, se puso de manifiesto que aquellos casos que lograron generar una dinámica consistente para sus variables macroeconómicas principales (Argentina 2005, Uruguay y Grecia) fueron los que obtuvieron mejores desempeños post reestructuración, corroborando la quinta proposición teórica establecida por esta investigación.

De esta manera, dentro de este estudio se encontraron una serie de similitudes entre los casos, de acuerdo a las dimensiones teóricas analizadas, así como algunas diferencias dadas por especificidades únicas de los países o de las negociaciones y/o políticas implementadas.

Finalmente, el análisis llevado a cabo a lo largo de esta investigación, permite indicar que las reestructuraciones de deuda no resuelven por sí solas los desequilibrios macroeconómicos existentes. En su lugar, es necesario la implementación de políticas monetarias, fiscales, cambiarias y laborales, que funcionen de manera coordinada y alineada, teniendo como finalidad lograr la recuperación de las crisis de la manera más eficaz y eficiente posible.

[66] En la presente investigación se trabajó con datos disponibles hasta el tercer trimestre de 2020

IX. Bibliografía

- Accinelli, E., & Vaz, D. (1996). Introducción a la teoría de juegos. Notas Docentes.
- Al-Amine, R., Willems, T., & Beaumont, C. (2020). Investor Sentiment, Sovereign Debt Mispricing, and Economic Outcomes. IMF Working Papers, 2020(166).
- Almunia, J. (2020). Lessons from Financial Assistance to Greece. *Independent Evaluation Report*. ESM Board of Governors.
- Antía, F. (2001). La economía uruguaya desde el restablecimiento de la Democracia, 1985-2000. El Uruguay del siglo XX: la economía, 123-162.
- Amanatidou, E., Damvakeraki, T., & Karvounaraki, A. (2018). RIO Country Report 2017: Greece. Research and Innovation Observatory Country Report Series.
- Arceo, E. (2005). El impacto de la globalización en la periferia y las nuevas y viejas formas de la dependencia en América Latina. Cuadernos del CENDES, 22(60), 27-63.
- Arora, M. (2016). Changing rules of the game of global finance: Glimpses from a sovereign debt restructuring episode.
- Asonuma, T., & Trebesch, C. (2016). Sovereign debt restructurings: preemptive or post-default. Journal of the European Economic Association, 14(1), 175-214.
- Asonuma, M. T., Papaioannou, M. M. G., Togo, E., & van Selm, M. B. (2018). Belize's 2016-17 Sovereign Debt Restructuring-Third Time Lucky? International Monetary Fund.
- Asonuma, A., Papaioannou, M. G., Peraza, G., Vitola, K., & Tsuda, T. (2017). Sovereign debt restructurings in Belize: Debt sustainability and financial stability aspects. Journal of Banking and Financial Economics, (2 (8)).
- Bai, Y., & Zhang, J. (2012). Duration of sovereign debt renegotiation. Journal of international Economics, 86(2), 252-268.
- BID, (2004). Approach Paper: Country Program Evaluation: Belize 1993-2003. Inter-American Development Bank.
- BID, (2013). Approach Paper: Country Program Evaluation: Belize 2008-2012. Inter-American Development Bank.
- Basualdo, E. (2003). Las reformas estructurales y el Plan de Convertibilidad durante la década de los noventa. El auge y la crisis de la valorización financiera, 42-83.
- Becker, J., Correa, J. A., Faria, L. A. E., Jäger, J., Musacchio, A., Villalba, C., & Visca, P. (2007). El golpe del capital. Las crisis financieras en el Cono Sur y sus.
- Bohórquez, L. F. O. (2017). El concepto de poder en economía. Telos: Revista de Estudios Interdisciplinarios en Ciencias Sociales, 19(3), 391-407.
- Bonzanini, O. A., Menuzzi Diverio, T. S., Zuliani da Silva, L. G., & Olesiak, E. M. (2018). Economic development and dependence theory: the approach of the UN Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC). Economic and Regional Studies (Studia Ekonomiczne i Regionalne), 11(673-2018-4257), 33-20.
- Borbón, J. A. (2009). El ALBA, Petrocaribe y Centroamérica: ¿intereses comunes? Nueva sociedad, 219, 127-144.
- Bordón, M. (2017). El Estado y el capital financiero en Argentina entre 2002 y 2012. La deuda pública. Problemas del desarrollo, 48(190), 83-108.
- Boyer, R. (2011). Poskeynesianos y regulacionistas: ¿Una alternativa a la crisis de la economía estándar? Economía: teoría y práctica, (35), 11-43.
- Boyer, R., & Saillard, Y. (2002). Régulation Theory: the state of the art.
- Bresser-Pereira, L. C. (2008). The Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach. Brazilian Journal of Political Economy, 28(1), 47-71

- Buchheit, L. C., & Gulati, G. M. (2020). The Argentine Collective Action Clause Controversy (with Spanish Translation). Capital Markets Law Journal (forthcoming 2020).
- Buchheit, L. C. (2013). Sovereign debt restructurings: the legal context. BIS Paper, (72s).
- Buchheit, L. C., Chabert, G., DeLong, C., & Zettelmeyer, J. (2019). How to restructure sovereign debt: Lessons from four decades. Peterson Institute for International Economics Working Paper, (19-8).
- Cadena Montenegro, J. L. (2011). La geopolítica en Sudamérica: Conflictos potenciales y efectos globales.
- CEPAL, N. (2007). Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2007. Cepal.
- Cheng, G., Díaz-Cassou, J., & Erce, A. (2016). From debt collection to relief provision: 60 years of official debt restructurings through the Paris Club.
- Chryssogelos, A. (2017). Still Europeanised? Greek Foreign Policy During the Eurozone Crisis.
- Conde, Raúl (1984) La regulación, una teorización intermedia, en la crisis y los modos de regulación del Capitalismo, en Cuadernos Universitarios, núm. 8, DCSH, Depto. de Economía, UAM–I, págs. 15–31.
- Cosio-Pascal, E. (2008). The emerging of a multilateral forum for debt restructuring: the Paris Club (No. 192). United Nations Conference on Trade and Development.
- Club de París (s.f). https://www.clubdeparis.org/
- Cruces, J. J. and C. Trebesch (2013): "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts " *American Economic Journal: Macroeconomics*.
- Damill, M., & Frenkel, R. (2013). La economía argentina bajo los Kirchner: una historia de dos lustros.
- Damill, M., Frenkel, R., & Rapetti, M. (2005). La deuda argentina: historia, default y reestructuración. Desarrollo económico, 187-233.
- Das, M. U. S., Papaioannou, M. M. G., & Trebesch, C. (2012). Sovereign debt restructurings 1950-2010: Literature survey, data, and stylized facts.
- Das, Udaibir S., Papaioannou, Michael G. and Christoph Trebesch. (2010). "Sovereign Default Risk and Private Sector Access to Capital in Emerging Markets", IMF Working Papers 10/10, International Monetary Fund. Washington DC;
- De Brun, J., Della Mea, U. (2003). Una aproximación de mercado a la reestructuración de la deuda soberana: lecciones de la experiencia uruguaya. Revista de economía, 10(2), 97-142.
- Destais, C., Eidam, F., & Heinemann, F. (2019). The design of a sovereign debt restructuring mechanism for the euro area: Choices and trade-offs (No. 11). EconPol Policy Report.
- *Deuda: Martín Guzmán: "No estamos pidiendo a nuestros acreedores que pierdan, sino que ganen menos"*. (3 de mayo de 2020). La Nación.
- *Deuda: Gobierno presentó ante la SEC la oferta de reestructuración*. (20 de abril de 2020). Ámbito.
- Dias, D. A., Richmond, C., & Wright, M. L. (2014). The stock of external sovereign debt: Can we take the data at 'face value'? Journal of International Economics, 94(1), 1-17.
- Díaz-Cassou, J., Erce, A., & Vázquez-Zamora, J. J. (2008). Recent episodes of sovereign debt restructurings: a case-study approach. *Banco de Espana Occasional Paper*, (0804).
- Dos Santos, T. (2002). La teoría de la dependencia: balance y perspectivas, trad. *M. Bruckmann Maynetto, Plaza y Janés, México*.
- Dreger, Joanna (2012) "Why Is Sovereign Debt Restructuring a Challenge? The Case of Greece". *Bruges European Economic Policy (BEEP) Briefing 24/2012*.
- Duarte, C. (2012). Tasa Libor y autorregulación bancaria. Ola Financiera, 5(13), 52-71.
- Dunford, M. (1990). Theories of regulation. Environment and Planning D: Society and Space, 8(3), 297-321.
- Eichengreen, B. (1991): "Historical Research on International Lending and Debt," *The Journal of Economic Perspectives*.
- Eichengreen, B., El-Ganainy, A., Esteves, R., & Mitchener, K. J. (2019). Public debt through the ages (No. w25494). National Bureau of Economic Research.

- Eisenhardt, K. M. (1989). Building Theories from Case Study Research, Academy of Management Review, 14 (4): 532-550
- *El FMI consideró que durante el gobierno de Macri hubo un "optimismo indebido".* (19 de agosto de 2020). Télam.
- Erce, A. (2013). Sovereign debt restructurings and the IMF: implications for future official interventions (No. 143). Federal Reserve Bank of Dallas.
- Finger, H., & Mecagni, M. (2007). Sovereign debt restructuring and debt sustainability: An analysis of recent cross-country experience. International Monetary Fund.
- FMI (2003a). Argentina: 2002 Article IV Consultation-Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Authorities of Argentina (No. 03/226). IMF Country Report
- FMI (2003b). Uruguay: 2003 Article IV Consultation and Third Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification and Waiver of Applicability of Performance Criteria-Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice and Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Uruguay (No. 03/247). IMF Country Report
- FMI (2005). Argentina: 2005 Article IV Consultation-Staff Report; Staff Supplement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Argentina (No. 05/236). IMF Country Report
- FMI (2006). Belize: 2006 Article IV Consultation-Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Belize (No. 06/369). IMF Country Report
- FMI (2013a). *Belize: Staff Report for the 2013 Article IV Consultation* (No. 13/227). IMF Country Report
- FMI (2013b). Grecia: 2013 Article IV Consultation (No. 13/154). IMF Country Report
- FMI (2016a). Belize: 2016 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; And Statement by the Executive Director for Belize (No. 16/334). IMF Country Report
- FMI (2017a). Belize: 2017 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; Informational Annex; Statement by the Executive Director for Belize (No. 17/286). IMF Country Report
- FMI (2017b). Grecia: 2016 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Greece (No. 17/40). IMF Country Report
- FMI (2017c). Argentina: 2017 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Argentina (No. 17/409). IMF Country Report
- FMI (2018). Argentina: First Review Under the Stand-by Arrangement; Inflation Consultation; Financing Assurances Review; and Requests for Rephasing, Augmentation, Waivers of Nonobservance and Applicability of Performance Criteria, and Modification of Performance Criteria-Press Release; Staff Report; and Staff Supplement (No. 18/297). IMF Country Report
- FMI (2019). Argentina: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement, Request for Waivers of Applicability and Modification of Performance Criteria, and Financing Assurances Review-Press Release; Staff Report; and Staff Supplement (No. 19/232). IMF Country Report
- FMI (2020). Argentina: Technical Assistance Report-Staff Technical Note on Public Debt Sustainability (No. 20/83). IMF Country Report
- Formento, W., & Merino, G. (2011). Crisis financiera global: la lucha por la configuración del orden mundial. Peña Lillo.
- Fosner, A. (2012). Economics and Mathematical Theory of Games. Managing Global Transitions: International Research Journal, 10(3).
- Frenkel, A. (2016). " Muevan el mundo que me quiero subir": Política exterior e integración regional en el gobierno de Mauricio Macri.
- Frenkel, R., & Rapetti, M. (2010). A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America. University of Massachusetts Amherst Working Paper, 01.

- Furceri, D., & Zdzienicka, A. (2012). How costly are debt crises? Journal of International Money and Finance, 31(4), 726-742.
- Furtado, C. (1985). La nueva dependencia: deuda externa y monetarismo. Centro Editor de América Latina.
- Garrido, A. P. (2012). Desarrollo y consecuencias de la globalización financiera. Nómadas. Critical Journal of Social and Juridical Sciences, 35(3).
- Ghiotto, L., & Pascual, R. (2008). El CIADI y las inversiones: acerca de la necesidad de certezas. Realidad Económica, 238, 121-132.
- Gibbons, R. (1993). Un primer curso de teoría de juegos. Antoni Bosch Editor.
- Gibson, H. D., Hall, S. G., & Tavlas, G. S. (2012). The Greek financial crisis: Growing imbalances and sovereign spreads. Journal of International Money and Finance, 31(3), 498-516.
- Giuliano, H. L. (2006). Problemática de la deuda pública argentina: La deuda bajo la administración Kirchner (Vol. 1). Grupo Editor del Encuentro.
- Glaser, B. G., Strauss, A. L., & Strutzel, E. (1968). The discovery of grounded theory; strategies for qualitative research. Nursing research, 17(4), 364.
- Goodrick, D., & Unicef. (2014). Estudios de caso comparativos. Síntesis metodológicas: evaluación de impacto, 9.
- Guzman, M., & Stiglitz, J. (2015). Creating a framework for sovereign debt restructuring that works. *Too little, too late: the quest to resolve sovereign debt crises*.
- Hernández-Sampieri, R., & Torres, C. P. M. (2018). Metodología de la investigación (Vol. 4). México^ eD. F DF: McGraw-Hill Interamericana.
- IMF, J. (2020). A crisis like no other, an uncertain recovery. World Economic Outlook Update.
- Jaeger, B. C., & Brites, P. V. P. (2020). Geoeconomics in the light of International Political Economy: a theoretical discussion. Brazilian Journal of Political Economy, 40, 22-36.
- Jaquenod, A. M. (2013). La inserción internacional argentina durante la década de los' 90 desde las tradiciones clásicas de las relaciones internacionales. Una lectura crítica (Doctoral dissertation, Universidad de Buenos Aires).
- Kiguel, M. A. (2015). Las crisis económicas argentinas: Una historia de ajustes y desajustes. Sudamericana.
- Krueger, Anne. 2002. "A New Approach to Sovereign Debt Restructuring." *International Monetary Fund*.
- Kupelian, R., & Rivas, M. S. (2014). Fondos buitre. El juicio contra argentina y la dificultad que representa en la economía mundial. Documento de trabajo, 49.
- *"La Fed cierra 2018 con nueva alza de tipos de interés y desoye a Trump*". (19 de diciembre de 2012). Agencia EFE.
- Laureano, R. C. (2012). Geopolítica. Origen del concepto y su evolución. Revista de Relaciones Internacionales de la UNAM, 59.
- Levy-Yeyati, E. and U. Panizza (2011): "The Elusive Costs of Sovereign Defaults," *Journal of Development Economics*.
- Luzuriaga, F., and Ferro Clericó, L. (2004). La agenda de la política exterior uruguaya 1985-2000. Una visión académica. documento de trabajo, (64).
- Manzanelli, P., & Barrera, M. A. (2018). Deuda externa y corrida cambiaria. Un análisis del gobierno de Cambiemos en perspectiva histórica. Cuadernos de Economía Crítica, 5(9), 17-44.
- Manzanelli, P., & Basualdo, E. (2016). Régimen de acumulación durante el ciclo de gobiernos kirchneristas. Realidad económica, 304, 6-40.
- Mendoza Hernández, A (2012). Teoría de la regulación: Una lectura de las grandes crisis económicas. Ola Financiera, 5(12), 46-69.
- Ministerio de Economía, Subsecretaría de Financiamiento. (2015). Informe de Deuda Pública Nacional – Segundo Semestre 2014. Gobierno de Argentina.

- Monge, E. C. (2010). El estudio de casos como metodología de investigación y su importancia en la dirección y administración de empresas. Revista Nacional de administración, 1(2), 31-54.
- Moschella, M. (2016). Negotiating Greece. Layering, insulation, and the design of adjustment programs in the Eurozone. Review of International Political Economy, 23(5), 799-824.
- Neffa, J. C. (2006). Evolución conceptual de la Teoría de la Regulación. *Teorías sociales y estudios del trabajo: nuevos enfoques, Anthropos-Universidad Autónoma Metropolitana, Iztapalapa, Barcelona-México*, 183-206.
- Neffa, J. C., Brown, B., & López, E. (2010). Empleo, desempleo y políticas de empleo. CEILPIETTE CONICET.
- Nemiña, P., & Val, M. E. (2018). El conflicto entre la Argentina y los fondos buitres. Consecuencias sobre los procesos de reestructuración de deuda soberana. Cuadernos de economía crítica, 5(9), 45-68.
- Nemiña, P., & Val, M. E. (2020). La reestructuración de la deuda argentina ante la pandemia global. Análisis Carolina, (19), 1.
- Nilson, D. H., Pose, N., & Raggio, A. (2016). Entre el Norte y el Sur. La política exterior de los gobiernos del Frente Amplio (2005-2014). Cuadernos do Tempo Presente, (24).
- Ocampo, J. A., & CEPAL, N. (2002). Globalización y desarrollo.
- Oddone, G., & Marandino, J. (2018). The Case of Uruguay.
- Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC). (2020). Análisis de la propuesta de reestructuración de bonos bajo legislatura extranjera. Gobierno de Argentina.
- Okwuokei, J. C., & van Selm, B. (2017). Debt Restructuring in the Caribbean—the Recent Experience. Unleashing Growth and Strengthening Resilience in the Caribbean, 149-171.
- Palacios, L., & José, J. (2011). El orden mundial a inicios del siglo XXI: orígenes, caracterización y perspectivas futuras. Espiral (Guadalajara), 18(52), 225-265.
- Panizza, U., F. Sturzenegger, and J. Zettelmeyer (2009): "The Economics and Law of Sovereign Debt and Default," *Journal of Economic Literature*.
- Pașcu, L. C. (2015). Geopolitics-A New Framework of Analysis: Global Challenges and Perspectives. SEA–Practical Application of Science, 3(07), 437-443.
- Paz, P. F. (1970). Dependencia financiera y desnacionalización de la industria interna. El Trimestre Económico, 37(146 (2), 297-329.
- Pitchford, R., & Wright, M. L. (2007). Restructuring the sovereign debt restructuring mechanism. V Research Department Staff Report, Federal Bank of Minneapolis.
- Porzecanski, A. C. (2012). Behind the Greek default and restructuring of 2012. Published in Sovereign Debt and Debt Restructuring: Legal, Financial and Regulatory Aspects, ed. by Eugenio A. Bruno (London: Globe Business Publishing, 2013).
- Quiénes son los mayores acreedores de Argentina. (2 de marzo de 2020). Fortuna.
- Rapoport, M. (2000). El plan de convertibilidad y la economía argentina (1991-1999). Economia e Sociedade, 9(2), 15-47.
- Reinhart, C. M., V. R. Reinhart, and K. S. Rogoff (2012): "Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800," *Journal of Economic Perspectives*
- Reinhart, C. M., K. S. Rogoff, and M. A. Savastano (2003): "Debt Intolerance," *Brookings Paper on Economic Activity*.
- Reinhart, C. M., and Trebesch, C. (2014). A distant mirror of debt, default, and relief (No. w20577). National Bureau of Economic Research.
- Rivas-Llosa, R. (1997). Los bonos Brady.
- Rodríguez, O. (1977). Sobre la concepción del sistema centro-periferia. Revista de la CEPAL, 3, 203-248.
- Sandleris, G. (2016). The costs of sovereign default: Theory and empirical evidence. Economia, 16(2), 1-27.
- Sawicki, J. (2011). Debt in the Eurozone: The Sources and the Possible Consequences. Institute for Market, Consumption and Business Cycles Research.

- Soneira, A. J. (2006). La teoría fundamentada en los datos (Grounded Theory) de Glaser y Strauss. Estrategias de investigación cualitativa, 153-173.
- Sturzenegger, F. (2002). Default episodes in the 90s: Factbook and preliminary lessons. Manuscript, Universidad Torcuato Di Tella.
- Sturzenegger, F. (2019). Macri's Macro: The meandering road to stability and growth. Brookings Papers of Economic Activity, 135.
- Sturzenegger, F. and J. Zettelmeyer (2007): "Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises," *The MIT Press*.
- Sztulwark, S. (2005). El estructuralismo latinoamericano. Prometeo: Universidad Nacional de General Sarmiento.
- Toussaint, M. (2009). Entre los vecinos y los imperios: el papel de Belice en la geopolítica regional. Tzintzun, (50), 105-128.
- Trebesch, C., & Zabel, M. (2017). The output costs of hard and soft sovereign default. European Economic Review, 92, 416-432.
- *"Un asesor de Trump reveló por qué ayudaron al gobierno de Macri a acceder a un rescate del Fondo Monetario Internacional".* (28 de julio de 2020). Infobae.
- UNCTAD (2014). Informe sobre el Comercio y el Desarrollo 2014, capítulo V: Políticas comerciales e industriales en un régimen de gobernanza mundial en constante evolución; capítulo VI: Finanzas internacionales y espacio de políticas. Nueva York y Ginebra.
- Vargas Hernández, J. G. (2006). La nueva economía política en la transformación institucional del Estado-Nación. Problemas del desarrollo, 37(145), 31-51.
- Vuolo, R. M. L., & Seppi, F. (2008). La falacia del desendeudamiento del sector público argentino. Documento de trabajo, 61.
- Xafa, M. (2013). Life after Debt. World Economics, 14(1), 81-102.
- Xafa, M. (2014). Sovereign debt crisis management: Lessons from the 2012 Greek debt restructuring.
- Yin, R. K. (2009). Case study research: Design and methods (Vol. 5). sage.
- Zettelmeyer, J., & Sturzenegger, F. (2005). Haircuts; Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005 (No. 2005/137). International Monetary Fund.

X. Anexo 1

Tabla 21: Calificación crediticia según agencias de calificación

Calificación crediticia				
Fitch	**S & P**	**Moody's**	**Dimensión**	**Descripción del grado de calificación**
AAA	AAA	Aaa	**Investment grade**	**Riesgo crediticio mínimo**
AA+ AA AA-	AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3		**Riesgo crediticio muy bajo**
A+ A A-	A+ A A-	A1 A2 A3		**Riesgo crediticio bajo**
BBB+ BBB BBB-	BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3		**Riesgo crediticio moderado**
BB+ BB BB-	BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	**Speculative grade**	**Riesgo crediticio sustancial**
B+ B B-	B+ B B-	B1 B2 B3		**Riesgo crediticio alto**
CCC+ CCC CCC-	CCC+ CCC CCC-	Caa1 Caa2 Caa3		**Riesgo crediticio muy alto**
CC C	CC C	Ca		**En o cerca de *default*, con posibilidad de recuperación**
DDD DD D	SD D	C		**En *default*, con poca chance de recuperación**

Fuente: Elaboración propia.