



# ¿QUÉ HACEMOS CON LA DEUDA Y EL FMI?

Guillermo Hang

EN ESTE INFORME ESPECIAL:

- RESUMEN
- LA DEUDA EXTERNA EN NUESTRA REGIÓN: BREVE REPASO HISTÓRICO
- LA SITUACIÓN ACTUAL DE LA ARGENTINA
- ¿QUE NOS DICE LA EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE LOS DEFAULTS SOBERANOS?
- LA ARGENTINA EN LA ENCRUCIJADA FINANCIERA Y LAS POSIBILIDADES PARA SALIR DEL DESCALABRO ACTUAL
- BIBLIOGRAFÍA



## ¿Qué hacemos con la deuda y el FMI?

**Guillermo Hang \***

### Resumen

El presente documento comienza con un muy breve repaso de la historia de la deuda latinoamericana, para introducirnos a la situación actual de la deuda soberana argentina.

Comentamos algunos hechos financieros destacables del país en el siglo XXI y describimos la crítica coyuntura. También presentamos la evidencia empírica a nivel internacional respecto de los procesos de cesación de pagos y reestructuración de las deudas, especialmente en las últimas décadas.

El documento se enfoca además en el FMI, destacando algunas de sus intervenciones más recientes, habida cuenta que una parte importante de los vencimientos que debe afrontar el país lo tiene como contrapartida.

Finalmente, con base en los datos presentados, se postulan diversas acciones que podría encarar la Argentina para comenzar a resolver el problema financiero en que se encuentra, que tiene efectos muy perniciosos sobre la economía real y las condiciones socio-económicas de su población.

\* Lic. en Economía (UNLP). Se agradecen enormemente los comentarios de colegas/amigos a versiones preliminares de este documento. Los errores y omisiones corren por cuenta exclusiva del autor.

## 1. La deuda externa en nuestra región: breve repaso histórico

---

Desde la época de su independencia, los gobiernos latinoamericanos han acudido al endeudamiento en moneda extranjera con el pretendido objetivo del desarrollo económico. Los resultados de estas experiencias han sido muy pobres desde sus orígenes, verificándose eventos de cesación de pagos a poco tiempo de firmados los primeros préstamos.

Los incumplimientos soberanos no son una exclusividad de la región, sino que se han documentado cientos de eventos de incumplimiento crediticio protagonizados por países de distinto grado de desarrollo.

Los primeros defaults fueron determinantes para la baja afluencia de crédito externo hacia Latinoamérica durante más de un siglo, incluso en décadas de fuerte expansión económica mundial. Recién luego de la Segunda Guerra Mundial se potenció el ingreso de capitales externos bajo un paradigma que, a diferencia del actual, vinculaba de forma más estrecha el endeudamiento con las inversiones productivas.

Los fondos provenían de naciones más desarrolladas, como de organismos multilaterales y empresas multinacionales. Los organismos que ganaron mayor protagonismo fueron los creados por el acuerdo de Bretton Woods, en 1944: el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). Mientras el FMI fue creado para estabilizar el sistema monetario internacional, el BM se creó para impulsar el desarrollo económico mediante el financiamiento de infraestructura pública o inversiones privadas.

A partir de la crisis del petróleo en 1973, en un contexto de elevada liquidez internacional, el FMI modificó su actuación previa e impulsó una mayor desregulación de los mercados financieros. Nuevamente, la mayor oferta de financiamiento internacional destinado a nuestra región permitió la acumulación de deudas insustentables y descalces monetarios, desembocando en crisis macroeconómicas.

Hacia 1982 se desata la crisis de la deuda latinoamericana que signó la “década perdida” para la región. La exposición de algunos de los más grandes bancos estadounidenses a la deuda latinoamericana llegó a ser tal que los mismos corrían elevado riesgo de bancarrota si se extendía la cesación de pagos.

Entre otras medidas, el FMI implementó programas de asistencia financiera para asegurar los pagos. Los nuevos aportes para los países en crisis fueron sujetos a condicionalidades macroeconómicas, siempre asociadas a una caída de la demanda doméstica para generar un mayor saldo exportable.

Luego del “plan Brady” de 1989, hacia 1995 unos doce países habían refinanciado sus pasivos, concentrándose los mayores montos negociados en Argentina, Brasil, México y Venezuela. Las supuestas ventajas del plan no tardaron en revelarse como inconducentes hacia soluciones duraderas, a partir de la crisis mexicana de 1994 (“efecto tequila”) y la crisis argentina de 2001-2002 se hizo evidente otro fracaso de las recetas del FMI en nuestra región.

Desde entonces, aprovechando el nuevo contexto internacional signado por mejores términos de intercambio y la menor influencia del FMI en la región, transcurrió una década de crecimiento económico, con mayor solvencia en el frente financiero y una reducción de las brechas sociales.

Hace ya algunos años que la situación regional se ha modificado sustantivamente, expresada en el estancamiento de países como Brasil y México y las crisis económicas que afectan actualmente a Venezuela y Argentina.

## 2. La situación actual de la Argentina

---

Luego de la gran crisis y el default de 2001-2002 nuestro país protagonizó algunos hitos de relevancia en lo que se refiere a sus relaciones financieras internacionales:

- Impulsó una reestructuración de la deuda en el año 2005, con una quita elevada en términos históricos al sector privado (lo que se llamó deuda elegible, ya que la deuda con organismos no sufrió modificaciones). Luego del segundo canje del año 2010 alcanzó una adhesión muy mayoritaria de los acreedores, del 92,4% de los montos involucrados. El trabajo de Guzmán (2016) sobre la resolución del default argentino de 2001 encuentra que el alivio sobre el valor nominal de la deuda fue de del 43% hacia el año 2010, mientras que cuando se consideran los pagos de los cupones vinculados al PBI y los pagos a los “holdouts” en 2016, el alivio sobre la deuda se reduce al 20,5%. Por otro lado, la base de datos de Cruces y Trebesch<sup>1</sup> presenta una reducción del valor nominal de la deuda del 29,4%. Otra medida que presenta esta base de datos es el recorte sobre las acreencias desde el punto de vista del inversor, que se habría ubicado en torno al 76,8%, cuando se compara el valor presente de la vieja deuda con el de la deuda canjeada<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> <https://sites.google.com/site/christophtrebesch/data>

<sup>2</sup> Ver Guzmán (2016) donde se presenta una crítica a la metodología utilizada por Trebesch y Cruces para calcular el recorte de la deuda.

- Siguiendo el ejemplo de Brasil, repagó toda su deuda con el FMI a inicios de 2006. Este hecho permitió ganar autonomía en la política económica, evitando las condicionalidades macroeconómicas que busca imponer el organismo.
- Protagonizó el llamado “juicio del siglo” frente a los fondos buitres, pero a pesar del fuerte apoyo internacional y la razonabilidad de sus argumentos jurídicos, fue condenada a partir de 2014 por la justicia estadounidense (en varios fallos inéditos) a brindarle un trato preferencial a los fondos buitres, con beneficios muy superiores a los obtenidos por el 92,4% de los acreedores que ya habían acordado.
- Se negó a cumplir los fallos de la justicia estadounidense que recompensaban desproporcionadamente a los fondos buitres, amparada en el argumento de la inmunidad soberana y la parcialidad del proceso judicial.
- Acordó un swap de monedas con China: desde 2009 Argentina y China han firmado varios acuerdos bilaterales de intercambio de monedas, que han servido para engrosar las reservas internacionales del BCRA. El monto de los primeros acuerdos se elevó hasta unos U\$S 10.000 millones. Desde la firma del Acuerdo Suplementario en diciembre de 2018, el monto del swap prácticamente se duplicó (U\$S 19.000 millones). Esto ha determinado que la participación de la moneda china en las reservas haya sido superior al 30% durante varios años. Debe mencionarse que el último acuerdo de 2018, en la cláusula 5, restringe la vigencia del swap a la continuidad del acuerdo Stand By firmado entre Argentina y el FMI (Brenta y Larralde, 2019).
- Con el cambio de gobierno a finales de 2015, reconoció toda la deuda judicializada con la intención de mejorar las condiciones de acceso al financiamiento internacional. El reconocimiento de los pasivos fue acompañado de una oferta que contemplaba dos opciones: la oferta base y la “pari passu” (Guzmán, 2016). De esta forma, el país obtuvo una quita sobre lo que podría haber sido el monto total de los pasivos según la valuación de los tribunales. A pesar de ello, hubo grandes beneficiarios, como los fondos buitres: en el caso de NML Capital sus retornos alcanzaron el 1.270%.
- Desde 2016, fomentó un proceso de mega-endeudamiento acelerado del sector público nacional, provincial y del sector privado, que hacia abril de 2018 fue percibido como insustentable por la gran mayoría de los actores del mercado.
- Firmó un nuevo acuerdo con el FMI durante 2018, de forma urgente e intempestiva, y de una magnitud con muy pocos precedentes: mientras que en su primera versión de junio el Acuerdo Stand-By alcanzó los U\$S 50.000 millones (1.110% de la cuota de Argentina en el FMI), para octubre de dicho año

se incrementó a U\$S 56.300 millones (1.277% de la cuota)<sup>3</sup>. A pesar de esta asistencia extraordinaria, desde hace más de un año Argentina vive en permanente stress cambiario, con una fuga de capitales record y una crisis económica de una virulencia que no se registraba desde 2001-2002.

- A fines de agosto de 2019 decidió reprogramar unilateralmente las obligaciones de pago originadas en la emisión de las Letras del Tesoro de corto plazo (DNU 596/2019). Esto llevó a que las principales calificadoras degraden la nota de la deuda argentina, con Standard & Poor's declarando un "default selectivo" por un día y Fitch "default restringido" por menos de una semana. A su vez, se reintrodujeron restricciones a la salida de divisas y la obligación de liquidar en el mercado local las divisas originadas en exportaciones en plazos menores a 6 meses desde la fecha de embarque o 5 días desde su cobro, entre otras medidas (DNU 609/2019 y Comunicación "A" 6770 del BCRA).

La deuda tomada en los últimos años no ha tenido su correlato en inversiones productivas que expandan la oferta de bienes exportables<sup>4</sup>. Por el contrario, ha generado inestabilidad macroeconómica y un perfil de vencimientos de capital e intereses que implica un cuello de botella financiero para el período 2020-2023, coincidente con el próximo período presidencial (Gráfico 1).

La información oficial publicada para el segundo trimestre de 2019 mostraba que una elevada proporción de los vencimientos de capital (73%) del corriente año son de deuda de corto plazo. Esta ha sido una de las causas de la creciente vulnerabilidad financiera.

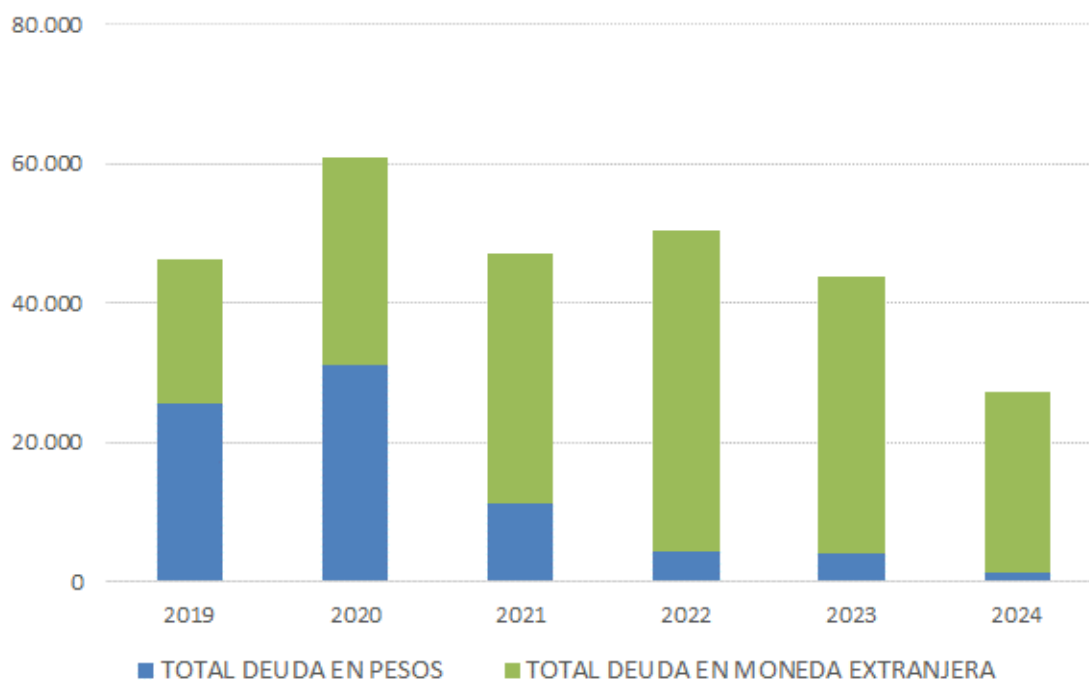
Durante todo 2019 el Gobierno Nacional ha buscado renovar estos instrumentos para evitar una nueva corrida cambiaria, postergando parte de los vencimientos hacia 2020, estrategia que terminó de fracasar en agosto con la declaración de la reprogramación unilateral de los pagos de letras de corto plazo.

---

<sup>3</sup> El límite de acceso para los préstamos no concesionarios es del 435% de la cuota del país, o su cuota relativa en el FMI, deducidos los reembolsos, a lo largo de la duración del programa y del 145% de su cuota anualmente. En el marco de su "política de acceso excepcional", el FMI puede prestar fondos por encima de estos límites normales según el caso, previa consideración y aprobación por parte del Directorio Ejecutivo del organismo. Ver <https://www.imf.org/es/Countries/ARG/argentina-faqs#Q8>

<sup>4</sup> Si bien durante el año 2017 la inversión pública alcanzó elevados niveles de ejecución, cuando se considera todo el período de gobierno de Cambiemos se observa claramente que el estado ha perdido relevancia en el proceso inversor. La inversión privada también se mantiene en niveles mínimos, considerándose una excepción el yacimiento de Vaca Muerta.

**Gráfico 1. Perfil de Vencimientos de Capital e Intereses de la Administración Central, por tipo de moneda 2019-2024.** En millones de U\$S.



Fuente: elaboración propia con datos de Secretaría de Finanzas de la Nación – II Trimestre 2019

El panorama es especialmente complejo en los próximos años, ya que una parte de los vencimientos de 2019 se irá sumando a los años posteriores. Aun en el poco probable caso de que la economía argentina transite sin grandes sobresaltos los próximos dos años, hacia 2022 no sólo crece la magnitud de los vencimientos de capital e intereses, sino que la proporción de los mismos en moneda extranjera aumenta considerablemente hasta el 94% del total.

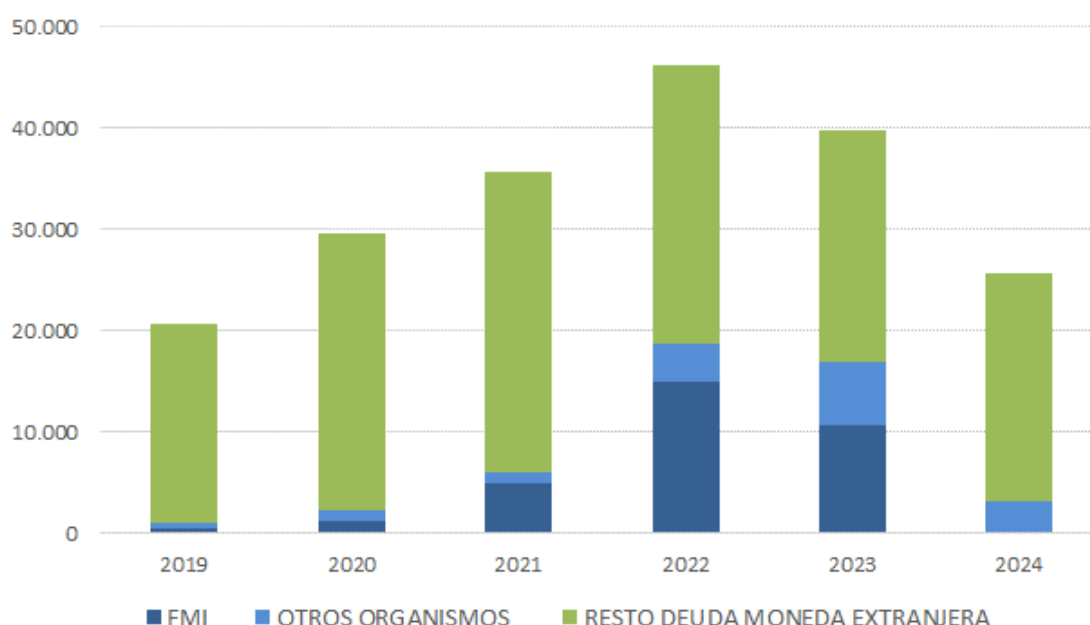
Cuando se considera la composición de los vencimientos en moneda extranjera por tipo de acreedor, se puede notar que la mayor parte corresponde a deuda emitida en condiciones de mercado que tiene como acreedor al sector privado. La misma evolución ha mostrado el endeudamiento de varias provincias, entre ellas Buenos Aires, agregando mayor dificultad a la cuestión.

La dificultad de renovar esta deuda en las condiciones actuales se evidencia con el nivel de riesgo país en Argentina, del orden de los 2.000 puntos básicos. Recordemos que el proceso de endeudamiento en moneda extranjera del gobierno de Cambiemos tuvo su principal origen en Nueva York, EE.UU., donde la jurisprudencia surgida del juicio con los fondos buitres constituye un precedente que reduce los grados de libertad de la política financiera.

Si bien la deuda con el mercado en moneda extranjera es la de mayor peso (y la más dificultosa de refinanciar o renegociar), desde 2021, pero particularmente en 2022-2023, el FMI gana relevancia dentro de los acreedores.

En el Gráfico 2 se puede apreciar este hecho, aunque imperfectamente. La participación del FMI en los acreedores está subestimada, ya que los datos de la Secretaría de Finanzas publicados al 2ºT-2019 provocan cierta confusión<sup>5</sup>.

**Gráfico 2. Perfil de Vencimientos de Capital e Intereses en Moneda Extranjera de la Administración Central por tipo de acreedor 2019-2024.** En millones de U\$S.



Fuente: elaboración propia con datos de Secretaría de Finanzas de la Nación – II Trimestre 2019

La información que publica el FMI sugiere que se necesitarían más de U\$S 44.000 millones para cumplir con los compromisos que tiene el país con el organismo entre 2020 y 2024. Resulta imposible afrontar la necesidad de divisas derivadas de este perfil de vencimientos con resultados superavitarios de la balanza comercial. Las balanzas de servicios, rentas e intereses son persistentemente deficitarias en Argentina, lo que exigiría un fuerte crecimiento de las exportaciones para intentar equilibrar la situación.

<sup>5</sup> No existen diferencias significativas entre los vencimientos de capital e intereses con el FMI al comparar la información del 1er y 2do trimestre de 2019 que publica la Secretaría de Finanzas, aun cuando el FMI registra un desembolso de casi U\$S 10.800 millones en abril. Pareciera que por alguna causa este último desembolso se contabilizó dentro de “Otros” organismos internacionales, rubro que crece en un monto similar. En julio de 2019 el país recibió otro desembolso de unos U\$S 5.400 millones que no está reflejado en los números.

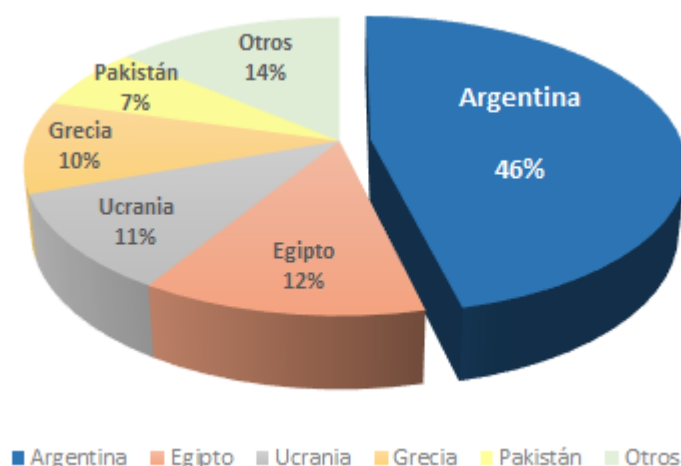


En un mundo crecientemente proteccionista, es inimaginable lograr superávits comerciales que permitan afrontar todos los pagos sin necesidad de refinanciación o reestructuración de las obligaciones.

Al mismo tiempo que deberá negociarse con el sector privado, se impone una renegociación con el FMI para alinear las obligaciones financieras del país con su capacidad de repago. Economistas de distintas orientaciones<sup>6</sup> ya venían planteando que el cronograma de vencimientos con el Fondo tal cual está estipulado es de muy difícil cumplimiento, aún antes de la nueva corrida cambiaria y la fuerte salida de depósitos bancarios de agosto y septiembre.

El organismo no podrá obligar al país a mantener el programa actual, que prácticamente forzaría un default. Esto resulta contrario a sus intereses, ya que Argentina ocupa más del 46% de su cartera total de créditos vigentes (Gráfico 3).

**Gráfico 3. Participación por país en el total de créditos vigentes del FMI. Agosto de 2019. En porcentaje del total**



Fuente: FMI – Weekly Report on Key Financial Statistics

A diferencia de otros momentos históricos, el Fondo se encuentra en una situación muy comprometida respecto de Argentina. Si nuestro país se viera impedido de cumplir con el repago al organismo, este quedaría expuesto a una insólita situación de stress financiero: los desembolsos ya realizados equivalen al 6% del activo total o a 32 veces el ingreso operativo neto anual del FMI.

Los datos hasta aquí presentados muestran la crítica posición en la que nos encontramos. A medida que transcurrió el año se ha generalizado el consenso respecto

<sup>6</sup> Entre muchos otros, podemos mencionar a J. Stiglitz y M. Weisbrot en el ámbito internacional y a M. Guzmán, A. Kicillof, R. Lavagna, G. Nielsen, C. Rodríguez y J.L. Espert entre los argentinos.

de que aumentó considerablemente el riesgo de default de la deuda argentina. Por ello, en la próxima sección repasaremos algunos hechos asociados a los defaults soberanos.

### 3. ¿Qué nos dice la evidencia empírica sobre los defaults soberanos?

---

Existe una extensa literatura académica respecto de los defaults soberanos. Esta problemática se remonta a algunos siglos atrás y ha generado un gran interés en los economistas de todo el mundo. En esta sección presentaremos un repaso de la evidencia empírica publicada por algunos de los más reconocidos autores, así como acudiremos a una herramienta que hace un repaso exhaustivo de estos eventos: la base de datos de defaults soberanos del Banco de Canadá (Credit Rating Assessment Group database).

El Banco Central de Canadá ha recopilado la información sobre defaults desde el año 1960. La base de datos utiliza diversas fuentes, desde organismos multilaterales hasta trabajos académicos. Si bien los propios autores admiten una elevada heterogeneidad en la calidad de los datos, la cual está sujeta a una puntuación de 1 a 4 según cada país, la mejor característica de la base es que utiliza criterios homogéneos para determinar la existencia de un evento de incumplimiento crediticio.

Un punto que debe destacarse es que la metodología utiliza una acepción muy amplia de qué es un default. Considera a la deuda soberana una obligación contractual, igual a cualquier otro tipo de deuda. Cualquier instancia en la que los estados no cumplen en el tiempo y la forma los pagos acordados es considerada un default.

Este criterio tan restrictivo se justifica por el hecho de que es usual que los defaults no suelen ser explícitos y toman varias formas. Al considerar todas las acciones que perjudican a los acreedores como default, brinda un corte bastante claro a una cuestión metodológica compleja.

Es importante aclarar entonces que algunos eventos a los que nos referiremos como default o incumplimiento hayan sido en la práctica renegociaciones de deuda con términos más beneficiosos para el país deudor.

Entre los principales hallazgos podemos incluir el hecho de que los defaults han sido recurrentes en la historia y desde 1960 unos 145 países han incumplido sus obligaciones en moneda extranjera. En los últimos años la tendencia al incumplimiento es claramente declinante y dos tercios de los montos en default se concentran en Puerto Rico, Sudán e Irak.

A continuación, presentamos más evidencia empírica sobre esta cuestión, tanto a nivel internacional como a nivel nacional.

### 3.a) El FMI es un acreedor privilegiado y juega políticamente

Es usual que cuando un país se ve imposibilitado de cumplir sus obligaciones, los primeros eventos se produzcan en perjuicio de organismos oficiales, como bancos y organismos regionales. Los incumplimientos se producen en oleadas o por grupos (“default clusters”), lo que supone la existencia de un efecto contagio o sistémico (Beers y Mavalwalla, 2018).

A causa de la situación actual entre la Argentina y el FMI, consideramos de interés seleccionar una muestra de países que hayan presentado elevados grados de incumplimiento con el Fondo. Para ello utilizaremos la base de datos del Banco de Canadá.

Veremos a continuación que el FMI constituye un caso especial respecto al poder que tiene cada tipo de acreedor. Presentaremos algunos datos que nos permiten concluir que el organismo es un acreedor privilegiado dentro del sistema financiero global.

En primera instancia, se seleccionaron los casos de aquellos países que alcanzaron una situación de cesación de pagos con el FMI por más de U\$S 200 millones en algún año desde 1960. Luego, se eliminaron los casos en que la calidad de la información se valoró como menos fidedigna por parte de los autores (Sudán, Somalia, Sierra Leona)<sup>7</sup>.

De esta manera, la muestra inicial de 16 países se redujo a 13. El listado de países y los años en que tuvieron incumplimientos con el FMI se presenta en la Tabla 1.

Cuando observamos la evolución de la deuda en default para el conjunto de estos 13 países, diferenciando por tipo de acreedor, podemos afirmar que la magnitud de los compromisos impagos al FMI es ínfima como proporción del total (ver Gráfico 4).

---

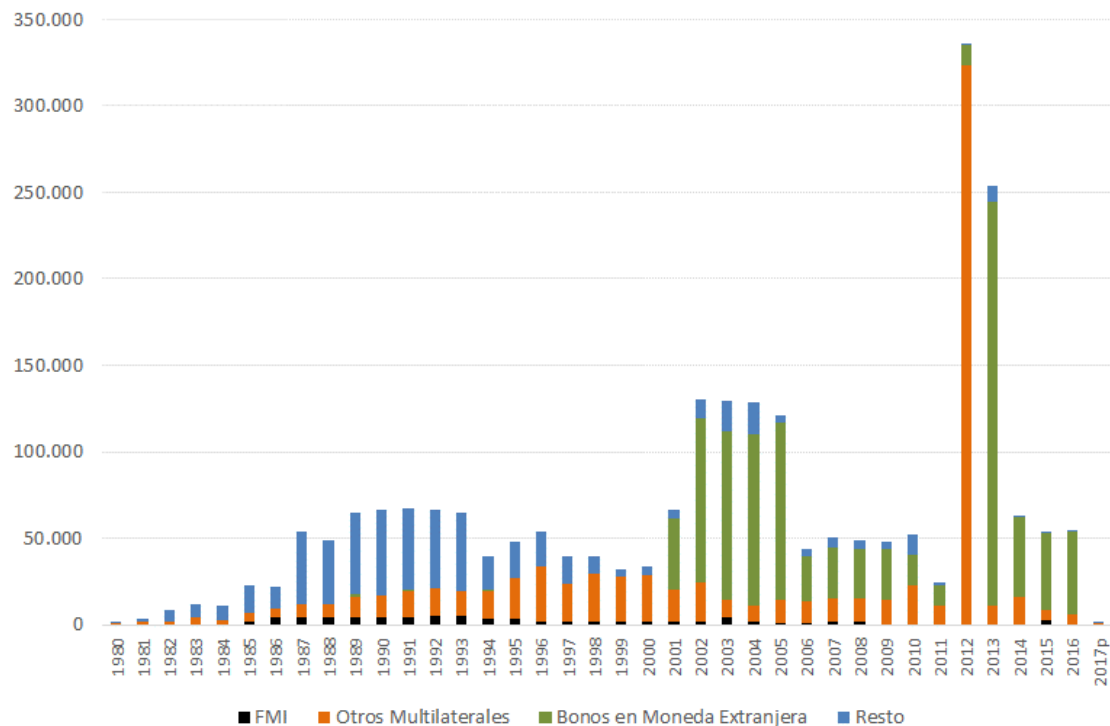
<sup>7</sup> La información sobre defaults con el FMI es homogénea e informada por el propio organismo, pero la información sobre defaults con otros acreedores es de menor calidad. Como nos interesa comparar el peso de los incumplimientos con el FMI con los incumplimientos totales, decidimos excluir a Sudán, Somalia y Sierra Leona de la muestra. Más adelante repasaremos brevemente la situación de los dos primeros con el FMI.

**Tabla 1. Mayores morosos del FMI. Muestra de 13 países seleccionados.**

País	Años de default con FMI
Argentina	1960-1962; 1965; 2003
República Democrática del Congo	1979-1980; 1988-1989; 1992-2002
Grecia	2015
Guyana	1979; 1982-1990
Jamaica	1980-1981; 1983; 1986-1987
Liberia	1984-2008
Panamá	1988-1992
Perú	1985-1993
Rumania	1980; 1982; 1986-1987
Serbia	1993-2000
Vietnam	1980-1993
Zambia	1985-1995
Zimbabwe	2001-2016

Fuente: elaboración propia con datos del Banco de Canadá – Credit Rating Assessment Group database

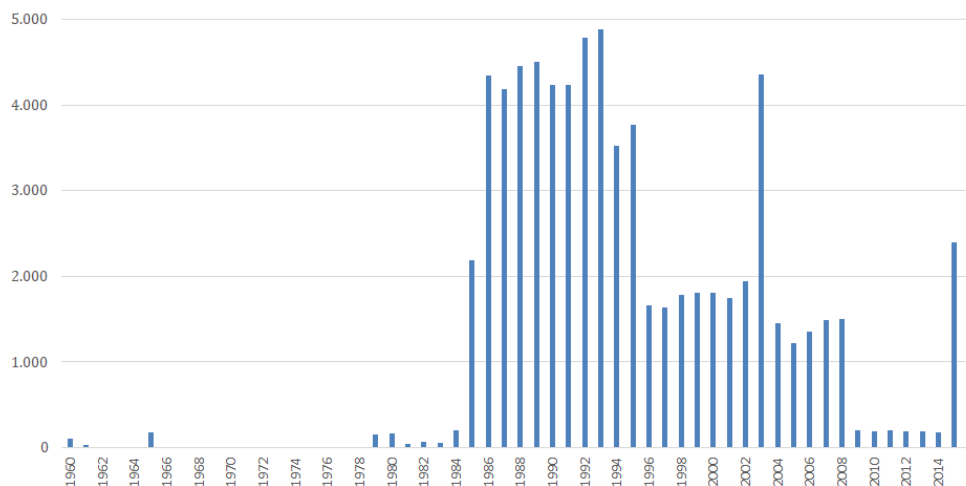
**Gráfico 4. Stock de deuda en cesación de pagos por tipo de acreedor 1980-2017.** Muestra de 13 países seleccionados. En millones de U\$S.



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de Canadá - Credit Rating Assessment Group database

Los casos de irregularidades con el FMI fueron más usuales entre los años 1985 y 1995. Zambia, Perú, Liberia, Panamá y Congo son los mayores morosos en dicha década, mientras Rumania, Jamaica, Guyana, Serbia y Vietnam también registran compromisos impagos. Durante el año 2003 se evidencia un pico, debido al caso argentino, cuya mora alcanzó U\$S 2.980 millones. El último episodio relevante de incumplimiento con el FMI fue el caso de Grecia en el año 2015, por U\$S 2.222 millones (Gráfico 5).

**Gráfico 5. Stock de deuda con el FMI en cesación de pagos 1980-2016.** Muestra de 13 países seleccionados. En millones de U\$S.



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de Canadá - Credit Rating Assessment Group database

Los datos muestran que desde el año 2009, cada vez resulta menos usual estar en situación irregular para los países de la muestra. Dicho año fue la última oportunidad en la que el FMI autorizó una asignación general de Derechos Especiales de Giro (DEG)<sup>8</sup>. Pareciera inferirse de los datos que varios países que encontraban dificultades para cumplir sus compromisos se beneficiaron de la asignación de los DEG para estabilizar su situación.

Cuando consideramos la historia de cesación de pagos en Argentina, también podemos afirmar que el FMI ha sido un acreedor privilegiado. Mientras que desde 1982 hasta 1993 la Argentina estuvo en situación irregular mayoritariamente con el sector bancario, luego de la crisis de 2001-2002 los incumplimientos tienen como principal contraparte a los tenedores de bonos en moneda extranjera (Gráfico 6).

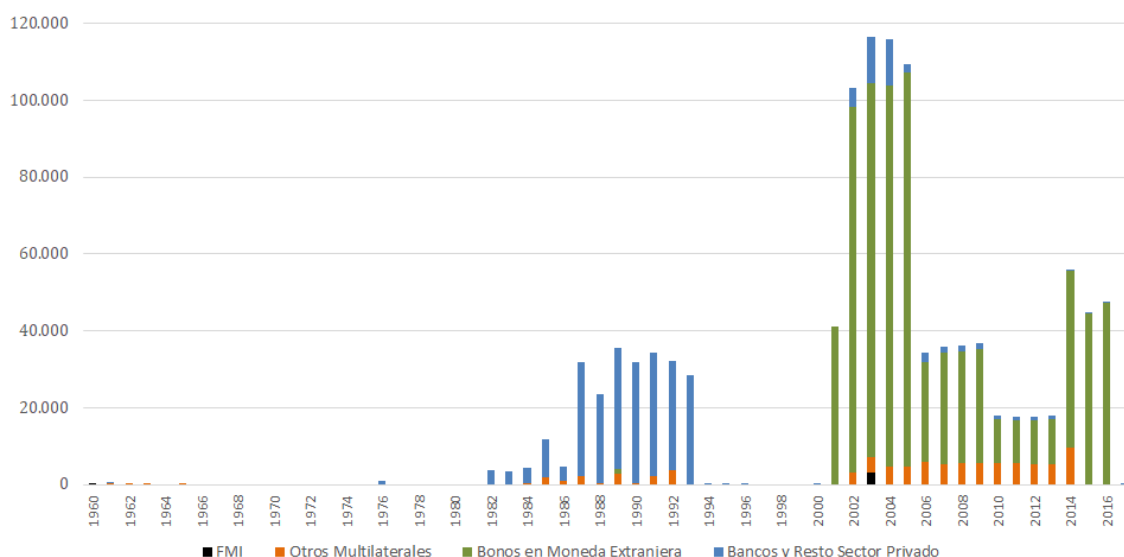
<sup>8</sup> El DEG es un activo de reserva internacional creado en 1969 por el FMI para complementar las reservas oficiales de los países miembros. En marzo de 2016 se habían creado y asignado a los países miembros DEG 204.100 millones (equivalentes a unos USD 285.000 millones). El DEG se puede intercambiar por monedas de libre uso. Ver: <https://www.imf.org/es/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR>

El incumplimiento con el FMI en 2003 es prácticamente insignificante en términos relativos a los otros acreedores. Sin embargo, es el mayor default que un país haya tenido con el FMI en la muestra reducida de 13 países. A pesar de las tantas crisis financieras que ha vivido nuestro país, los incumplimientos con el FMI no se prolongaron en el tiempo.

Se infiere de los datos que los canjes de 2005 y 2010 posibilitaron reducir sustancialmente el stock de deuda argentina en default, mientras que luego de las decisiones de los tribunales de EE.UU. en el año 2014 prácticamente se triplicó.

Desde el comienzo del gobierno de Cambiemos se hizo evidente la estrategia de cerrar rápidamente la mayoría de las disputas judiciales para, supuestamente, mejorar la reputación financiera del país. Hacia el año 2017 Argentina presentaba irregularidades mínimas por un monto de U\$S 106 millones. Este hecho ha ayudado a la estrategia de endeudamiento y la crisis iniciada en 2018 volvió a confirmar los efectos desestabilizadores de la liberalización y especulación financiera en nuestro país.

**Gráfico 6. Argentina: stock de deuda en cesación de pagos por tipo de acreedor 1960-2017.** En millones de U\$S.



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de Canadá - Credit Rating Assessment Group database

De la muestra ampliada de 16 países, solo Sudán ha superado el valor de la mora argentina en el año 2003. Sin embargo, el caso es bien diferente porque Sudán se encuentra en default desde hace más de tres décadas y es el mayor atraso frente al FMI. Actualmente, comparte la situación de atraso sólo con Somalia, y esta se remonta a mediados de la década del '80. Este hecho los inhabilita a tomar fondos del FMI (FMI, 2018).

**Atrasos frente al FMI de países con obligaciones en mora de seis meses o más,  
por tipo; al 30 de abril de 2018** (Millones de DEG)

	Total	Por tipo	
		Departamento General (incluido el Servicio de Ajuste Estructural)	Fondo Fiduciario
Somalia	239,5	231,1	8,4
Sudán	966,0	882,9	83,0
<b>Total</b>	<b>1.205,5</b>	<b>1.114,1</b>	<b>91,4</b>

Fuente: Departamento Financiero del FMI.

Fuente: Informe Anual del FMI (2018, pág. 77)

La deuda impaga de Sudán es de unos U\$S 1.300 millones (966 millones de DEG). Como marco de comparación podemos mencionar que dicho monto es superior a los ingresos netos del ejercicio 2018 del FMI, que alcanzaron unos U\$S 1.100 millones (800 millones de DEG).

*El comportamiento político del FMI*

Según documentos la Oficina de Evaluación Independiente del propio FMI (IEO 2004, 2011), cuando los directivos toman decisiones no utilizan plenamente las herramientas técnicas disponibles o las utilizan de tal manera de dar un mensaje ideológicamente sesgado.

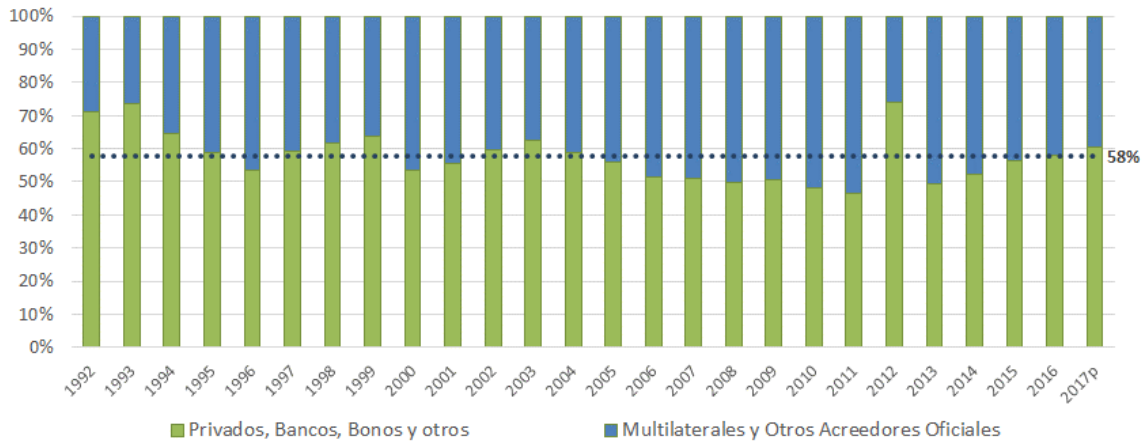
Respecto de los países emergentes, los investigadores del FMI sostuvieron que las recomendaciones de política no se derivaban de los análisis técnicos y que no se permitía desplegar visiones alternativas a las recetas históricas del Fondo.

3.b) Los incumplimientos soberanos con el sector privado

En los últimos 25 años, la mayoría de la deuda que entró en default era con el sector privado, incluyendo el sector bancario. En promedio, el 58% de los montos en default se relaciona a la “deuda de mercado”, mientras que el 42% es deuda contraída con organismos multilaterales u otros acreedores oficiales (Gráfico 7). Por eso, no sólo el FMI debe estar preocupado por la situación financiera del país, sino también los tenedores de bonos y los emisores de Credit Default Swaps (CDS)<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Los Credit Default Swaps (CDS) son un tipo de seguro contra eventos crediticios, negociados de forma bilateral entre privados. El comprador realiza pagos periódicos al vendedor para cubrirse de cualquier incumplimiento, y este último debe retribuir al comprador en caso que suceda cualquier modificación en el cronograma de pagos. Una característica relevante y que alienta la especulación es que cualquier privado puede comprar CDS aun cuando no tenga ninguna acreencia sobre la deuda originaria.

**Gráfico 7. Deuda en default por tipo de acreedor a nivel global 1992-2017. En porcentaje del total.**



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de Canadá - Credit Rating Assessment Group database

### 3.c) Relaciones entre el riesgo país, la deuda argentina en default y el peso de la deuda argentina en el PIB

El riesgo país es una variable económica que gana protagonismo en aquellas situaciones de volatilidad y crisis financiera, en especial en economías emergentes altamente endeudadas y abiertas al flujo de capitales especulativos.

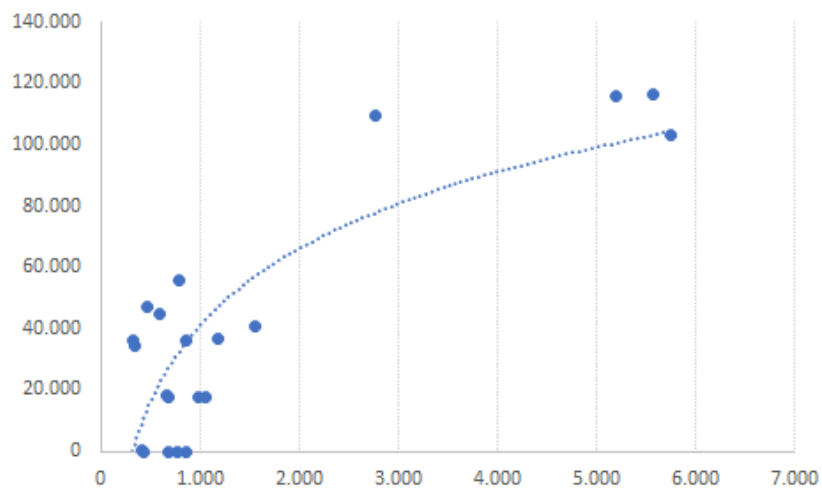
Su relevancia está dada porque es una medida indirecta del riesgo percibido por los participantes del mercado y su evolución permite considerar qué tan dispuestos están los participantes de los mercados financieros a adquirir títulos de deuda de un país.

En el Gráfico 8 se puede observar la clara relación que existió entre el riesgo país, medido en puntos base, y el stock de deuda soberana en default (o renegociada) de la Argentina.

En algunos años como 2006-2007, a pesar de la existencia de deuda en situación irregular, el riesgo país fue menor que en otros años sin incumplimientos (1997-1999). Por tanto, las condiciones macroeconómicas y políticas pueden tener una influencia más fuerte en el valor del índice que la existencia misma de eventos crediticios negativos.



**Gráfico 8. Argentina: relación entre el Riesgo País (pb) y la deuda soberana en default (millones de U\$) 1997-2017**



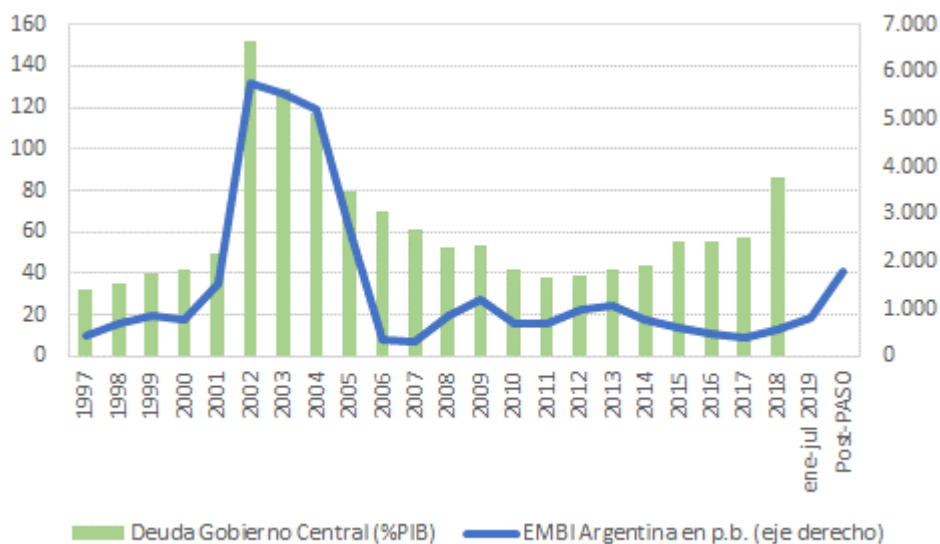
Fuente: elaboración propia con datos del Banco de Canadá y EMBI

El riesgo país también se relaciona positivamente con el peso de la deuda en el PIB (Gráfico 9). Por ejemplo, entre 2002 y 2004 la relación deuda/producto argentina nunca fue inferior al 120% y el riesgo país superó los 5.000 puntos básicos (p.b.). Finalizado el primer tramo de reestructuración de la deuda en 2005, donde el ratio deuda/PIB se redujo a menos del 80%, el indicador promedió los 330 p.b.; desde la crisis internacional iniciada en 2008, el riesgo país nunca descendió de los 670 p.b. (promedio anual) hasta el año 2015, aún en años donde el peso de la deuda se mantenía estable.

Luego del arreglo con los fondos buitres en 2016, durante los tres primeros años del gobierno de Macri el indicador promedió los 480 p.b., mostrando una tendencia creciente desde 2018. Particularmente, pegó un salto brusco luego de las elecciones primarias (PASO) de agosto de 2019, alcanzando valores de 2.500 p.b. que no se veían desde la crisis de 2001-2002.

Las relaciones positivas que existen entre el riesgo país con la deuda en default y el peso de la deuda en el PIB nos deben preocupar, ya que la situación financiera es muy compleja y el gobierno no ha sabido administrarla, generando mayor inestabilidad a medida que se decidían nuevas líneas de acción.

Gráfico 9. Argentina: Riesgo País (en p.b.) y Deuda del Gobierno Central (en % PIB) 1997-2019



Fuente: elaboración propia con datos de Global Debt Database del FMI y EMBI

En su primera reacción ante el resultado de las PASO 2019, el gobierno culpó a la decisión popular de la creciente inestabilidad financiera, reflejada en una fuerte depreciación del peso y el salto del riesgo país. El equipo económico apostaba a que un buen resultado electoral mejorase las expectativas del mercado, generando un nuevo ciclo de ingreso de capitales que estabilizara la situación financiera.

Los eventos posteriores a la votación confirmaron que el actual esquema macro-financiero es extremadamente frágil. Los actores del mercado no consideraron adecuadamente la realidad macroeconómica (fundamentals) y parecían convencidos de que el oficialismo tenía chances ciertas de ganar. Un nuevo gobierno de Macri haría todo lo necesario para privilegiar sus intereses, aún a costa de mayores ajustes fiscales y el endurecimiento de una política monetaria que ha destruido el crédito interno y la actividad productiva.

Una vez que sus expectativas se mostraron erróneas, la salida de capitales condujo a un nuevo salto cambiario, que implicó un fuerte incremento de la relación deuda/PBI, al estar la deuda mayoritariamente denominada en dólares. Si bien aún no hay datos oficiales sobre cómo se modificó la relación deuda/producto, diversas estimaciones la ubican en torno al 100% para fines de 2019.

Si a este hecho se le suma la decisión, difícil de explicar, de defaultear las letras cortas previo a la introducción de controles cambiarios, se puede comprender la disparada del riesgo país hasta los 2.500 p.b., de los precios de los Credit Default Swaps y la reducción

de la calificación crediticia de la deuda argentina por las principales agencias calificadoras de riesgo.

Otra posibilidad de efectos muy negativos que no se puede descartar, aunque no ha habido certezas al respecto, es que algunos fondos especializados en deuda en distress hayan adquirido títulos argentinos o estén por hacerlo, aprovechando el derrumbe de los precios.

### 3.d) Debilitamiento de la soberanía nacional

La proliferación de demandas contra gobiernos por eventos asociados a defaults es un hecho que desmitifica la visión de que los soberanos son inmunes a las acciones legales de los acreedores. Los estándares legales de la inmunidad soberana se han deteriorado en centros financieros como Estados Unidos y Reino Unido.

Desde principios de los '90 el papel de los fondos especializados en deudas en distress ha sido cada vez más activo para hacer cumplir los compromisos soberanos. Estos fondos operan para bloquear los flujos transfronterizos y han tenido éxito no sólo en la Argentina, el caso más conocido (Schumacher et. al., 2018). La evidencia descriptiva muestra una relación negativa muy fuerte entre la intensidad de los litigios y la posibilidad de emitir deuda.

Un cambio particularmente relevante en los últimos años fue la supresión de lo que se conoce como “doctrina Champerty”, que impedía la compra de títulos de deuda en situación irregular con el objetivo de presentar demandas judiciales. La misma ha quedado invalidada en Nueva York desde hace unos quince años, en el contexto de una disputa entre Perú y los fondos buitres. Este cambio ha inclinado fuertemente la balanza en beneficio de los fondos y en perjuicio de la estabilidad económica y financiera de los países que buscan salir de una crisis de deuda.

Así, es muy improbable que un gobierno confronte a los acreedores externos sin una profunda crisis de legitimación y una fuerte presión social. No es usual que el aparato estatal decida una suspensión de pagos unilateral. Esta decisión sólo emerge en situaciones de fuerte antagonismo social y, menos frecuentemente, cuando los acreedores ponen en situación límite al deudor (Roos, 2016).

### 3.e) Las reestructuraciones de deuda suelen llegar tarde y ser demasiado pequeñas

Las reestructuraciones de deuda suelen realizarse cuando la situación ya es crítica y el cumplimiento de las obligaciones resulta imposible. Aún peor, la mayoría de las veces

no generan las condiciones para que se recupere la sustentabilidad de la deuda. Más de la mitad de los procesos de reestructuración han terminado en default o en nuevas reestructuraciones dentro de los 5 años posteriores a su realización (Guzmán y Lombardi, 2017).

Además, las reestructuraciones en muchos casos no son efectivas para reducir la carga de la deuda. Es usual que el deudor deje atrás la situación de default más endeudado que cuando cayó en ella (Benjamin y Wright, 2009).

#### **4. La Argentina en la encrucijada financiera y las posibilidades para salir del descalabro actual**

---

La Argentina se encuentra, como tantas otras veces, en una encrucijada financiera. Nuevamente la deuda externa se configura como un lastre que condiciona todas las decisiones políticas y paraliza el aparato económico.

Para el consenso de los analistas económicos de visión neoliberal, esta situación de debilidad era impensada hace sólo dos años atrás. Sin embargo, en marzo de 2016, durante la discusión en el Congreso de la Nación a la ley de pago a los fondos buitres, algunos de los especialistas consultados como Andrés Asiaín y Martín Guzmán ya advertían que la ley, tal como estaba redactada, era la puerta de entrada a un nuevo ciclo de endeudamiento insustentable<sup>10</sup>.

Asiaín indicó que existía un desmesurado optimismo del gobierno de Macri con respecto a la capacidad del endeudamiento para apalancar el desarrollo y recalcó la necesidad de destinar el endeudamiento a proyectos de inversión con capacidad de repago en divisas.

A su vez, Guzmán coincidió en la preocupación respecto al destino del endeudamiento y afirmó que la mala utilización de esta política implicaría comprometerse en un programa de préstamos con el FMI.

Juan J. Cruces también advirtió sobre la prudencia necesaria en caso de retornar a los mercados de crédito y el rol que debía jugar el Congreso en la discusión del Presupuesto Nacional.

Tanto el Poder Ejecutivo como el Poder Legislativo son, en distinta medida, culpables de ignorar las advertencias y conducirnos a la crítica situación actual. Pero, ¿toda la culpa es argentina?

---

<sup>10</sup> <https://www.senado.gov.ar/upload/17858.pdf>

#### 4.a) Responsabilidad compartida en los mercados “voluntarios” de deuda

En todo contrato de deuda intervienen dos partes: acreedor y deudor. Estos arreglos voluntarios siempre están sujetos al riesgo y la incertidumbre, y la cuestión de la voluntariedad debe ser resaltada.

Ningún contrato puede prever todas las posibles contingencias y el mayor riesgo premia al acreedor con rendimientos más elevados, pero esto a su vez hace más imprevisible el repago de la operación.

Nuestro país tiene una historia de crisis recurrentes originadas en la balanza de pagos, como ha sido explicado durante más de medio siglo por el pensamiento económico latinoamericano. Los procesos de sobre-endeudamiento y sus posteriores resoluciones no podían ser desconocidos por ningún participante del mercado al momento de adquirir títulos de la deuda argentina.

Por lo tanto, no es una solución equitativa que el país deba cargar con todo el peso de las malas decisiones de un amplio conjunto de actores, que incluye tanto a fondos de inversión, como a calificadoras de riesgo, el gobierno de los EE.UU. y el FMI.

Especialmente estos dos últimos deben explicar por qué se firmó un acuerdo de apuro con el Fondo, que necesitó de varias enmiendas y finalmente permitió al gobierno de Macri utilizar sus recursos para financiar una persistente salida de capitales, lo que está prohibido por su marco normativo.

#### 4.b) Algunas posibilidades que enfrenta Argentina

Luego de las PASO, se intensificó una situación económica-financiera más que compleja: las reservas internacionales del Banco Central descienden aceleradamente, el riesgo país se ubica en niveles que no se veían desde la crisis internacional en 2009 y la pobreza y la desocupación se vienen agudizando desde hace casi dos años.

A partir de entonces, los dos principales candidatos a la presidencia, Fernández y Macri han realizado declaraciones sobre la conveniencia de evitar el default de la deuda, afirmando que la voluntad argentina es la de cumplir con los compromisos firmados.

Lamentablemente, querer no implica poder. Las condiciones de posibilidad responden a un conjunto de cuestiones, algunas de las cuales exceden el margen de maniobra de las autoridades argentinas.

Hay factores muy relevantes sobre los cuales el país tiene nula o muy poca injerencia:

- la liquidez internacional y las paridades entre el dólar y el resto de las monedas,
- los términos de intercambio que enfrentará el país,
- la posición negociadora y la estrategia de los acreedores privados y el FMI ante una propuesta que busque refinanciar vencimientos,
- el accionar de los fondo buitres y tenedores de CDS
- el desarrollo de la disputa comercial entre EE.UU. y China

Además de las limitaciones externas, existirá una fuerte presión social interna para mejorar las condiciones de vida de la población, que han sufrido un deterioro muy marcado en los últimos años. Resulta especialmente crítica la situación de la niñez y los adultos mayores, dos grupos etarios que no pueden acceder al mercado laboral y dependen en mayor medida que el resto de las políticas públicas.

Sugeriremos algunas posibles acciones que podría encarar la Argentina. Estas no son necesariamente excluyentes, sino que podrían considerarse complementarias. La excepción es la última de la lista, que presupone una salida disruptiva que no es muy compatible con los tres primeros cursos de acción.

#### Acción 1 – Promover una ampliación de DEG por parte del FMI considerando medidas de desempeño

En 2009 el FMI realizó su última y más ambiciosa asignación de DEG y Argentina recibió el equivalente a unos U\$S 2.500 millones, del total de U\$S 283.000 millones. De este último monto, U\$S 250.000 millones se realizaron mediante asignación general en función de la cuota de cada país y U\$S 33.000 millones de manera específica a aquellos países que ingresaron al FMI luego de 1981, que nunca habían recibido DEG.

La decisión de asignar nuevos DEG se basará en un examen que a más tardar debe finalizarse en septiembre de 2021, en el que el FMI deberá evaluar las necesidades de liquidez internacional.

Argentina se podría beneficiar de una nueva asignación de DEG para aliviar sus necesidades financieras hacia entre 2021-2023, por lo que debería iniciar una campaña con otros países emergentes en dicho sentido.

El contexto económico internacional brinda razones de peso para proponer una ampliación general de DEG, en especial las dos siguientes:

- La política comercial de EE.UU. bajo el gobierno de Trump tiene como objetivo prioritario reducir las importaciones para impulsar el empleo. Si bien desde una mirada nacional esta medida tiene una lógica mercantilista, desde una visión sistémica implica que una importante fuente de inyección de liquidez internacional podrá quedar clausurada en los próximos años.

- La deuda mundial alcanza nuevos récords, incrementando la carga de la deuda y las vulnerabilidades financieras. El aumento reciente de la deuda es atribuible a mercados emergentes, mientras que el mayor stock lo detentan los países desarrollados.

A la vez de impulsar la asignación general de DEG, la Argentina podría proponer una asignación extraordinaria considerando algún criterio de desempeño, tanto del FMI como del país.

En cuanto al desempeño del FMI, el programa acordado con la Argentina es desproporcionado y los errores de diseño llevaron a sucesivas modificaciones. Para completar, la ex-directora Lagarde hizo un intento de autocrítica afirmando que la pésima situación actual se debía en parte a que subestimaron los desafíos a enfrentar por el país. Por estas razones, no es ilógico que Argentina proponga que el FMI asigne DEG de manera extraordinaria a aquellos países donde la intervención del Fondo ha ayudado a generar resultados muy diferentes de los previstos en los acuerdos.

En un sentido similar, mediante una asignación extraordinaria se podría intentar favorecer a aquellos países muy endeudados (HIPC) y a aquellos países recientemente empobrecidos. Es decir, aquellos con mayores caídas del PIB per cápita en los últimos años.

Esta posibilidad parece poco probable, pero al menos puede fortalecer la posición negociadora del país si consigue apoyo de un conjunto de países emergentes o subdesarrollados. La dificultad de lograr avances se deriva de que es una iniciativa en la que se beneficiarían prioritariamente países con poco poder de lobby. Aun con un extendido apoyo internacional puede ser vetado por potencias.

Por otro lado, no resulta en un planteo descabellado: una iniciativa semejante resulta compatible con los postulados de origen que dieron nacimiento al FMI en los acuerdos de Bretton Woods.

#### Acción 2 – Pasar del Stand-By a un Servicio Ampliado con el FMI (Programa de Facilidades Extendidas)

Este camino implica modificar el tipo de programa que lo vincula con Argentina, que en la actualidad es del tipo “Stand By”.

Las principales ventajas de los Programas de Facilidades Extendidas o Servicio Ampliado del FMI (SAF) es que extiende plazos de repago y permite desembolsos mayores que los créditos Stand-By. La firma de un tratado de este tipo seguramente relajaría las

condiciones financieras en los mercados de deuda privada, facilitando al país el roll-over de la deuda privada de corto plazo y la emisión de nuevos instrumentos de vencimiento a más largo plazo.

Su mayor contra radica en las más estrictas condicionalidades macroeconómicas que impone el organismo sobre el gobierno deudor. Especialmente, las reformas fiscales contractivas (y regresivas en términos distributivos).

Si bien el tamaño del crédito argentino con el FMI ya excede los montos habituales de los SAF, los casos de Portugal y Grecia permiten pensar en la posibilidad de acceder a financiamiento adicional.

Portugal firmó un Programa de Facilidades Extendidas en 2011 con el FMI como parte de un programa más grande que incluyó financiamiento de la Unión Europea. El Fondo aportó un tercio de los recursos totales, unos U\$S 39.000 millones (23,7 mil millones de DEG), lo que representaba un 2.300% de la cuota portuguesa.

Si el Stand-By vigente con la Argentina fuera reprogramado en un Servicio Ampliado del FMI y se elevara el monto del préstamo al 2.300% de la cuota, esto implicaría duplicar el financiamiento del organismo hacia el país.

Tal decisión debería encararse evaluando el costo, en términos macroeconómicos y sociales, de someterse a las condicionalidades del FMI y el beneficio de obtener nuevo financiamiento a tasas menores de las de mercado. Tal evaluación costo-beneficio no es para nada trivial, y depende sustancialmente de la flexibilidad del FMI para promover un conjunto de reformas que busquen acelerar el crecimiento consistentemente en un horizonte de mediano plazo.

Si el organismo se mostrara flexible y el mayor financiamiento se orientase a inversiones en sectores con alta capacidad de exportar, este camino podría sacar a Argentina de la situación actual. La experiencia sugiere que el apoyo del FMI podría ser fundamental para refinanciar o renegociar la deuda con los privados.

Si la condición para acordar este tipo de programa es obligar a la Argentina a hacer las típicas políticas del FMI, entonces el SAF representaría más una condena al estancamiento que una ayuda.

Usualmente se reconoce a Portugal como un caso exitoso de negociación con el FMI, pero debemos recordar que las mejoras alcanzadas no se lograron sin dificultades. La desocupación llegó al 16% en 2013 y recién en el 2018 Portugal pudo disminuir la tasa de desempleo a los niveles de 2008.

El gobierno portugués se comprometió a bajar salarios y prestaciones previsionales y la privatización de empresas estatales de energía y la aerolínea nacional. Debe destacarse la continuidad en la implementación del programa, que mantuvo su centralidad en la



política portuguesa por años. Pareciera que, en el último tiempo, las autoridades portuguesas han mostrado una posición menos permeable a las exigencias del FMI.

La Argentina presenta una situación socio-económica bastante más crítica que aquella de Portugal cuando inició su programa con el FMI. Por lo tanto, a no ser que las condicionalidades acordadas dejen lugar para el crecimiento económico actual (no sólo potencial) y la recuperación de los ingresos populares, la oposición social a un programa de este estilo lo haría impracticable.

Un caso mucho más preocupante de un país que accedió al SAF es Grecia. Dicho país firmó un acuerdo Stand-By en el año 2010 por unos € 30.000 millones (26,4 mil millones de DEG). Esto representaba el 3.212% de la cuota del país en el organismo. En marzo de 2012 se aprobó un crédito adicional bajo el formato de Facilidades Extendidas por € 1.650 millones, que figura entre los defaults de la base de datos del Banco de Canadá.

Según datos del FMI, entre 2007 y 2016 el PIB griego cayó un 26% cuando se lo mide a precios constantes y un 37% medido en dólares corrientes. La tasa de desempleo, que se ubicaba en torno al 8% en 2007 y 2008, se mantuvo en el orden del 25% entre 2012 y 2016, estimándose para este año en 18,5%.

Acción 3 – Reperfilamiento de los vencimientos (Pakistán, Uruguay, República Dominicana) o “reestructuración suave” con el sector privado (Ucrania)

Más allá de los compromisos con el FMI, la mayor parte de los vencimientos a afrontar en los próximos años tienen como contraparte al sector privado. Por lo tanto, Argentina no está exenta de afrontar algún evento crediticio antes de comenzar a devolver el grueso del préstamo del FMI. El nivel del riesgo país actual prácticamente hace imposible refinanciar los pagos a privados mediante la emisión de nuevos instrumentos, por lo que es probable que se deba acudir a otros mecanismos.

El “reperfilamiento” de la deuda es una forma de reestructuración que consiste en un alargamiento de los plazos por un período corto, pero sin quitas en los intereses ni en el capital. Representa un tipo particular de reestructuración, que no da lugar a confusiones sobre qué parámetros se verán modificados. En términos prácticos, el FMI considera que el reperfilamiento consiste en una extensión del plazo de vencimiento (de 3 a 5 años), con un período de gracia sobre el repago del capital, mientras se continúan sirviendo los intereses (Makoff, 2015)<sup>11</sup>. Es decir, el reperfilamiento no implica quitas sobre el principal ni los cupones.

---

<sup>11</sup> Se recomienda el paper de Makoff, (2015) que plantea un sistema de clasificación de los diferentes tipos de reestructuración, desde la opción más suave (reperfilamiento) hasta la reestructuración “dura”.

El resultado de este tipo de operación es que los diferentes acreedores comparten la “carga del riesgo”: si la deuda se pasara a percibir como sustentable, haciendo innecesarias nuevas instancias de negociación, los deudores podrían evitar pérdidas y recuperar las acreencias a la par de su valor nominal.

Según investigaciones del FMI (FMI, 2014a), representa un arreglo menos disruptivo que otros tipos de reestructuración y puede ser una herramienta poderosa para estabilizar las relaciones entre los acreedores. El FMI lo ha impuesto en los últimos años como una precondition para acceder a líneas de financiamiento excepcional por parte de países cuya deuda es sostenible, pero no con una alta probabilidad, y que no pueden acceder al endeudamiento vía mercado. En esta situación se encuentra hoy la Argentina.

Esta opción fue bastante utilizada en los años '80, durante la crisis de la deuda latinoamericana. La extensión de los plazos permitió que los bancos comerciales dispusieran nuevos préstamos para la región, mientras que los recursos aportados por el FMI se mantuvieron en niveles relativamente bajos. Los resultados de este tipo de operación fueron claramente insuficientes, por lo que se implementó el Plan Brady, que requirió de reducciones de la deuda y sus servicios.

En los términos propuestos actualmente por el Fondo, el reperfilamiento aplica sólo a los acreedores privados y los prestamistas oficiales bilaterales, autoexcluyéndose. Mientras dura la oferta, la calificación crediticia del país se reduce y se considera que el país está en un “default selectivo”. Tal categorización se mantiene hasta que se llegue a un acuerdo, tras el cual el país suele recuperar el acceso a los mercados de crédito en tiempos menores a los que resultarían de una operación de reestructuración de la deuda. El efecto sobre el país deudor no suele ser muy perjudicial, porque para llegar a esta instancia ya no puede acceder al crédito.

El concepto de reperfilamiento así entendido difiere en parte de las expresiones vertidas por el Ministro Lacunza el 28/8/2019, cuando anunció el refinanciamiento compulsivo de las letras de corto plazo (default selectivo) y se refirió a una propuesta de ley (que no se ha hecho explícita) para reperfilar vencimientos de la deuda local, la deuda externa con cláusulas de acción colectiva y la deuda con el FMI.

Este concepto tampoco debe utilizarse como justificación de operaciones de refinanciamiento ruinosas (“mega swaps”), que tengan como punto de comparación las tasas de mercado implícitas en la cotización de los bonos. La experiencia más reciente de Argentina al respecto fue el llamado “Megacanje” en el año 2001, el cual generó rendimientos superiores al 12% en dólares y no permitió mejorar la solvencia de la Argentina, al punto que se presentó el default de la deuda a los seis meses del mismo.

Las respuestas del mercado no siempre serán más favorables al reperfilamiento que a las reestructuraciones. Si el consenso es que la deuda es insostenible y el

reperfilamiento no constituye una solución consistente, entonces la reacción de los agentes podría ser negativa.

En este tipo de operaciones, el FMI no toma la responsabilidad de manejar el proceso o dar prescripciones sobre los instrumentos a utilizar, aunque puede tener un rol activo para promover la participación de los acreedores. Este rol no es menor, ya que algunos acreedores (como los fondos buitres) pueden tener incentivos a no participar.

El reperfilamiento de los vencimientos ha sido exitoso en algunos casos, pero ha fracasado en otros. Dentro del primer grupo, el FMI (2014b) considera los arreglos llevados a cabo por República Dominicana (año 2005), Pakistán (1999) y Uruguay (2003). En el segundo grupo están Jamaica (2010) y Granada (2005).

Aunque se ha utilizado mayormente en casos de acceso normal al financiamiento del Fondo, el caso de Uruguay es una excepción: el reperfilamiento se dio en un contexto de un programa apoyado por el FMI con acceso a una línea de financiamiento excepcional.

Otra alternativa factible, con características similares, es una “reestructuración suave” consensuada con el sector privado. El caso ucraniano reciente suele incluirse en esta categoría.

En abril de 2014 Ucrania firmó un acuerdo stand-by con el Fondo. En marzo de 2015, ante un panorama de crecientes riesgos macroeconómicos y geopolíticos, acordaron un programa de Facilidades Extendidas (o SAF), con una leve ampliación del monto aprobado hasta unos U\$S 17.500 millones, de los que se desembolsaron sólo la mitad.

Con el apoyo del FMI, en agosto de 2015 el gobierno ucraniano llegó a un acuerdo con un Comité de Acreedores Ad-Hoc, que tenía alrededor de la mitad de la deuda soberana ucraniana, para realizar una quita del 20% sobre el stock de la deuda soberana, fijando los cupones al 7,75%. De esta manera se reestructuraron pasivos por U\$S 18.000 millones de valor nominal, generando un alivio de unos U\$S 3.600 millones<sup>12</sup>.

Además, se pospusieron pagos sobre el principal y se incluyeron pagos contingentes, dependientes de la evolución del PIB, para el período 2021-2040. El valor del crecimiento mínimo que gatilla las obligaciones se fijó en 3%, con pagos crecientes a mayores tasas de crecimiento, con un tope de hasta el 1% del PIB entre 2021 y 2025.

Hacia mediados de 2017 el staff del FMI informaba de una leve recuperación del crecimiento económico con acumulación de reservas internacionales, aunque

---

<sup>12</sup> Ver, por ejemplo: <https://www.kmu.gov.ua/en/news/248437603> y <https://ftalphaville-cdn.ft.com/wp-content/uploads/2015/08/Ministry-of-Finance-Fact-Sheet-2015-08-27-final-version.pdf>

consideraba que no se estaban llevando adelante las reformas estructurales sugeridas en la velocidad pretendida por el Fondo.

En diciembre de 2018, Ucrania canceló el SAF con el FMI y firmó un nuevo acuerdo stand-by. Los requisitos planteados por el FMI bajo el SAF resultaban incumplibles, mientras que la falta de dinámica del mercado de trabajo tuvo como contrapartida una creciente emigración. Es decir, si bien se estabilizó la situación, la tasa de desempleo aun ronda el 9% y ha crecido el déficit de cuenta corriente en 2018.

El caso ucraniano puede ser una referencia para Argentina. A principios de este año, un representante de Templeton, uno de los más grandes fondos de inversión con deuda argentina, hizo declaraciones en dicho sentido y se mostró predispuesto a negociar en los términos de la reestructuración de Ucrania, con un acuerdo voluntario.

Vale recordar que esta negociación contó con el apoyo del FMI y de EE.UU. en el contexto de una crisis política que involucraba a Rusia. No resulta evidente que la Argentina, caracterizada como un “deudor recalcitrante” por la justicia norteamericana, obtenga los mismos apoyos que Ucrania si decidiera realizar un planteo similar.

#### Acción 4 - Profundización de las relaciones financieras y reformulación del swap con China

Desde el acuerdo del swap con China en 2009, este instrumento ha sido fundamental para que la Argentina haya fortalecido su posición de reservas internacionales y diversificado su composición. Este tipo de acuerdo no es excepcional, sino que China ha impulsado una estrategia de internacionalización de su moneda que se ha mostrado exitosa, dado el heterogéneo conjunto de países y bloques comerciales con los que ha logrado acuerdos.

Este grupo incluye países asiáticos, la Unión Europea, otros países europeos no pertenecientes al bloque, países sudamericanos y de Oceanía. Es destacable que algunos de ellos son centros financieros muy relevantes, como Reino Unido, Suiza y Hong Kong.

Además, la potencia asiática ha mostrado creciente interés en participar en proyectos de infraestructura alrededor del mundo, materializando en los últimos años una iniciativa ambiciosa: el Banco Asiático de Inversión en Infraestructura (AIIB, por sus siglas en inglés), que ya cuenta con unos 100 miembros entre los efectivos y los prospectivos. Estos no son sólo asiáticos, sino que incluyen desde países europeos de elevado desarrollo hasta Sudán, el país con mayores incumplimientos con el FMI.

En Argentina, China ha mostrado interés y avanzado en la construcción de proyectos de infraestructura ferroviaria, de generación de energía hidroeléctrica y exploración aeroespacial, entre muchos otros.

A su vez, China es importador de varios de los productos agropecuarios argentinos, donde se destacan los del complejo oleaginoso y, recientemente, la carne vacuna. En el contexto de “guerra comercial” entre las dos principales potencias económicas del mundo, el país asiático ha limitado las importaciones agrícolas desde EE.UU., lo que ubica a la Argentina como un socio con gran potencialidad para ganar participación dentro de sus importaciones de bienes agroindustriales.

En esta situación, el país podría aspirar a renegociar las condiciones del swap con el banco central chino. Los objetivos de tal negociación incluirían un incremento del monto disponible, una ampliación del período de repago (actualmente establecido en 370 días) e independizar su vigencia y utilización de la continuidad del programa acordado entre Argentina y el FMI.

También se podrían explorar nuevas formas de financiamiento más directo. Por ejemplo, mediante la emisión de bonos garantizados con algún porcentaje de los ingresos fiscales derivados de la relación comercial sino-argentina.

Entendemos que, aún en el caso de que las relaciones con China no avanzaran decididamente, la Argentina podría verse beneficiada por la posibilidad de utilizar la “amenaza china” en el proceso de negociación con el Fondo y el gobierno de EE.UU.

*Acción 5: La última instancia, declarar la cesación de pagos y realizar una propuesta unilateral de reestructuración con el sector privado*

En el caso de no lograr una solución cooperativa, y ante una creciente presión social en el escenario interno, la imposibilidad de servir los pagos de la deuda podría llevar al país a impulsar una reestructuración más agresiva con el sector privado y entrar en mora con el FMI.

Este camino plantea muchos interrogantes. Si bien este tipo de acciones tiene una larga historia en nuestro país y en el mundo, han sido menos frecuentes a nivel global durante los últimos años. Las posibles reprimendas comerciales, los efectos reputacionales, los costos legales y de cumplimiento de sentencias son algunas de las razones por las cuales los gobiernos intentan evitar el default.

Vimos que el FMI es un acreedor privilegiado, con el que los países prefieren mantener buenas relaciones<sup>13</sup>. Aunque también es destacable que se encuentra en una situación muy incómoda, debido a que los desembolsos ya realizados a la Argentina ascienden al 46% de su cartera de préstamos en vigencia. Si la Argentina entrara en mora con el

---

<sup>13</sup> Recordemos que la reestructuración de la deuda argentina no contempló dentro de la “deuda elegible” los compromisos con el FMI, que finalmente se cancelaron en su totalidad a inicios de 2006.

organismo, se afectaría parcialmente su capacidad financiera y su mala reputación internacional se potenciaría.

Respecto a la posibilidad de reestructurar la deuda con el sector privado, luego de las disputas legales originadas en la reestructuración argentina de 2005 y 2010, existe toda una jurisprudencia en Nueva York que hace prever que de seguir esta alternativa el país enfrentará una multiplicidad de juicios, con elevada probabilidad de obtener fallos adversos.

Sin embargo, se destaca que muchas de las emisiones de deuda argentina, posteriores al default de 2001, fueron hechas bajo ley argentina y/o contienen cláusulas de acción colectiva que ayudan a fortalecer la posición negociadora de nuestro país. En caso de no poder pagar, la decisión sobre qué activos deberían ser reestructurados o defaulteados en primera instancia deberá basarse en la ley aplicable y cuestiones técnicas como las definiciones de cada serie respecto a las cláusulas de acción colectiva, la forma de agregación, cuándo se produce un incumplimiento, etc.

Existe una probabilidad nada despreciable de proceder de esta manera, de no poder acordar con el sector privado y el FMI. Y habrá beneficios de hacerlo: el más evidente sería que en el corto plazo, mientras avanzaran los juicios, el gobierno puede utilizar los recursos que no se destinen al pago de la deuda para realizar una política que fomente el crecimiento y alivie las necesidades sociales, en un país donde la mitad de sus niños son pobres.

La mayoría de la sociedad argentina considera al FMI como un enemigo histórico, cuyas intervenciones nunca la han beneficiado, por lo que el gobierno además podría ganar cierto rédito político si se enfrentara al organismo.

Las implicancias negativas de esta forma de actuar ya son conocidas, y pareciera que no asustan tanto a los argentinos como la subordinación a la política de ajuste permanente, hambre y desempleo con la que el FMI suele condenar a los países que debería ayudar.

## Bibliografía

---

- Beers, D. y J. Mavalwalla (2018). "The BoC-BoE Sovereign Default Database Revisited: What's New in 2018?". Bank of England Working Paper No. 739. Disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3217089](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3217089)
- Benjamin, D. y M. Wright (2009). "Recovery Before Redemption: A Theory of Delays in Sovereign Debt Renegotiations". Disponible en: <https://www.aeaweb.org/aea/2011conference/program/retrieve.php?pdfid=72>
- Brenta, N. y J. Larralde (2019). "El swap chino, condicionado al stand by del FMI". Revista Fide, Coyuntura y Desarrollo nº 389.
- CESO (2019). Un año en el Fondo. Informe económico mensual VI. Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz. Disponible en: [https://www.ceso.com.ar/sites/www.ceso.com.ar/files/un\\_ano\\_en\\_el\\_fondo\\_-\\_informe\\_vi\\_-\\_junio\\_2019\\_completo.pdf](https://www.ceso.com.ar/sites/www.ceso.com.ar/files/un_ano_en_el_fondo_-_informe_vi_-_junio_2019_completo.pdf)
- Destais, C. (2014). "Central Bank Currency Swaps and the International Monetary System". Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales. Disponible en: <http://www.cepii.fr/CEPII/en/publications/pb/abstract.asp?NoDoc=7203>
- FMI (2014a). Ukraine Request for a Stand-by Arrangement Staff Report. Disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14106.pdf>
- FMI (2014b). The Fund's Lending Framework and Sovereign Debt — Preliminary Considerations. Disponible en: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/052214.pdf>
- FMI (2018). Informe Anual 2018: construir un futuro compartido. Disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2018/eng/assets/pdf/imf-annual-report-2018-es.pdf>
- Guzmán, M. (2016). "An analysis of Argentina's 2001 default resolution". Centre for International Governance Innovation. Disponible en: <https://www.cigionline.org/publications/analysis-argentinias-2001-default-resolution>
- Guzmán, M. y D. Lombardi (2017). "Assessing the appropriate size of relief in sovereign debt restructuring." Columbia Business School Research Paper.
- IEO (2004). "The IMF and Argentina, 1991-2001". Internal Evaluation Office, IMF. Disponible en: <https://www.imf.org/external/np/ieo/2004/arg/eng/pdf/report.pdf>
- IEO (2011). Annual Report 2011. Internal Evaluation Office, IMF. Disponible en: <https://www.imf.org/ieo/files/annualreports/2011Report.pdf>
- Lombardi, D., J. Stiglitz, M. Guzmán, J. Ocampo, J. Svejnar (2015). "Frameworks for Sovereign Debt Restructuring". Centre for International Governance Innovation. Disponible en: <https://www.cigionline.org/publications/frameworks-sovereign-debt-restructuring>
- Makoff, G. (2015). "Debt Reprofilng, Debt Restructuring and the current situation in Ukraine". Centre for International Governance Innovation. Disponible en: [https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi\\_paper\\_no.63.pdf](https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_paper_no.63.pdf)

Roos, J. (2016). "Why not default?: the structural power of finance in sovereign debt crises".  
European University Institute. Disponible en:  
[https://www.academia.edu/28530361/Why Not Default The Structural Power of Finance  
in Sovereign Debt Crises](https://www.academia.edu/28530361/Why_Not_Default_The_Structural_Power_of_Finance_in_Sovereign_Debt_Crises)

Schumacher, J., C. Trebesch y E. Henrik (2018). "Sovereign Defaults in Court". CESifo Working  
Paper Series No. 6931. Disponible en:  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3171984](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3171984)



# INFORME ¿Qué hacemos con la deuda y el FMI?

SEPTIEMBRE 2019

## Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz

### DIRECTOR

Andrés Asiain

### Vice-DIRECTOR

Miguel Cichowolski

### CONTENIDOS DEL INFORME

Guillermo Hang

#### Integran el CESO:

Agustín Crivelli, Andrés Asiain, Andrés Vera, Augusto Prato, Cristian Berardi, Cristian Nieto, Eric Delgado, Ernesto Mattos, Estanislao Malic, Estefanía Manau, Eric Delgado, Facundo Pesce, Federico Castelli, Gabriel Calvi, Gonzalo Brizuela, Juan Cruz Contreras, Juan José Nardi, Julián Ruiz, Laura Iribas, Laura Sformo, Lorena Putero, Lucía Rebora, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, Mateo Bork, Maximiliano Uller, Miguel Cichowolski, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Sol Gonzalez de Cap, Virginia Brunengo.



Centro de Estudios Económicos y Sociales  
Scalabrini Ortiz