



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

Bitácora de las reestructuraciones de la deuda soberana de Argentina (2001-2020)

Autor: Federico Gabriel Rossi

DNI: 34.146.193

Director de trabajo final de graduación: Alejandro E. Loizaga

Buenos Aires, 5 de Marzo de 2021

RESUMEN

En finanzas es habitual la utilización de información histórica para estimar los retornos y precios futuros, aunque la historia no siempre es un buen indicador del futuro. En Argentina su historia se encuentra plasmada por recurrentes crisis de deuda soberana, motivo por el cual este trabajo busca crear una bitácora de las distintas reestructuraciones de deuda soberana mostrando el contexto macroeconómico de cada una de ellas, el comportamiento de los bonos, las tasas de descuento implícitas (exit yields) de cada canje, con el fin que pueda servir como referencia de comparación ante la posibilidad de futuras crisis de deuda.



Universidad de
San Andrés

Índice

INTRODUCCIÓN	1
1. 2001- MEGACANJE	2
1.1 SITUACIÓN MACROECONOMICA	2
1.2 CONTEXTO EXTERNO	10
1.3 SITUACIÓN DE LA DEUDA	14
1.3.1 EL MEGACANJE	16
1.3.2 ANÁLISIS Y COMPORTAMIENTO DE LOS BONOS DURANTE EL PERÍODO	19
1.4 NOTICIAS DEL PERÍODO	30
2. REESTRUCTURACIÓN 2005	31
2.1 SITUACIÓN MACROECONOMICA	31
2.2 CONTEXTO EXTERNO	43
2.3 SITUACIÓN DE LA DEUDA	46
2.3.1 LA REESTRUCTURACIÓN DEL 2005	48
2.3.2 ANÁLISIS Y COMPORTAMIENTO DE LOS BONOS DURANTE EL PERÍODO	51
2.4 NOTICIAS DEL PERÍODO	61
3. REESTRUCTURACIÓN 2010	62
3.1 SITUACIÓN MACROECONÓMICA	62
3.2 CONTEXTO EXTERNO	71
3.3 SITUACIÓN DE LA DEUDA	73
3.3.1 LA REESTRUCTURACIÓN DEL 2010	75
3.3.2 ANÁLISIS Y COMPORTAMIENTO DE LOS BONOS DURANTE EL PERÍODO	78
3.4 NOTICIAS DEL PERÍODO	86
4. REESTRUCTURACIÓN 2020	87
4.1 SITUACIÓN MACROECONÓMICA	87
4.2 CONTEXTO EXTERNO	101
4.3 SITUACIÓN DE LA DEUDA	106
4.3.1 LA REESTRUCTURACIÓN DEL 2020	108
4.3.2 ANÁLISIS Y COMPORTAMIENTO DE LOS BONOS DURANTE EL PERÍODO	115
4.4 NOTICIAS DEL PERÍODO	129
5. COMPARACIÓN Y CONCLUSIONES	132
6. GLOSARIO	136
7. ANEXO	137
8. BIBLIOGRAFÍA	144

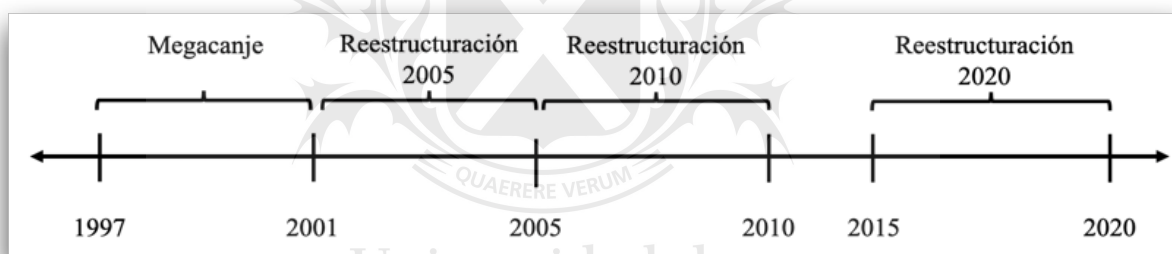
INTRODUCCIÓN

A lo largo de la historia argentina se han producido recurrentes crisis de deuda soberana, que con sus diferentes características, la han colocado entre los países con mayor cantidad de incumplimientos de pago.

En finanzas es habitual la utilización de información histórica para estimar los retornos y precios futuros, aunque es de común conocimiento que la historia no siempre predice el futuro.

Teniendo esto en mente y los repetidos defaults de la Argentina, el presente trabajo busca generar una bitácora de las distintas reestructuraciones de deuda soberana producto de la escasa información unificada respecto al tema, con el fin que pueda servir como una referencia de comparación ante futuras crisis de deuda que puedan ocurrir.

El trabajo se enfocará en los eventos ocurridos desde finales de la década de 1990 hasta la actualidad. Estará dividido por cada reestructuración de deuda y en cada una de ellas se analizarán los mismos aspectos.



Los hechos a analizar serán i) la situación macroeconómica durante el período previo a la decisión de las autoridades de declarar la cesación de pagos y también al momento de realizar una reestructuración de la deuda pública, ii) las noticias que se divulgaban en los medios sobre el avance de las negociaciones y el resultado del acuerdo, iii) el contexto externo y iv) la evolución de las paridades y tasas de los bonos que entraron en la reestructuración como también los nuevos bonos emitidos tras el acuerdo con los acreedores, incorporando al análisis la probabilidad implícita de default de cada período.

Al momento de realizar este trabajo, la Argentina se encontraba en su noveno default (décimo si se toma en cuenta el “reperfilamiento” de la deuda de corto plazo en pesos ocurrido en 2019) y en pleno proceso de negociación con los acreedores, por lo que al terminar la descripción de los procesos de reestructuración anteriores se llevará a cabo una comparación con la situación actual en la búsqueda de paralelismos y situaciones en común.

Vale la pena aclarar que este trabajo carece de connotación política y no tiene como fin determinar las causas de las distintas crisis económicas, si las políticas económicas empleadas o si los resultados de las negociaciones fueron correctos o no. Simplemente busca describir y unificar la historia de reestructuraciones de deuda argentina en función de la información que se encuentra disponible.

1. 2001- MEGACANJE

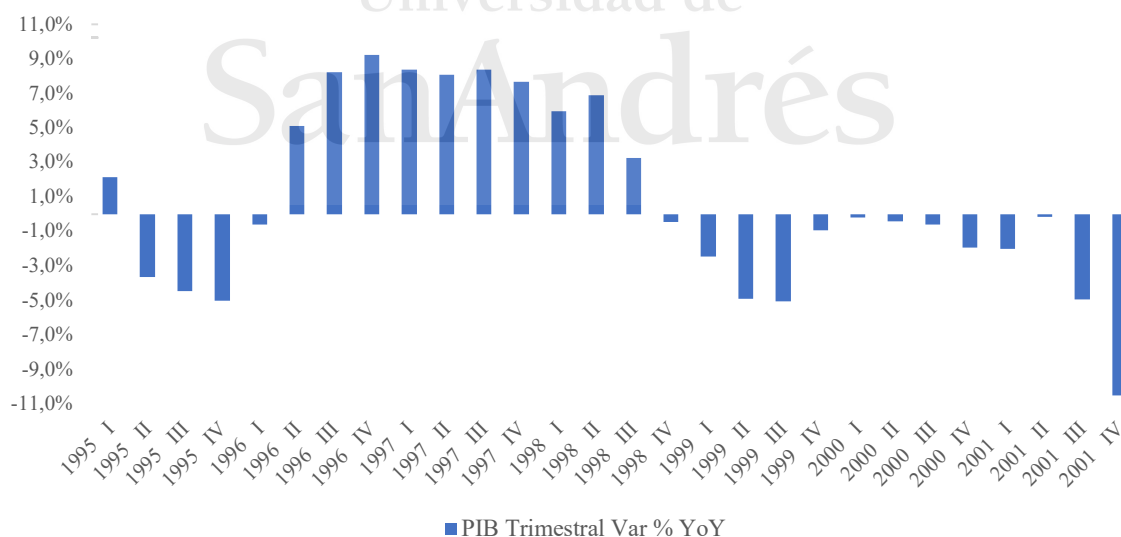
1.1 SITUACIÓN MACROECONOMICA

La década del '90 es caracterizada por la Convertibilidad constituida por la ley N° 23.928 que establecía un tipo de cambio de un peso por un dólar (originalmente una relación de 10.000 Australes por 1 dólar). En su libro “Las crisis económicas argentinas” Miguel Kiguel resume sencillamente las demás características de la Convertibilidad, detallando que una devaluación del peso era viable mediante una nueva ley aprobada por el Congreso en lugar de recaer sobre la órbita del Banco Central de la República Argentina.

El BCRA se encontraba imposibilitado de financiar al Tesoro y solo podía emitir dinero para la compra de divisas. A su vez, las reservas de libre disponibilidad del Banco Central debían ser equivalentes además al 100% de la base monetaria. Otra característica importante es que la convertibilidad limitaba el rol del Banco Central como prestamista de última instancia, un rol clave en la búsqueda de estabilidad financiera en momentos de crisis.

Luego del impacto del “efecto tequila” sobre las economías latinoamericanas en 1995, la Argentina comenzó a recuperarse y crecer nuevamente. Sin embargo, para la segunda mitad de 1998 la economía empezó a entrar en un período recesivo. Situación que con el correr de los trimestres iría empeorando, registrando así desde 1998 hasta la fecha del Megacanje once trimestres consecutivos con caídas del PIB respecto al mismo período del año anterior.

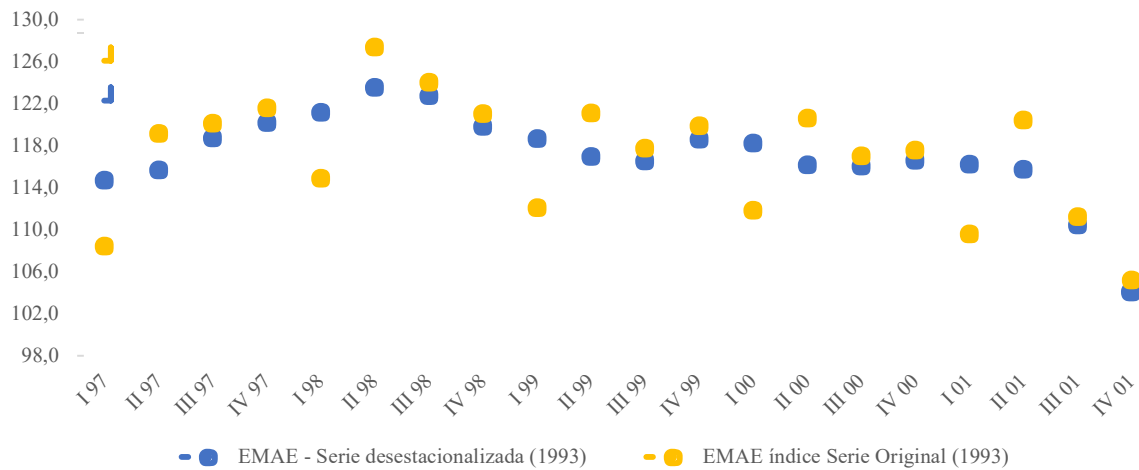
Gráfico N°1: Crecimiento del PIB trimestral – Variación Interanual



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Esta situación también puede apreciarse con el índice EMAE (Estimador Mensual de Actividad Económica), en el cual tomando la serie desestacionalizada la actividad económica acumuló desde el segundo trimestre de 1998 hasta el segundo trimestre de 2001 (fecha del Megacanje) una caída de un poco más del 11%.

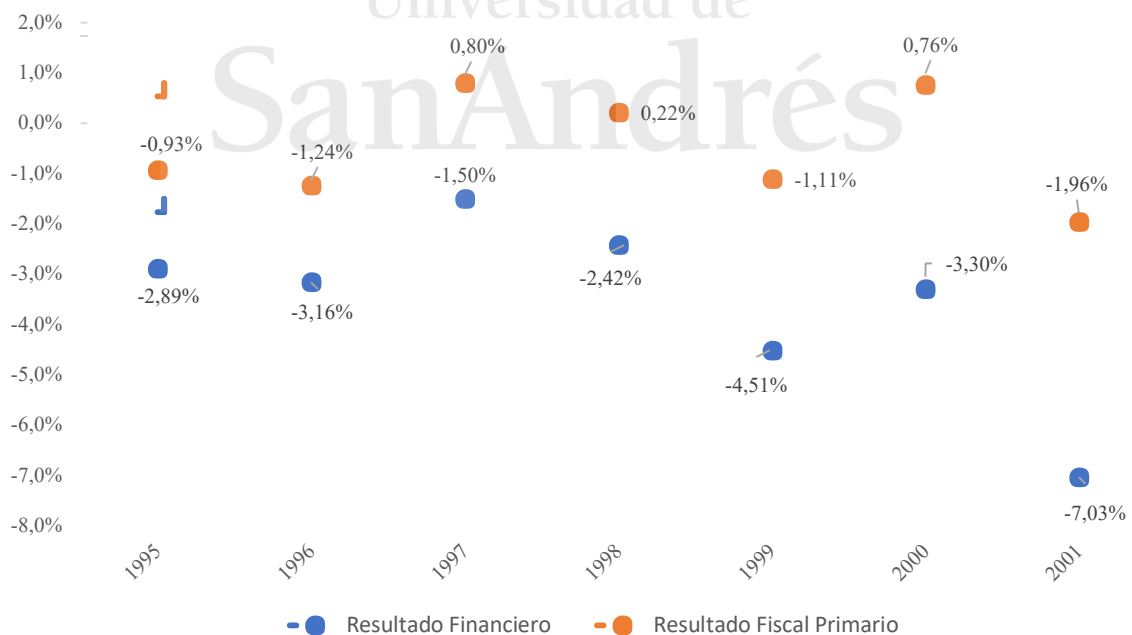
Gráfico N°2: Estimador Mensual de Actividad Económica – Variación trimestral



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Las cuentas fiscales durante este período mostraban desequilibrios. Tras asumir la presidencia a fines de 1999, el gobierno de De la Rúa logró reducir el déficit fiscal en el año 2000 a 3,3% del PIB, alcanzando incluso un superávit primario de 0,76%, producto de un incremento en los impuestos y un leve ajuste del gasto público (0,28 puntos porcentuales). Sin embargo, este resultado se revirtió en el 2001 finalizando con un resultado deficitario de 7% del Producto Interno Bruto.

Gráfico N°3: Resultado Fiscal Primario y Resultado Financiero como % del PIB

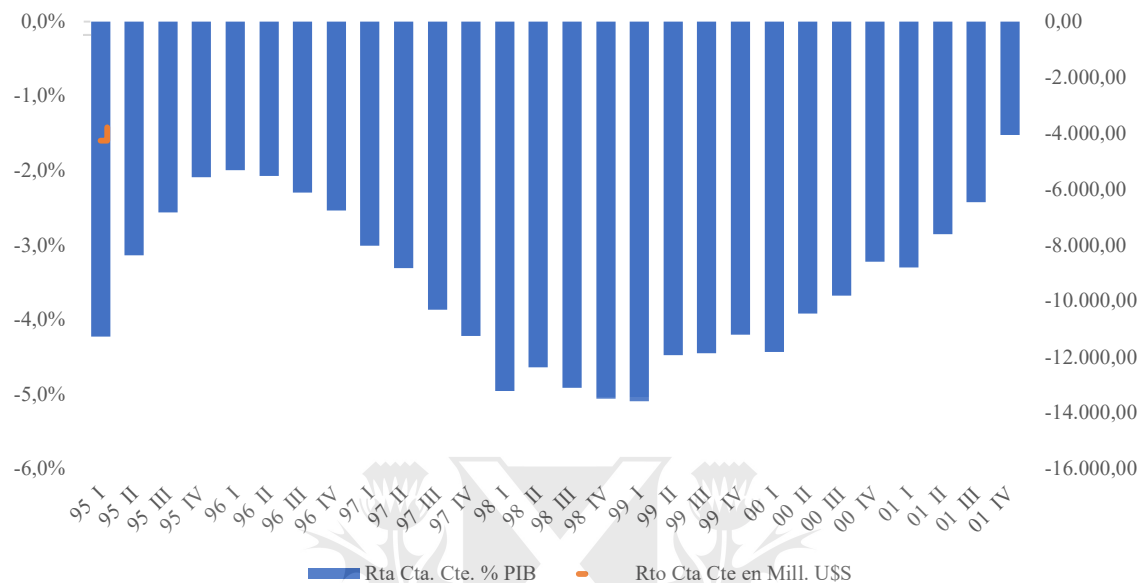


Fuente: Mecon - Sector Público Argentino - Cuenta Ahorro- Inversión-Financiamiento (1961-2004)

Por su parte, las cuentas externas también registraban una situación similar. A partir de principios de 1997 el déficit de cuenta corriente comenzó a incrementarse hasta representar

en 1998 el 5% del PIB. Para el 3ºT01, período en el cual se realizó el Megacanje el déficit de cuenta corriente había disminuido a 3% del PIB, en gran parte por el menor nivel de importaciones producto de la caída de la actividad económica.

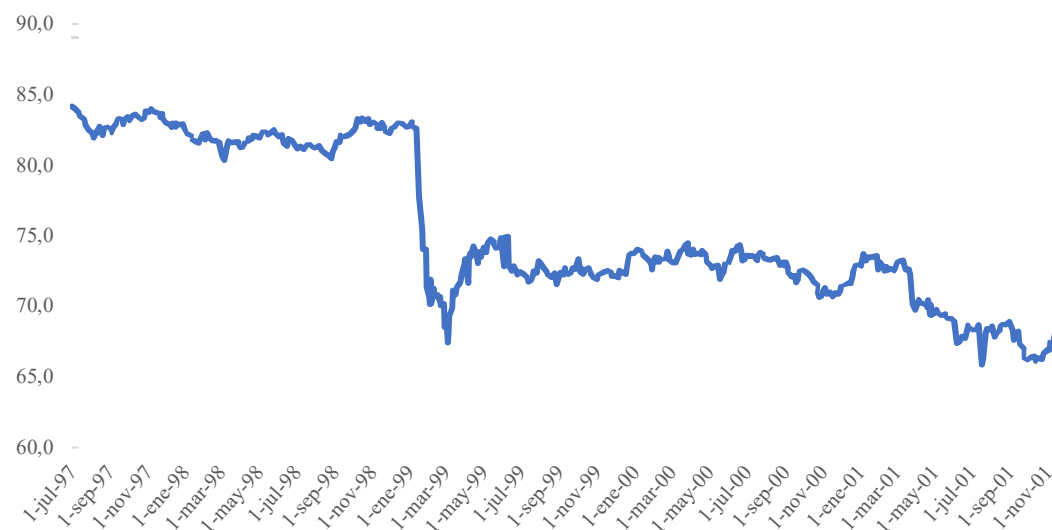
Gráfico N°4: Cuenta Corriente y relación como % del PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Con la caja de conversión implementada durante este período, la moneda argentina se encontraba apreciada respecto a los demás países. Esta situación empeoraría en 1998 y 1999 con la crisis rusa, la devaluación en Brasil y el fortalecimiento del dólar, con lo cual ante la pobre productividad argentina dificultaba aumentar el nivel de exportaciones.

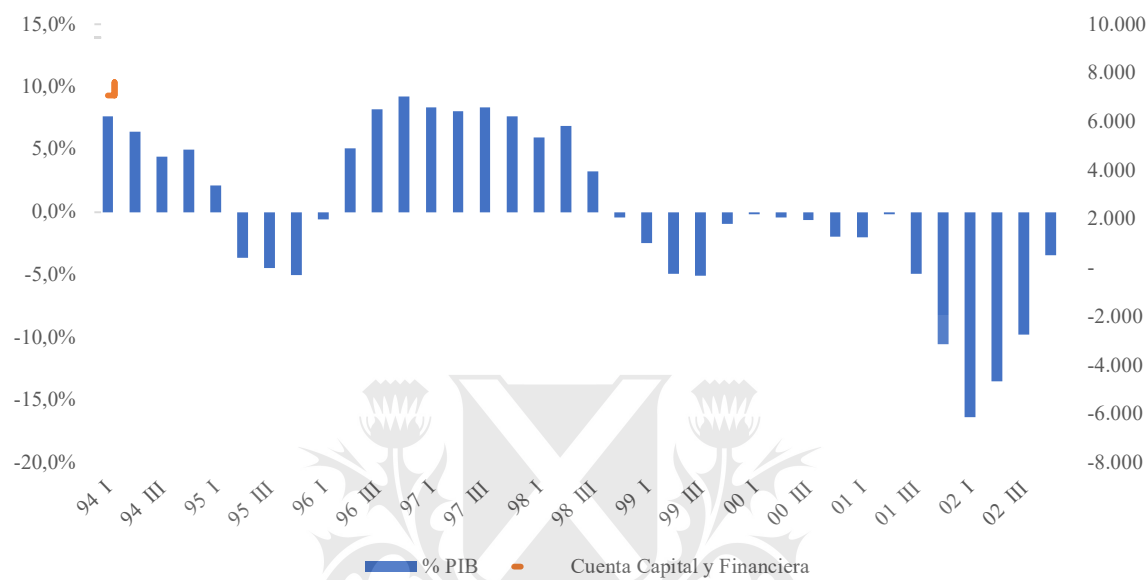
Gráfico N°5: Tipo de Cambio Real Multilateral



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del BCRA

Con una cuenta corriente deficitaria por contraprestación la cuenta de capital y financiera posee un saldo positivo, mostrando el financiamiento de la cuenta corriente. Como se puede observar la actividad y el crecimiento económico de la Argentina ha estado ligada a los movimientos de capitales. Al disminuir o incluso invertirse los flujos de fondos, la actividad económica manifestó señales de disminución y recesión.

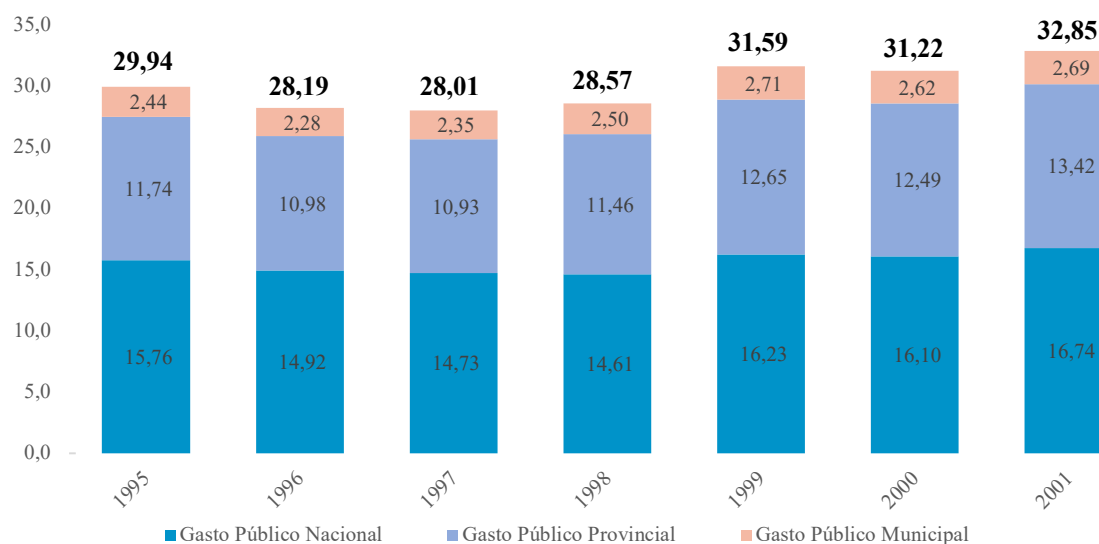
Gráfico N°6: Cuenta Capital y Financiera en millones de dólares



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

En relación al gasto público, el mismo comenzó a incrementarse a partir de 1998 hasta alcanzar en 2001 un nivel de 32% del PIB, su valor más alto desde 1988, producto de un aumento tanto del gasto público nacional como también del gasto provincial y municipal.

Gráfico N°7: Gasto Público consolidado como porcentaje del PIB

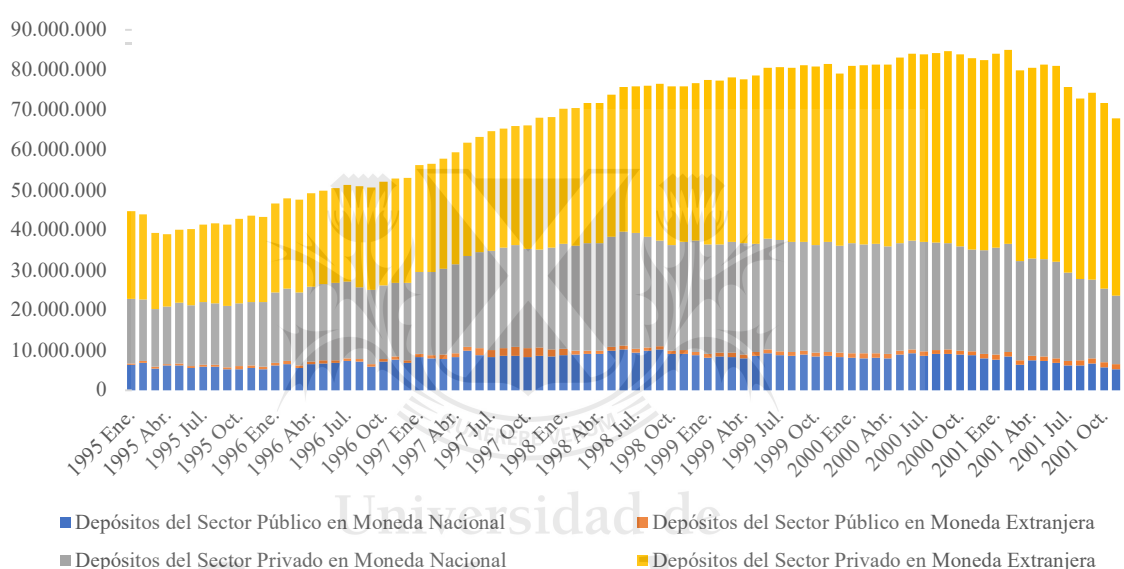


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

Producto de la convertibilidad con un tipo de cambio de 1 a 1 y una larga historia de la sociedad resguardándose en el dólar para no perder poder adquisitivo, se generó una economía bimonetaria por la cual el sistema financiero se encontraba conformado por una gran cantidad de depósitos en moneda extranjera. Tras superar la crisis del tequila y hasta el 2001, los depósitos del sector privado en dólares representaban en promedio el 52% del total de depósitos del sector financiero.

En otras palabras, más de la mitad de los depósitos del sistema financiero se encontraban nominados en moneda extranjera. Para ser más exactos, a fines diciembre del 2001, el 69% de los depósitos se encontraban denominado en moneda extranjera.

Gráfico N°8: Total Depósitos en sistema financiero (en miles de pesos argentinos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

La inestabilidad política generada en Octubre de 2000, debido a la renuncia del vicepresidente de la Nación y la incertidumbre respecto a la posibilidad que el Gobierno no logre afrontar los vencimientos de deuda para 2001 tras el cierre de los mercados voluntarios de crédito generó la salida de depósitos de 2.322 millones de pesos.

Para limitar esto, el Gobierno recurrió al denominado “Blindaje”, un programa económico respaldado por el FMI, BID, Banco Mundial y bancos internacionales para apoyar financieramente a la Argentina con un desembolso total de 40.000 millones de dólares a lo largo del 2001 y 2002. Este programa estaba sujeto al cumplimiento de ciertas medidas como ajustes fiscales, reforma previsional, restructuración de organismos como ANSES y PAMI y reducción de salarios, entre otras medidas.

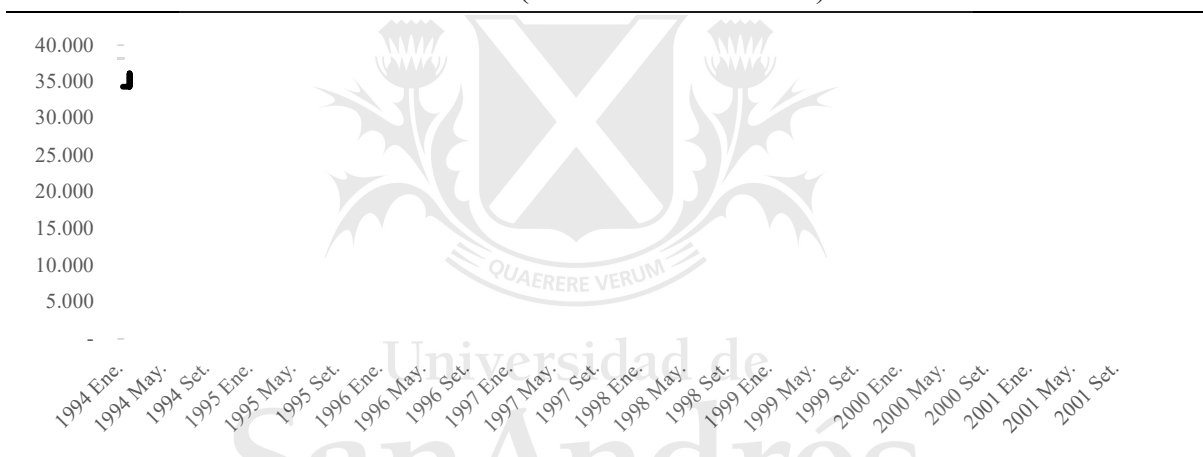
El Gobierno recibió solamente alrededor de 12.000 millones de dólares, y logró revertir la salida de depósitos hasta marzo de 2001, cuando “comenzaron a circular evidencias de que Argentina no lograría cumplir con las metas de Gasto Público y Déficit Fiscal comprometidas

en el “Blindaje” y comenzaron a peligrar los desembolsos comprometidos por los organismos financieros internacionales” (Cavallo, 1).

A partir de ese entonces la salida de depósitos se acentuó aún más registrando al mes de Junio, cuando se anuncia el Megacanje, una merma de 4.000 millones de pesos. Para fines del 2001 la salida de depósitos aumentó a 17.000 millones de pesos en menos de 11 meses, alcanzando un total de depósitos en el sistema financiero de 66.000 millones de pesos. Con el fin de frenar la caída de los depósitos el 1 de diciembre se implementó el denominado “Corralito” por un período de 90 días, bajo el cual los argentinos podían retirar solamente hasta un límite de 250 dólares/pesos por semana de sus cuentas bancarias.

Por su parte, la salida de depósitos también se tradujo en una pérdida de las Reservas Internacionales del BCRA, que a comienzos del 2001 se ubicaban en un poco más de 36.000 millones de dólares, finalizando ese año con un total de 15.000 millones de dólares.

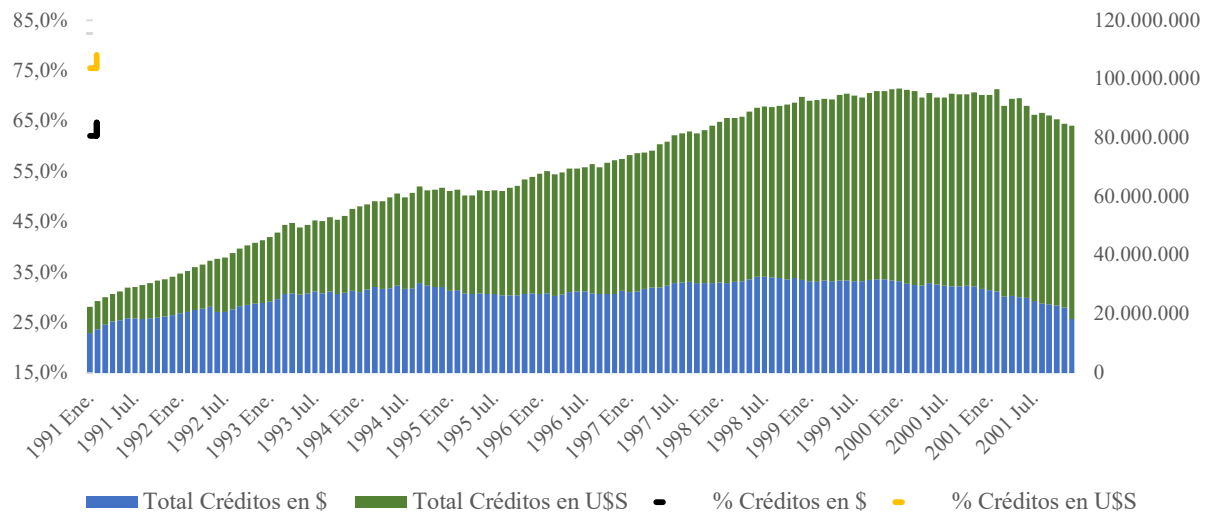
Gráfico N°9: Reservas Internacionales (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Así como los depósitos en dólares llegaron a representar un poco más del 50% de los depósitos totales del sector financiero, una situación similar se gestó en relación a los créditos otorgados. Al inicio de la convertibilidad, los créditos otorgados en moneda extranjera representaban alrededor del 35% del total de préstamos. La relación entre los créditos en moneda nacional y extranjera se iría invirtiendo a medida que se creía en la fortaleza del modelo de convertibilidad. Para fines de 2001, los créditos en dólares equivalían a 78% del total de préstamos otorgados.

Gráfico N°10: Total Créditos del sistema financiero (en miles de pesos argentinos)

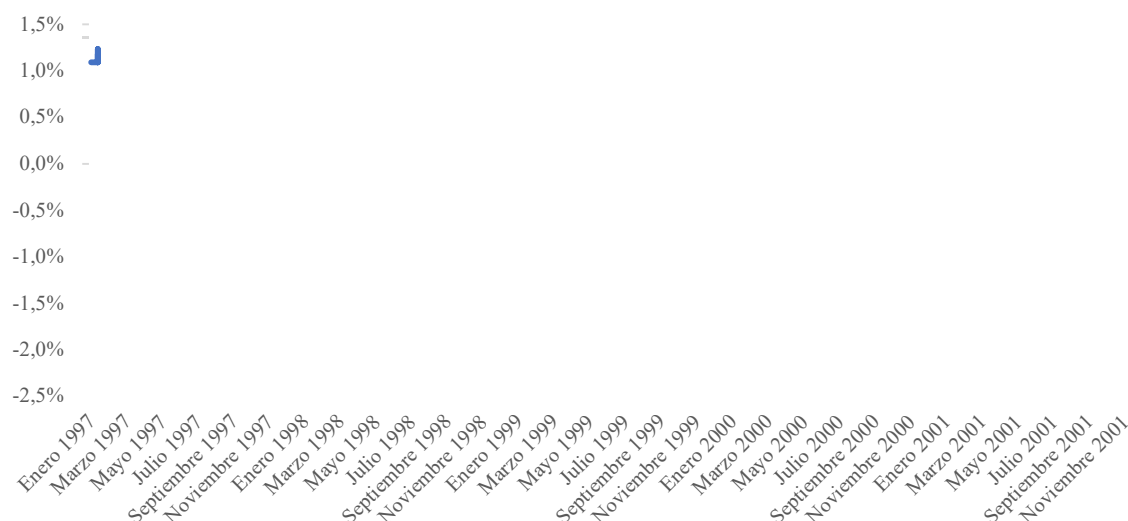


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Esta dolarización financiera implicaba ante una devaluación grandes distribuciones de riqueza entre deudores y acreedores. Una corrección del tipo de cambio afectaría a los deudores en su capacidad para afrontar los préstamos, por lo que los bancos tendrían que afrontar una pérdida de capital, creando un problema de solvencia. Además, existe el riesgo que los bancos no cuenten con la liquidez necesaria para afrontar un retiro masivo de depósitos, generando un problema para el Banco Central que no tenía los recursos suficientes en las Reservas Internacionales para actuar como prestamista de última instancia. (Kiguel, 106).

La convertibilidad había logrado domar la hiperinflación de los años anteriores, bajando la inflación a valores por debajo del 5% anual. Luego de la crisis del “tequila” dicha cifra se ubicó en promedio por debajo del 2%. Sin embargo, con el inicio de la recesión económica a partir de la segunda mitad de 1998, la Argentina comenzó a experimentar una deflación.

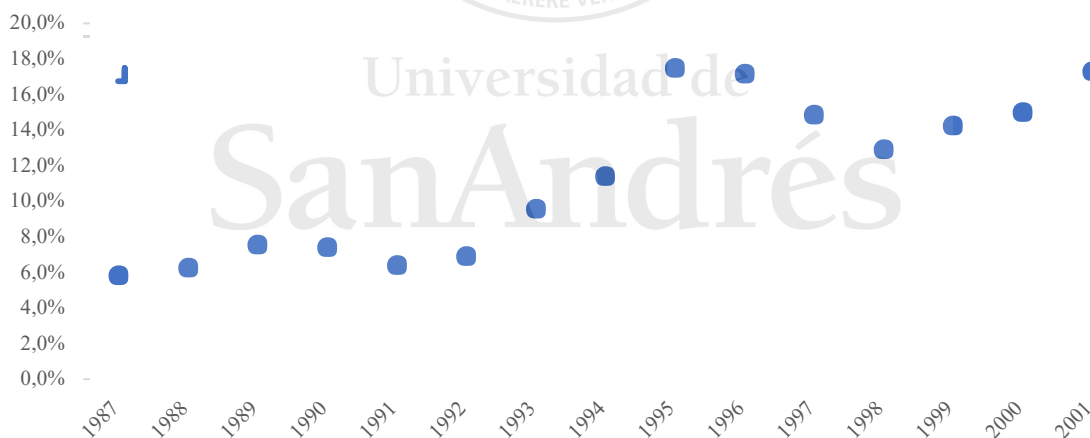
Gráfico N°11: Índice Precios al Consumidor: Variación porcentual Interanual



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

La recuperación económica luego de la crisis del tequila permitió la disminución de la tasa de desempleo que había alcanzado un valor máximo de 18% en 1995. Sin embargo, con el comienzo de la recesión económica a mediados de 1998 generó un nuevo incremento de la tasa de desempleo que para finales del 2001 alcanzó el 17,4%.

Gráfico N°12: Tasa de desempleo



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

El índice de confianza del consumidor elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella, que busca plasmar las percepciones de los individuos sobre el estado de la economía, la situación económica personal y las expectativas a mediano plazo, se ubicó en junio en los 40,6 puntos, en aquel momento su valor más alto desde que comenzó a medirse. Sin embargo, en los meses siguientes el índice continuó cayendo, señalando el deterioro de las expectativas futuras de la Argentina, por parte de los consumidores.

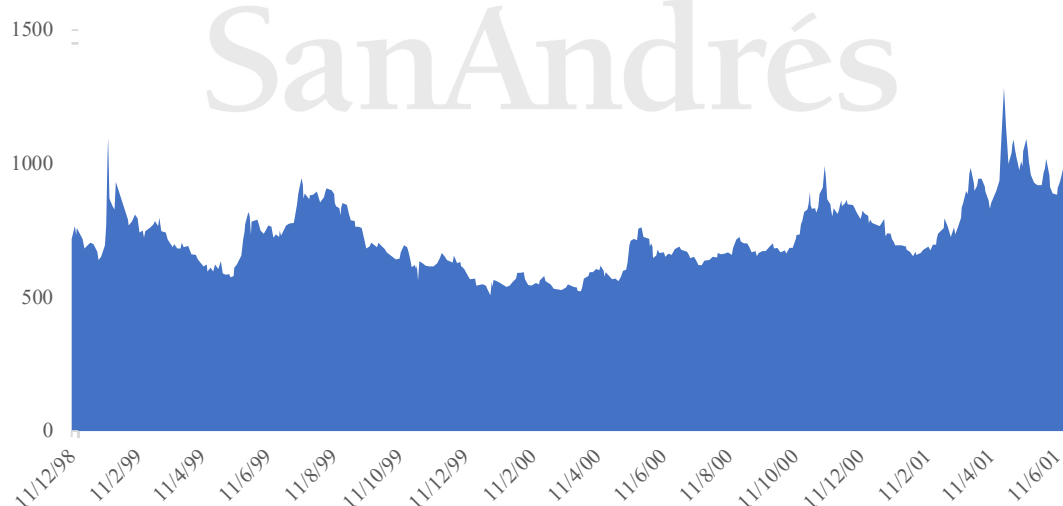
Gráfico N°13: Índice de Confianza del Consumidor



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Universidad Torcuato Di Tella

Durante 1998 y finales de 2000 el Riesgo País medido por el EMBI+Argentina por parte de J.P Morgan se encontró oscilando entre los 500 y los 800 puntos. Para mediados del 2001 dicha medición se iría incrementando al continuar la recesión, la inestabilidad política y las perspectivas de no poder cumplir con los vencimientos de deuda que se acercaban. Para el mes de junio, cuando se decreta el Megacanje, el Riesgo País había alcanzado los 1.000 puntos.

Gráfico N°14: Riesgo País medido por el EMBI+Argentina



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ambito.com

1.2 CONTEXTO EXTERNO

Así como en 1994/1995 se vivió el efecto tequila, en 1997 se generó la denominada crisis asiática. Los países de la región con tipo de cambio fijo, sectores financieros y empresariales

poco sólidos, elevados déficit en cuenta corriente y gravosas cargas de la deuda externa, terminaron devaluando su moneda tras estallar la crisis en Tailandia en julio de 1997. (Aghevli, 29)

Esta situación generó presión sobre la Argentina ante los temores de un efecto contagio al poseer características similares.

A la crisis asiática la siguió la crisis de Rusia en 1998 y la crisis brasilera en enero de 1999. Estos eventos registraron ataques especulativos sobre los tipos de cambio fijo, y aunque los distintos países intentaron evitar una devaluación mediante el incremento de tasas de interés y el uso de sus reservas internacionales, al final de cuentas debieron dejar flotar el tipo de cambio (Kiguel, 94).

La devaluación de Brasil tuvo un gran impacto sobre Argentina, al ser este uno de sus principales socios comerciales. Durante el mes de enero de 1999, el gobierno brasileño depreció su moneda 73%. Esta política de depreciación se mantendría durante los años siguientes.

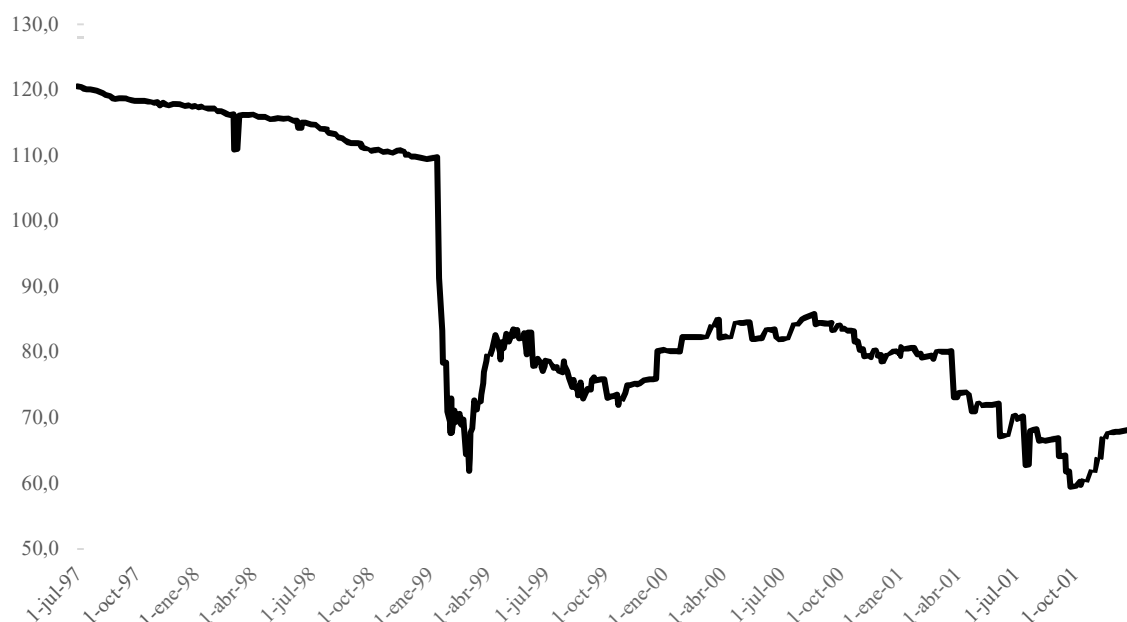
Gráfico N°15: Real Brasileño (USD/BRL)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Investing

De esta manera, la moneda argentina se encontraba aún más apreciada respecto al resto de los países, al permanecer con el régimen de conversión cambiaria. El tipo de cambio real bilateral (TCRB) con Brasil pasó de valores de 120 en 1998, a un TCRB de casi 60 puntos.

Gráfico N°16: Índice de Cambio Real Bilateral con Brasil



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Por otro lado, en EE.UU. a mediados de 1999, la Reserva Federal (Fed) comenzó un ciclo de subas de su tasa de interés de referencia que pasó de 4,75% a 6,5%, ubicándose en este nivel durante todo el año 2000. Esta situación usualmente genera lo denominado fly to quality, es decir un traslado de capitales fuera de los mercados emergentes hacia EE.UU. y productos seguros que comienzan a otorgar un mayor rendimiento.

El dólar estadounidense, medido por el índice DXY, comenzó a fortalecerse a partir de 1999, alcanzando en 2001 su valor más alto desde 1985. Esta situación generaba también una apreciación del peso argentino, que se encontraba atado a la divisa estadounidense.

Gráfico N°17: Índice DXY

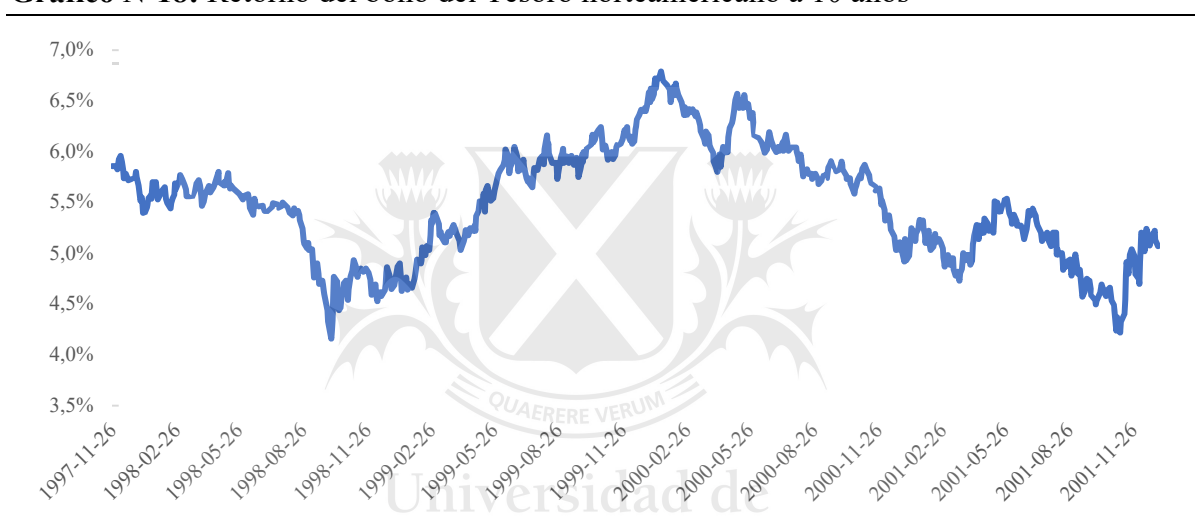


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Investing.com

A su vez, EE.UU. se encontraba transitando el estallido de la denominada “burbuja.com” que generó una fuerte caída en los principales índices bursátiles y que finalmente provocó que el país entre en un período recesivo para el segundo trimestre del 2001. A este suceso se añadió el atentado terrorista ocurrido el 11 de septiembre, amplificando así el cierre del financiamiento a los mercados externos.

Durante este período la tasa de retorno del bono del Tesoro norteamericano a 10 años alcanzó un valor máximo de 6,5%, en línea con el incremento de tasas efectuado por la Reserva Federal. Con el comienzo de la crisis “.com” y el atentado terrorista de septiembre el Treasury disminuyó su rendimiento hasta casi 4% para principios de noviembre de 2001. Sin embargo, para diciembre el retorno ya se había incrementado a 5%.

Gráfico N°18: Retorno del bono del Tesoro norteamericano a 10 años



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Bank of Saint Louis

Otro factor importante para considerar es el precio de las materias primas en los mercados internacionales, debido a su gran incidencia sobre la Argentina que justamente se destaca por la exportación de productos agrícolas y otras materias primas.

En base al índice de Agricultura (compuesto por productos como cereales, soja, aceites vegetales, frutas, carnes y algodón, entre otros) y que es confeccionado por el Banco Mundial, se puede observar que tras haber alcanzado en 1996 y 1997 precios máximos de principios de 1980, rápidamente los precios de los commodities disminuyeron hasta ubicarse en precios mínimos de 1986 e incluso la década de 1970.

Esta disminución en los precios de los productos agrícolas incidió también en la caída de los ingresos obtenidos por las exportaciones.

Gráfico N°19: Índice de Agricultura (datos mensuales en dólares – Base 2010=100)

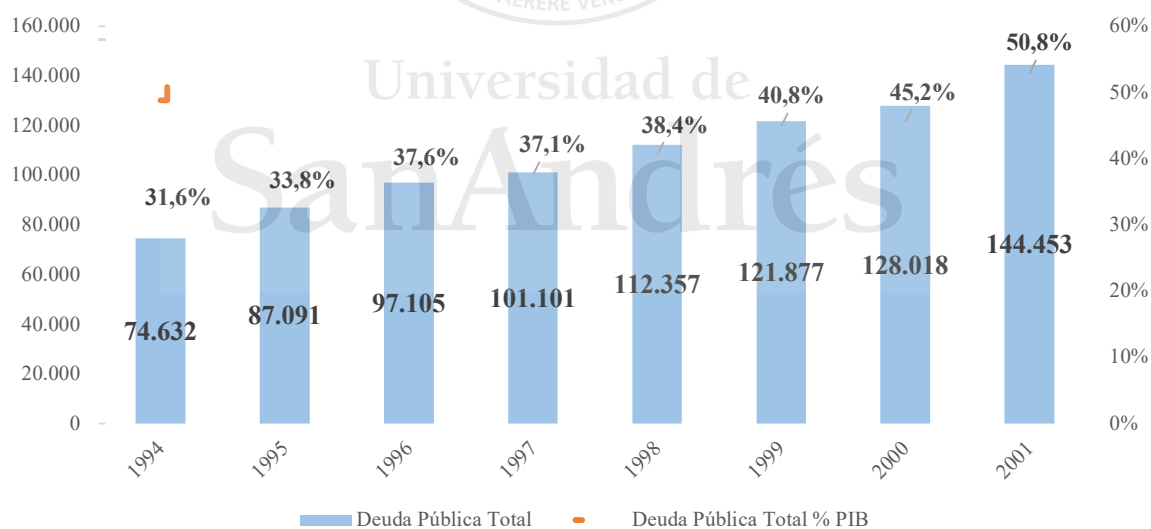


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

1.3 SITUACIÓN DE LA DEUDA

Durante el período de la convertibilidad la deuda pública total fue incrementando tanto en valores nominales como también en su relación con el PIB. En el 2001, el total de la deuda pública alcanzó a representar el 50,8% del PIB.

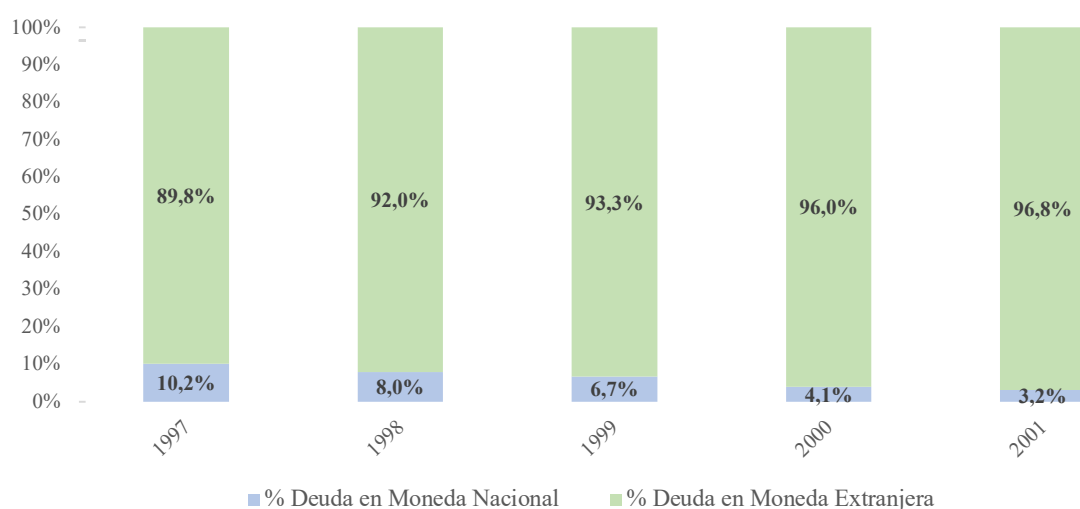
Gráfico N°20: Deuda Pública Total Bruta (en millones de dólares)



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

Por su parte, a comienzos del 2001 el 95,57% del total de la deuda bruta del sector público estaba nominada en moneda extranjera. Para finales de ese año, la porción en moneda extranjera era de 96,77%.

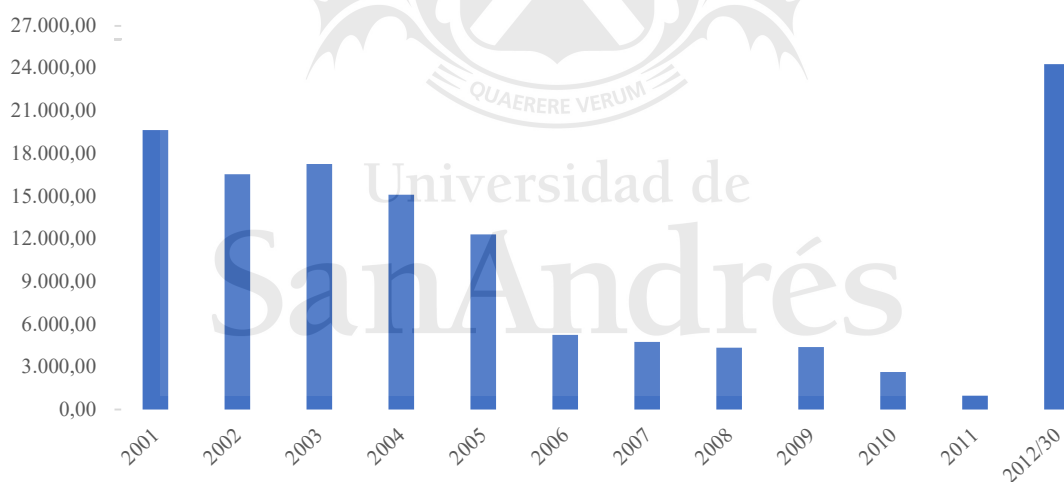
Gráfico N°21: Composición por moneda de la Deuda Pública Total Bruta



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

Para finales del 2000, los vencimientos de capital de la deuda para los próximos años mostraban una importante carga en los primeros 4 años, especialmente en 2001.

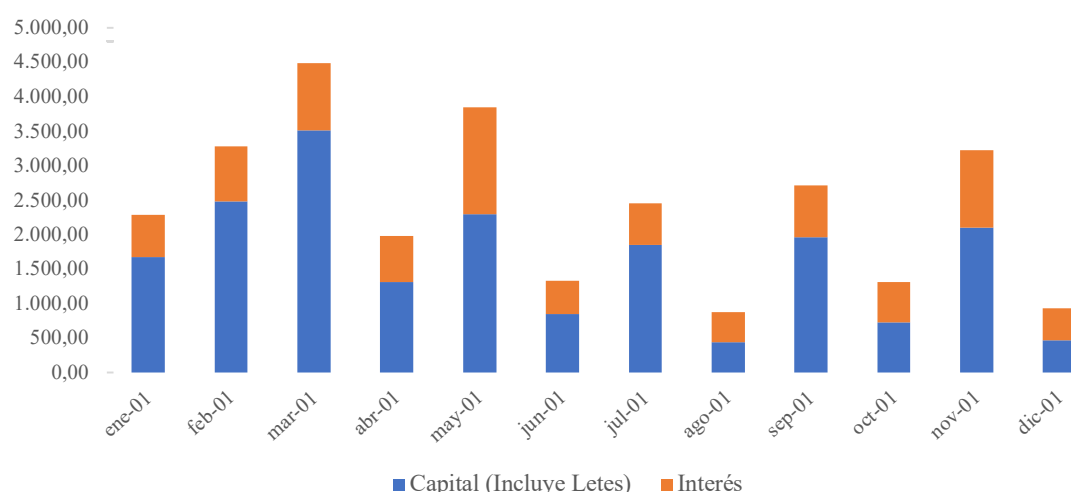
Gráfico N°22: Vencimientos de capital de deuda pública total (en millones de dólares)



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

La situación en 2001 se dificultaba aún más al considerar los vencimientos de interés para ese año, en un contexto económico de recesión, con salida de depósitos y que a finales del año 2000 se solicitó el “blindaje”

Gráfico N°23: Vencimientos de capital e intereses período 2001 (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia a base de datos del Ministerio de Economía y Página 12

En aquel período la deuda pública era emitida con un cupón promedio superior al 9% en 1999, y que iría aumentando a medida que la situación económica empeorara. Para el 2001 el promedio del cupón del total de emisiones fue de 11,5%. El spread promedio respecto a la tasa de interés de referencia de EE.UU. se ubicó en 686 puntos básicos.

Tabla N°1

Período	1999	2000	2001
Spread Promedio Equivalente en Dólares	594	577	686
Rendimiento Promedio Equivalente en Dólares	11,40%	12,10%	12,30%
Cupón Promedio	9,70%	10,70%	11,50%
Plazo Promedio (en años)	7,6	7,9	24,2

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

1.3.1 EL MEGACANJE

El 16 de mayo de 2001 se firma el decreto N° 648/2001 que autoriza la operación de canje voluntario de títulos públicos por un monto máximo de 58.000 millones de dólares. La resolución del Ministerio de Economía N° 143/2001 con fecha del 4 de junio, establecía el mecanismo de canje, nombrando los bonos elegibles a ser canjeados por cuatro títulos y un pagaré.

El canje se dio de manera acelerada y acordada con los distintos acreedores. Esta reestructuración no buscaba una quita de capital o intereses en el nivel de deuda existente sino que simplemente estaba orientada a despejar los vencimientos de capital e intereses más cercanos.

En junio, las resoluciones conjuntas de la Secretaría de Hacienda y la Secretaría de Finanzas N° 145/2001 y 56/2001 & 110/2001 y 43/2001 establecieron los resultados del canje como así también las características de los nuevos instrumentos de deuda a emitirse.

- BONOS EXTERNOS GLOBALES DE LA REPUBLICA ARGENTINA EN PESOS con vencimiento en 2008. El título tenía un cupón de interés step up, de 10% anual hasta 2004 y a partir de esa fecha de 12% hasta el vencimiento. Amortización integra al vencimiento. La particularidad del bono era que se podía optar por recibir el pago en pesos o en dólares al tipo de cambio de 1 a 1 sin importar el tipo de cambio vigente al momento del pago.
- BONOS EXTERNOS GLOBALES DE LA REPUBLICA ARGENTINA EN DOLARES ESTADOUNIDENSES con vencimiento en 2008. Cupón de interés step up de 7% desde la emisión hasta 2004 y de 15,50% a partir de 2004 hasta el vencimiento. Amortización en 6 cuotas semestrales y consecutivos a partir de 2006.
- BONOS EXTERNOS GLOBALES DE LA REPUBLICA ARGENTINA EN DOLARES ESTADOUNIDENSES con vencimiento en 2018. Cupón de 12,25% anual. Amortización en 5 cuotas semestrales, iguales y consecutivas comenzando en junio de 2016. En los primeros cinco años el interés se capitalizará de forma semestral.
- BONOS EXTERNOS GLOBALES DE LA REPUBLICA ARGENTINA EN DOLARES ESTADOUNIDENSES con vencimiento en 2031. Cupón de 12% anual. Amortización integra al vencimiento. En los primeros cinco años el interés se capitalizará de forma semestral.
- PAGARE O BONO DEL GOBIERNO NACIONAL con vencimiento en 2006. Tasa de interés variable más un margen de 580 puntos básicos. Amortización en 6 cuotas semestrales y consecutivas. Capitalización de forma mensual por los primeros dos años del margen fijado.

Si bien las tasas de interés que pagaban los bonos se encontraban dentro de los parámetros del resto de los instrumentos emitidos, el precio de emisión se ubicó por debajo de la par. El Bono Global en pesos a 2008 se emitió a un precio de 78,32% del Valor nominal (VNO). El Bono Global en dólares a 2008 a 78,55%, el Global 2018 a 73,25% y el Global 2031 a 70,70%. El pagaré por su parte se emitió a 100% de su VNO.

El resultado final del Megacanje fue la emisión de 4 bonos y un pagaré por un valor nominal original total de U\$S 29.632 millones, para canjear un total de 46 títulos por un VNO de U\$S 28.695 millones.

Tabla N°2: Resultado del Megacanje (en dólares)

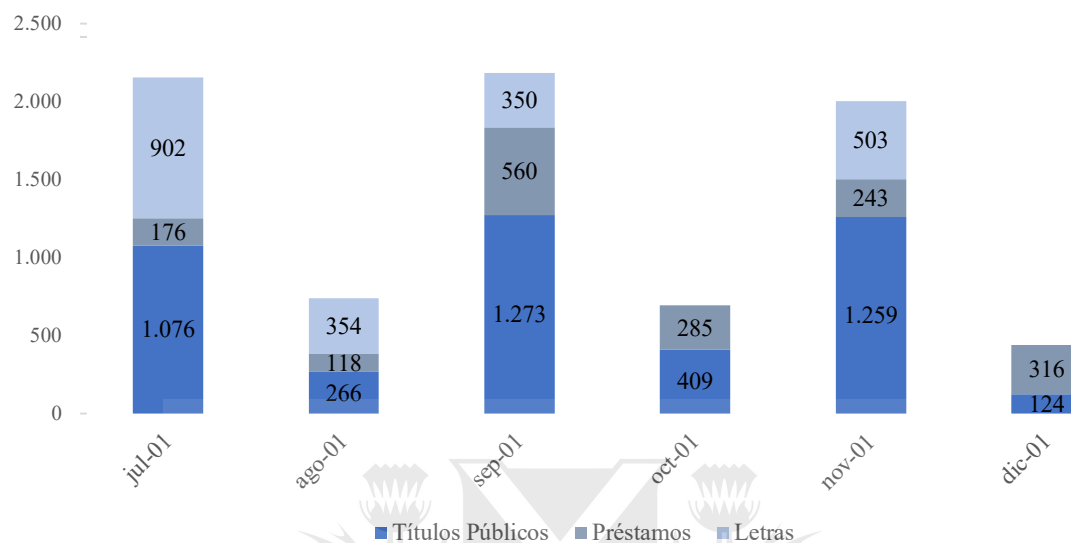
	GLOBAL 08P	GLOBAL 08D	GLOBAL18	GLOBAL 31	PAGARE	TOTAL
VNOs U\$S Bonos Elegibles	1.215.301.224	10.793.076.379	6.594.763.245	8.034.111.000	2.057.931.000	28.695.182.848
VNOs U\$S Bonos a Emitirse	930.803.703	11.157.960.632	6.962.584.361	8.520.686.902	2.060.311.541	29.632.347.139

Fuente: Resolución Conjunta Secretaria de Finanzas y Secretaria de Hacienda 110/2001 y 43/2001, 145/200 y 56/2001, 72/2001 y 176/2001, 370/2001 y 96/2001

A partir de la información publicada en los boletines fiscales correspondientes al primer y segundo trimestre del 2001, se observó que el Megacanje permitió la reducción de los vencimientos de capital de los títulos públicos que quedaban pendientes para el resto del año.

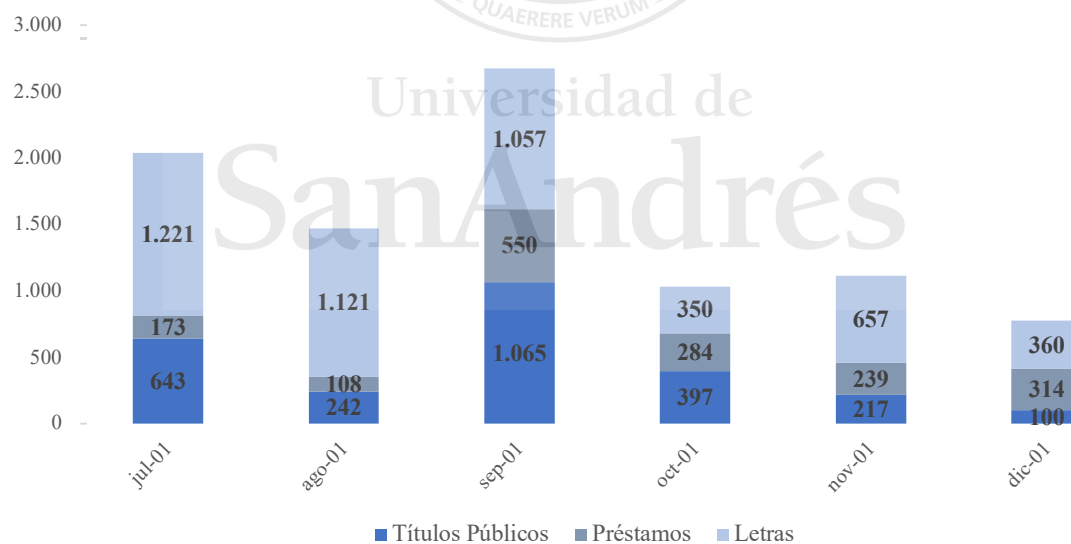
Sin embargo, al considerar también los vencimientos de capital de las Letras del Tesoro y Préstamos Internacionales el panorama de dificultad de pagos de la deuda no había cambiado demasiado.

Gráfico N°24: Vencimientos de capital al 30/3/01 - Pre Megacanje (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Boletín Fiscal 1°T01 – Ministerio de Economía

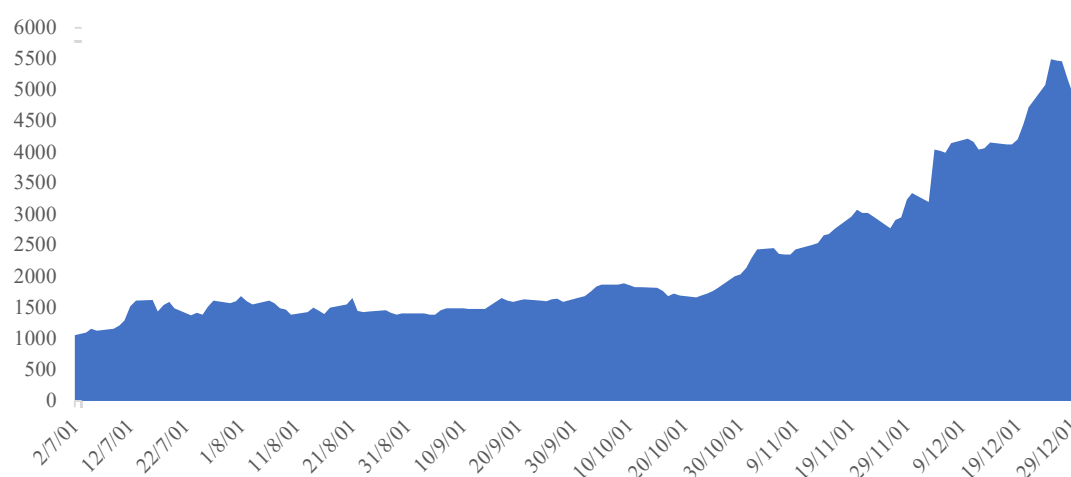
Gráfico N°25: Vencimientos de capital al 30/6/01 – Post Megacanje (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Boletín Fiscal 2°T01 – Ministerio de Economía

Esta situación se vio reflejada en la evolución del riesgo país, que aumentó 50% en tan solo dos semanas, pasando de los 1.000 puntos al momento del canje a 1.500 puntos.

Gráfico N°26: Riesgo País medido por el EMBI+Argentina



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ambito.com

Al persistir las perspectivas de incumplimiento de pago de las obligaciones de deuda luego del Megacanje, el riesgo país continuó aumentando como se comentó previamente, los depósitos comenzaron a retirarse rápidamente y las reservas internacionales disminuyeron a un ritmo similar, como se puede observar en los gráficos que se encuentran al comienzo de este trabajo.

Finalmente, en la última semana de diciembre caracterizada por una gran inestabilidad política el riesgo país se encontraba rondando los 4.400 puntos. Luego de la renuncia del presidente De la Rúa, se declaró el default de la deuda soberana, por alrededor de 81.300 millones de dólares (Guzmán, 8), desencadenando un incremento del riesgo país a 5.500 puntos.

1.3.2 ANÁLISIS Y COMPORTAMIENTO DE LOS BONOS DURANTE EL PERÍODO

Esta sección reflejará el comportamiento de los bonos con emisión previa al Megacanje y que formaron parte de este, como también los títulos emitidos producto del Megacanje. Se analizará la evolución de la paridad de los bonos y la tasa con la que los bonos en cuestión se descontaban. Para este último punto se tomó la tasa interna de retorno (TIR) que según expone Fabozzi refleja la yield to maturity (YTM) del bono, siendo esta última la tasa que iguala el valor presente del flujo de fondos del bono con el precio de mercado del título.

El período de análisis abarcado para los bonos existentes a junio de 2001 parte desde el primero de noviembre del 2000 hasta los 100 días posteriores a la declaración oficial del default realizada a fines de diciembre de 2001 bajo la breve presidencia de Adolfo Rodríguez Saá. Para los títulos públicos emitidos por el Megacanje el período comienza desde su fecha de emisión finalizando en los 100 días luego de anunciado el default.

De esta manera, se tendrá el comportamiento de los títulos públicos antes del stress financiero y la reestructuración de deuda realizada por el Megacanje como también los días que le siguieron hasta la declaración del default y su evolución en el tiempo luego de este anuncio.

Del universo de 46 títulos públicos que ingresaron a la reestructuración de deuda en junio de 2001, se seleccionaron 6 bonos que cumplían con las siguientes características: Acceso a sus precios históricos, emisión en dólares bajo ley extranjera y pagaderos en dólares, operaciones en más del 50% de los días que abarca el período de análisis y por último que se ubiquen a lo largo de la curva soberana.

Finalmente, los títulos seleccionados fueron los Bonos Globales Externos partiendo de vencimientos desde el 2003 hasta el 2027.

Por su parte, de los cinco títulos emitidos en el Megacanje se seleccionaron los tres bonos emitidos en dólares. El Bono Global Externo 2008, 2018 y 2031.

Para realizar todo este trabajo se tomaron los precios históricos de cierre en el Mercado Abierto Electrónico (MAE) y Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) de los títulos elegidos, calculando la paridad y la TIR del bono por cada día de cotización. La paridad fue calculada como el cociente entre el precio de mercado y el valor técnico, siendo el valor técnico la suma del valor residual más los intereses corridos en el caso que el precio sea dirty. Cuando el precio es clean el cálculo es el mismo, pero el valor técnico es igual al valor residual. La TIR fue calculada por iteración como la tasa que iguala a los flujos de fondos con el precio de mercado del momento.

Luego de la declaración del default de la deuda soberana, el 6 de enero de 2002 bajo la presidencia de Eduardo Duhalde se abandonó el régimen de convertibilidad y se devaluó el peso argentino. Por este motivo, varias de las cotizaciones de los títulos públicos se encontraron en moneda pesos argentinos por lo que se convirtió este precio de cierre a dólares para valorar el bono correctamente. La conversión fue realizada tomando en consideración el precio del dólar mayorista informado por el BCRA (Comunicación “A” 3500).

Un punto para destacar es que luego del anuncio del default varios bonos que registraban operaciones diariamente pasaron a operarse de forma más esporádica, por lo que a fines ilustrativos se tomaron para aquellos días sin precio de cierre el último precio de cierre inmediato anterior.

En noviembre del 2000 los bonos cotizaban a una paridad entre 90% y 80%, a excepción del bono más largo, el bono global externo 2027 (GS27D), que operaba a una paridad de 70%. Al anunciarse el Blindaje y mejorar las perspectivas, al menos en el muy corto plazo, las paridades aumentaron a niveles de 95% y 90%. Para el GS27D la incrementó a 75%.

Sin embargo, esta mejora fue temporal al retornar las perspectivas que Argentina no lograría cumplir con las metas de Gasto Público y Déficit Fiscal comprometidas con el FMI. Rápidamente las paridades volvieron a disminuir alcanzando valores entre 85% y 65% para la fecha del anuncio del Megacanje.

Entre el anuncio del Megacanje y la fecha en la que finalizó (19 de junio de 2000), las paridades se incrementaron levemente. Sin embargo, el efecto no fue duradero y al empeorar las condiciones económicas, políticas y financieras, las paridades de los bonos comenzaron a bajar rápidamente. En un período de seis meses el precio de los bonos disminuyó en promedio 50% y a comienzos de diciembre del 2000 las paridades se ubicaron entre 45% para los bonos más cortos y 30% para los títulos públicos más largos.

Finalmente, en la última semana de diciembre del 2000, el Gobierno de turno anunció la cesación de pago de los vencimientos de capital e intereses adeudados. Al comienzo, como puede observarse, los bonos registraron un leve incremento en su precio, aumentando su paridad. Sin embargo, al profundizarse la crisis, la tendencia bajista continuó y las paridades volvieron a disminuir hasta alcanzar valores de 25% y 30%. Durante los 100 días posteriores al anuncio del default, las paridades de todos los bonos convergieron a un promedio de 20%

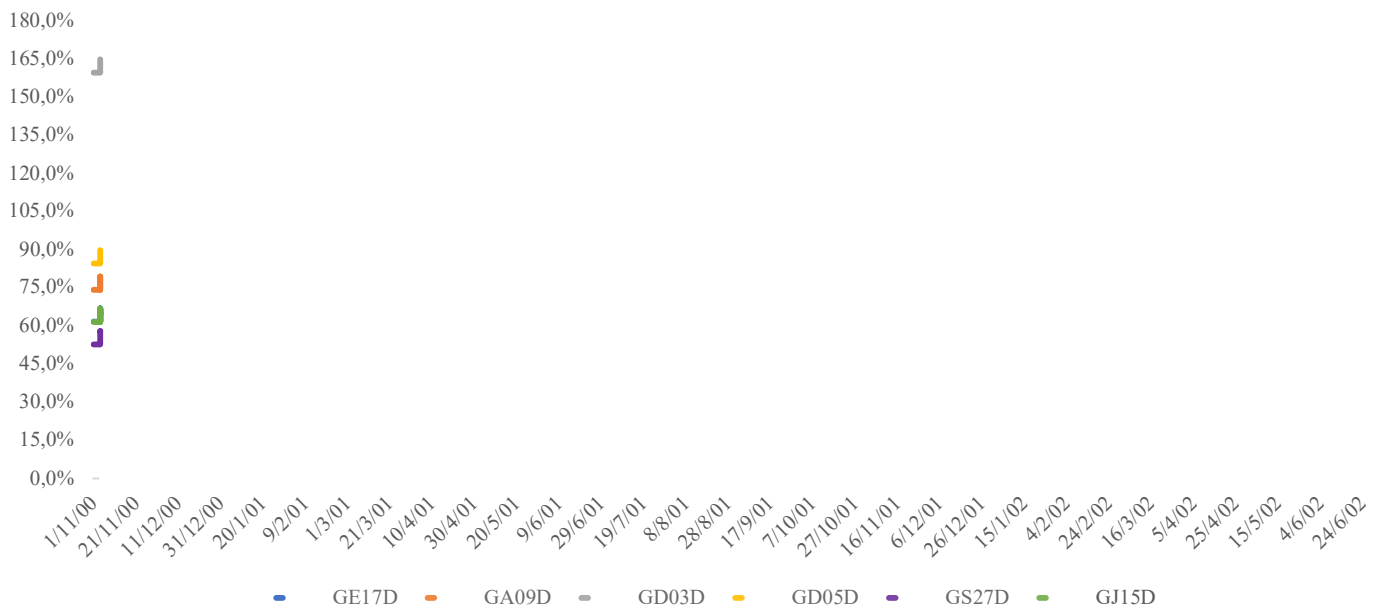
Gráfico N°27: Evolución paridades de bonos emitidos antes del Megacanje



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE

Por su parte, los bonos registraban tasas de descuentos medida por la tasa interna de retorno (TIR) similares, oscilando entre 12% y 14%. Para junio de 2001, dichas tasas se incrementaron a 15% y 21%. Mientras mayor la caída del precio y las paridades de los bonos, la TIR de estos comenzaron a divergir. Tras la declaración del default y alcanzando paridades de 20%, las tasas de los bonos más cortos superaban el 110%, mientras que en los bonos más largos oscilaba entre 55% y 90%.

Gráfico N°28: Evolución TIR de bonos emitidos antes del Megacanje



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE

Como se nombró previamente, los bonos del megacanje se emitieron a un precio de 78,55 para el Global 2008 (GD08D), el Global 2018 (GJ18K) a 73,25 y el Global 2031 (GJ31K) a 70,70. Al incorporarlos junto con los títulos públicos recién analizados podemos observar que los bonos emitidos en el Megacanje se operaron a una tasa similar a la vigente en ese momento en el mercado.

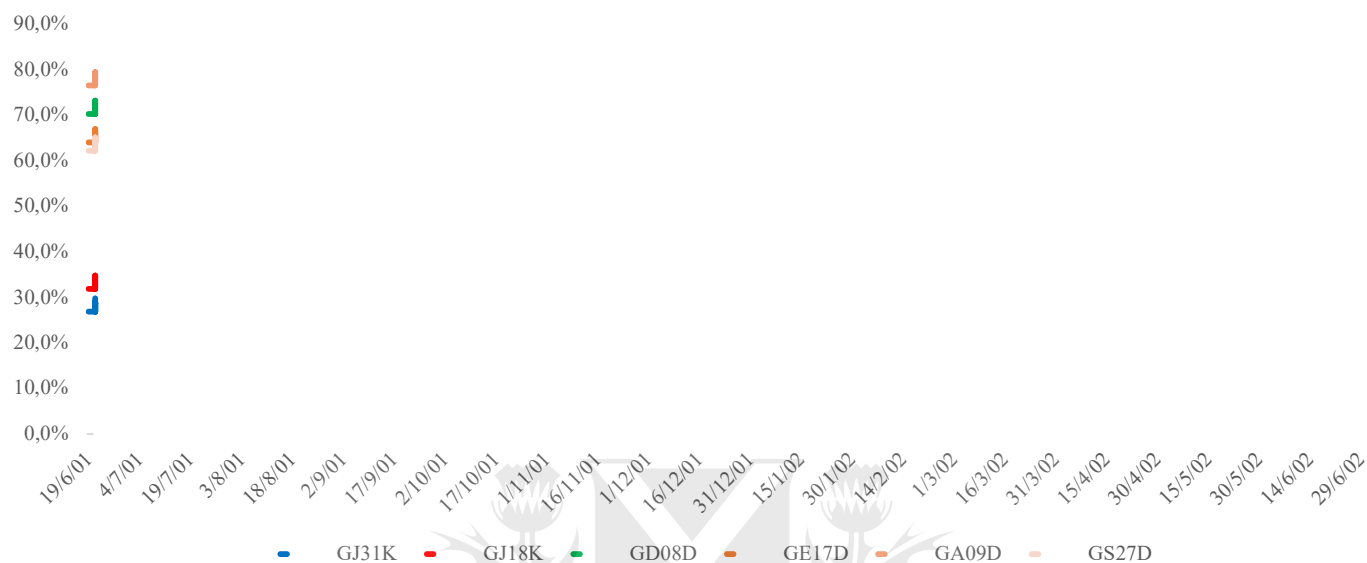
Específicamente, el bono más corto, el Global 2008 (GD08D) salió al mercado con una tasa interna de retorno de 16,77%, el GJ18K operó con una tasa 15,51%, mientras que el GJ31K con una tasa de 14,87%. Por su parte, los bonos previamente emitidos mostraban una tasa de descuento de 16,69% para el Global 2009 (GA09D), el Global 2017 (GE17D) 15,28% y el GS27D con una TIR 14,07%.

De esta manera podemos inferir que en los precios de mercado ya se encontraba embebida la tasa de descuento de los nuevos bonos, debido a que este nivel de tasas se encontraba en el mercado durante varias semanas.

Por otro lado, se observa que con este nivel de tasas (superior al 10%), las dificultades financieras continuaron, y al caer el precio de estos bonos sus respectivas TIR se incrementaron en niveles similares tanto para los títulos previos al canje como los emitidos a causa de este. Sin embargo, posteriormente a la declaración del default, los bonos más largos emitidos en el canje mostraron una divergencia, promediando un nivel de tasas levemente por encima del 30%, mientras que los bonos previos con duration similar como el GS27D operaba con una TIR del 57%.

Esta diferencia puede explicarse por las características del GJ18K y el GJ31K, que poseían un flujo de fondos diferente al resto de los bonos, ya que durante los primeros cinco años no debía afrontar pagos al capitalizarse los intereses hasta junio de 2006.

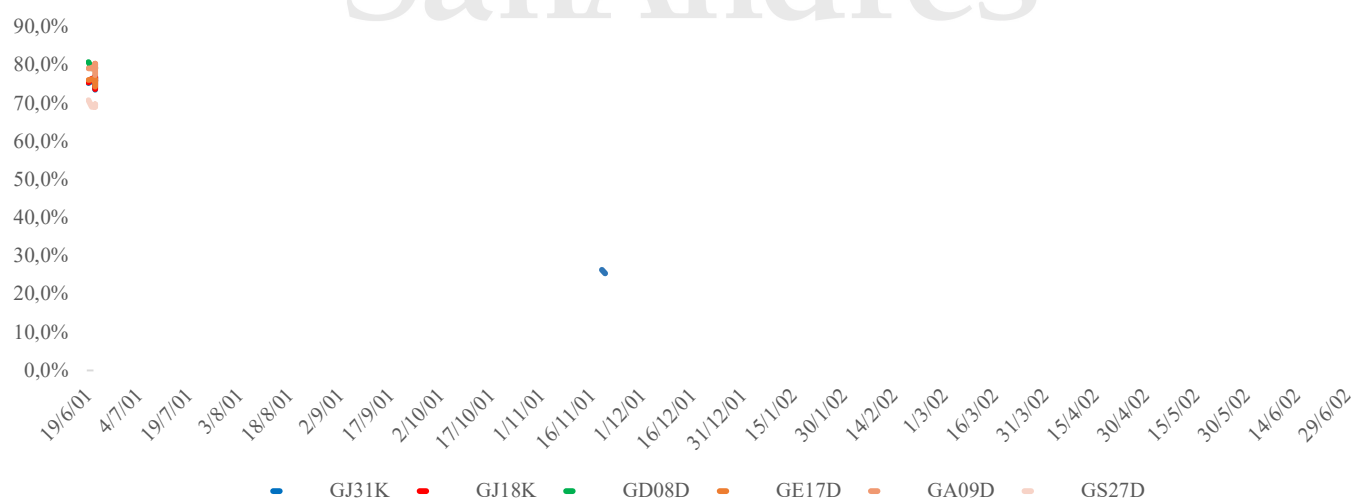
Gráfico N°29: Evolución TIR de bonos emitidos por y antes del Megacanje



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE

En relación con la paridad de los bonos, los nuevos instrumentos emitidos operaron con paridades similares a las registradas por los demás instrumentos en el mercado. Este comportamiento continuó a lo largo de todo el período, incluso luego de declararse la cesación de pagos.

Gráfico N°30: Evolución paridades bonos emitidos por y antes del Megacanje

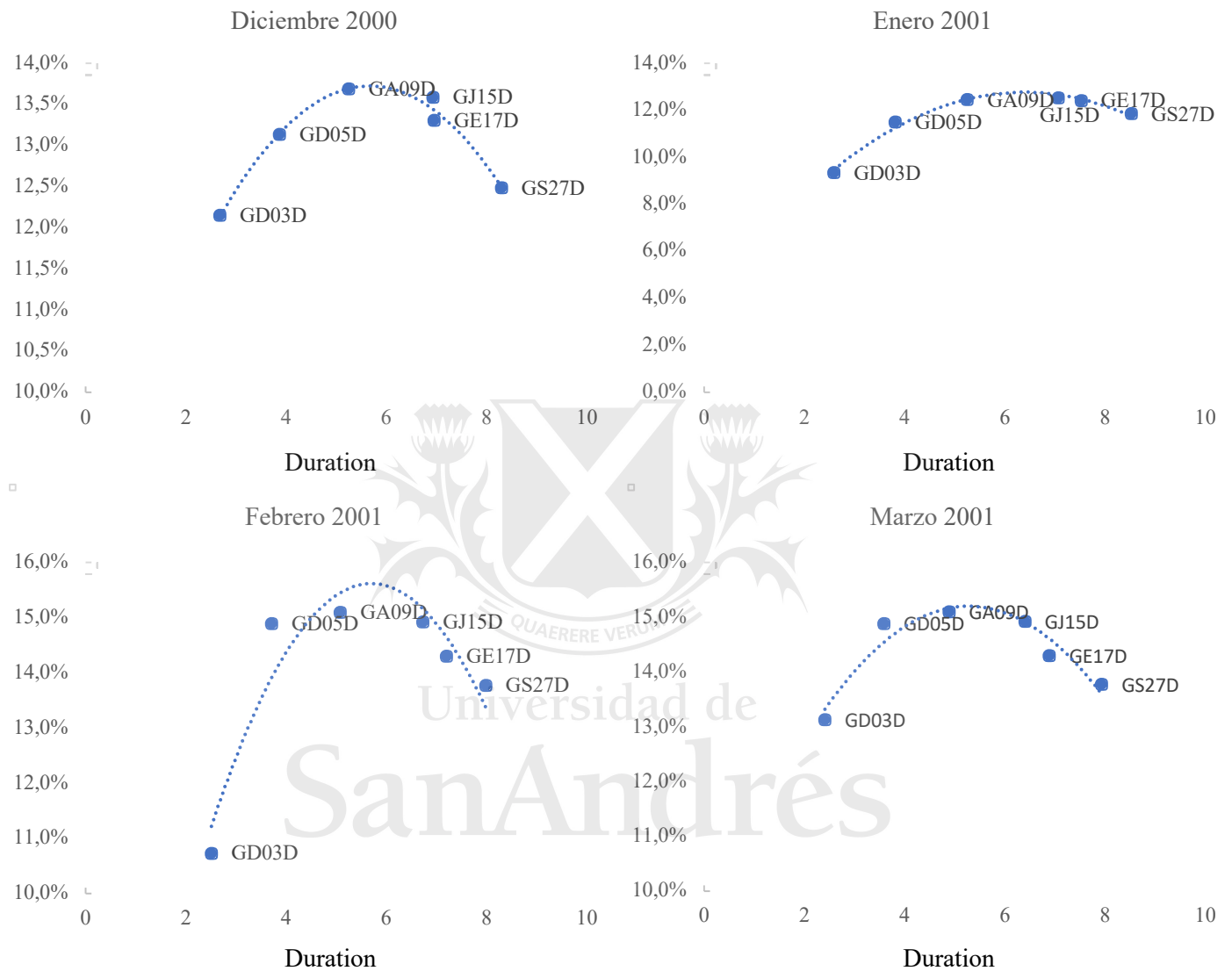


Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE

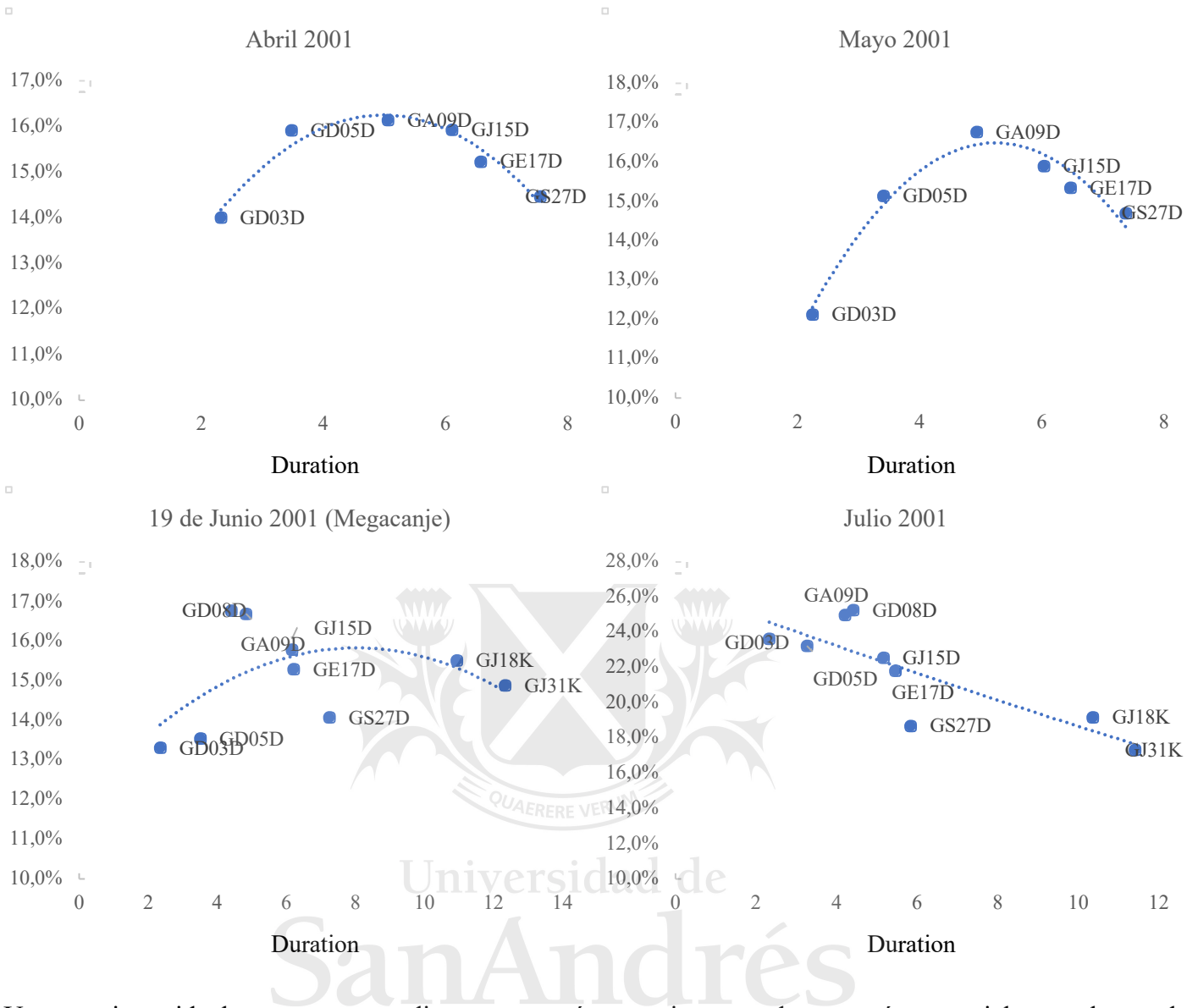
Si observamos la evolución de la curva soberana podemos observar también como el Blindaje otorgó un alivio temporal en los bonos, mostrando una ligera normalización en la curva a fines

de enero del 2001 en comparación con el estrés financiero de diciembre de 2000. En febrero de 2001 la curva comenzó a desplazarse paralelamente al alza, mientras que ya en marzo, los rendimientos del bono más corto eran similares al del título más largo.

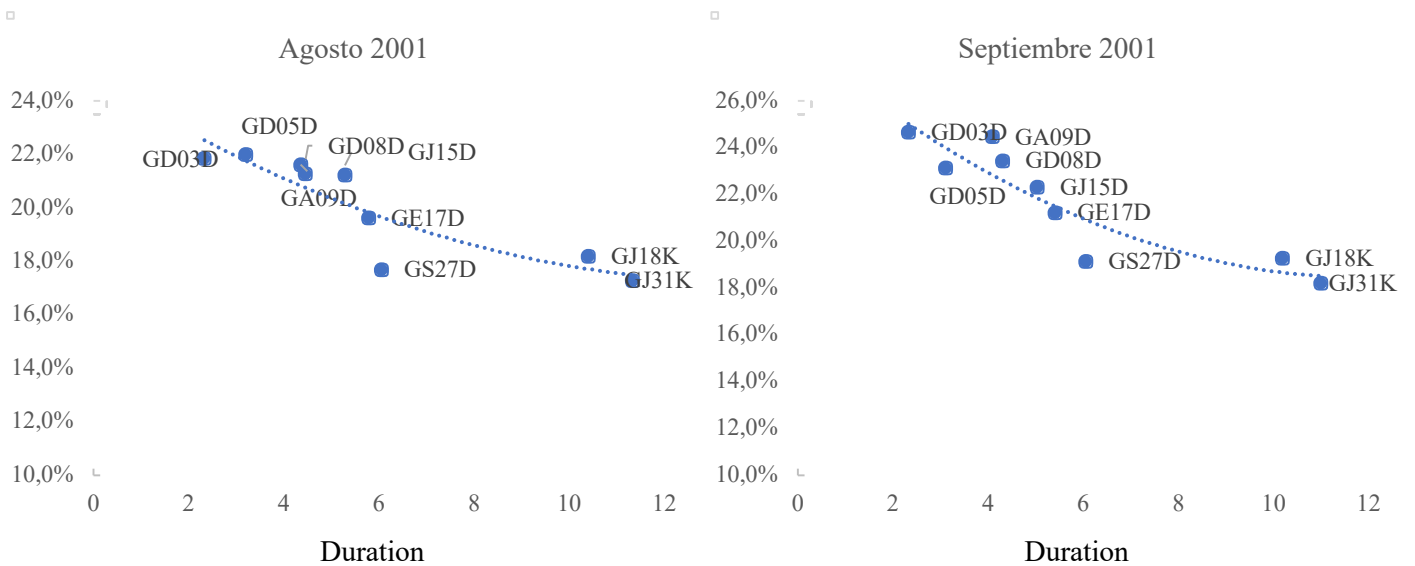
Gráfico N°31: Evolución curva soberana bonos ley extranjera

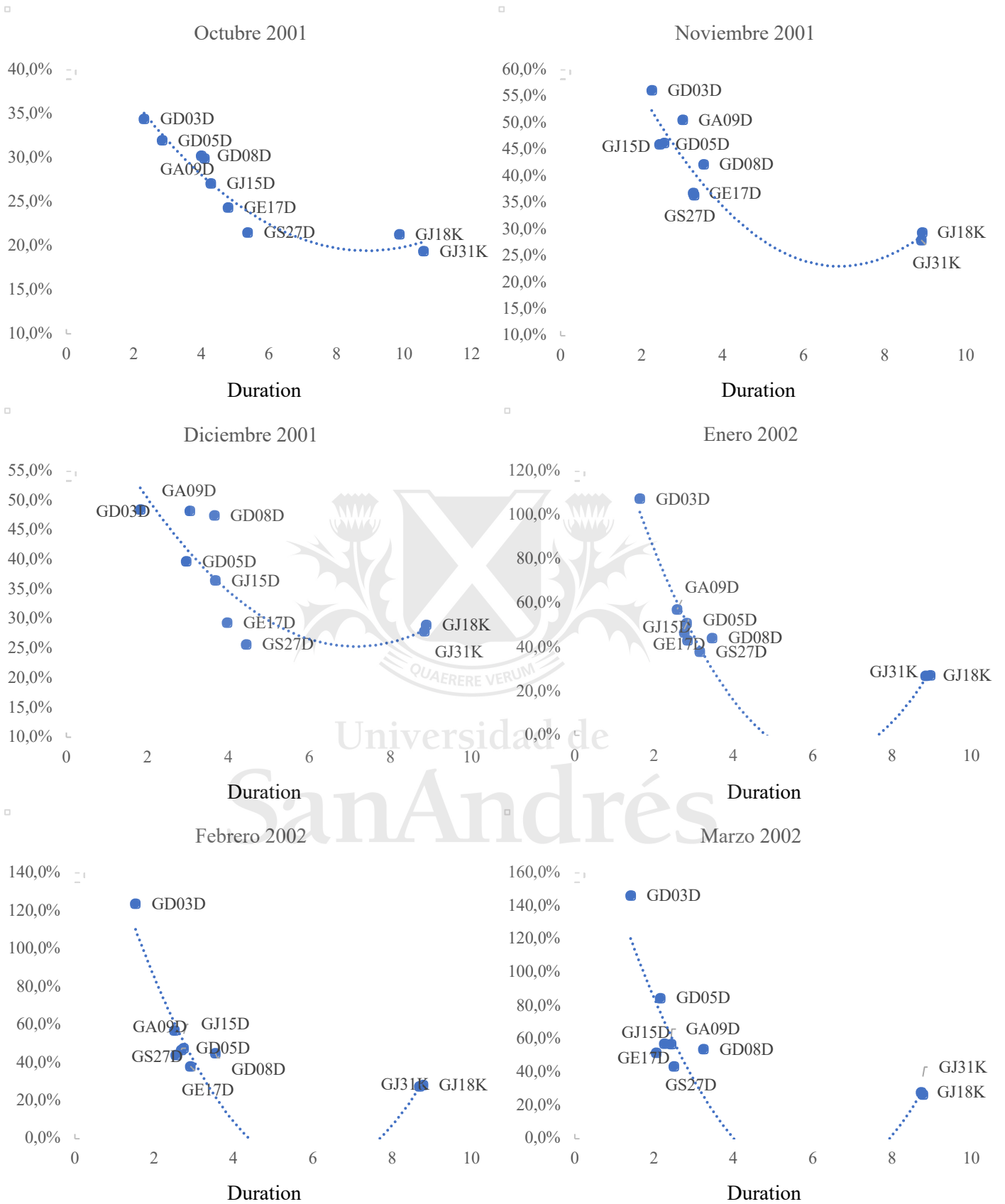


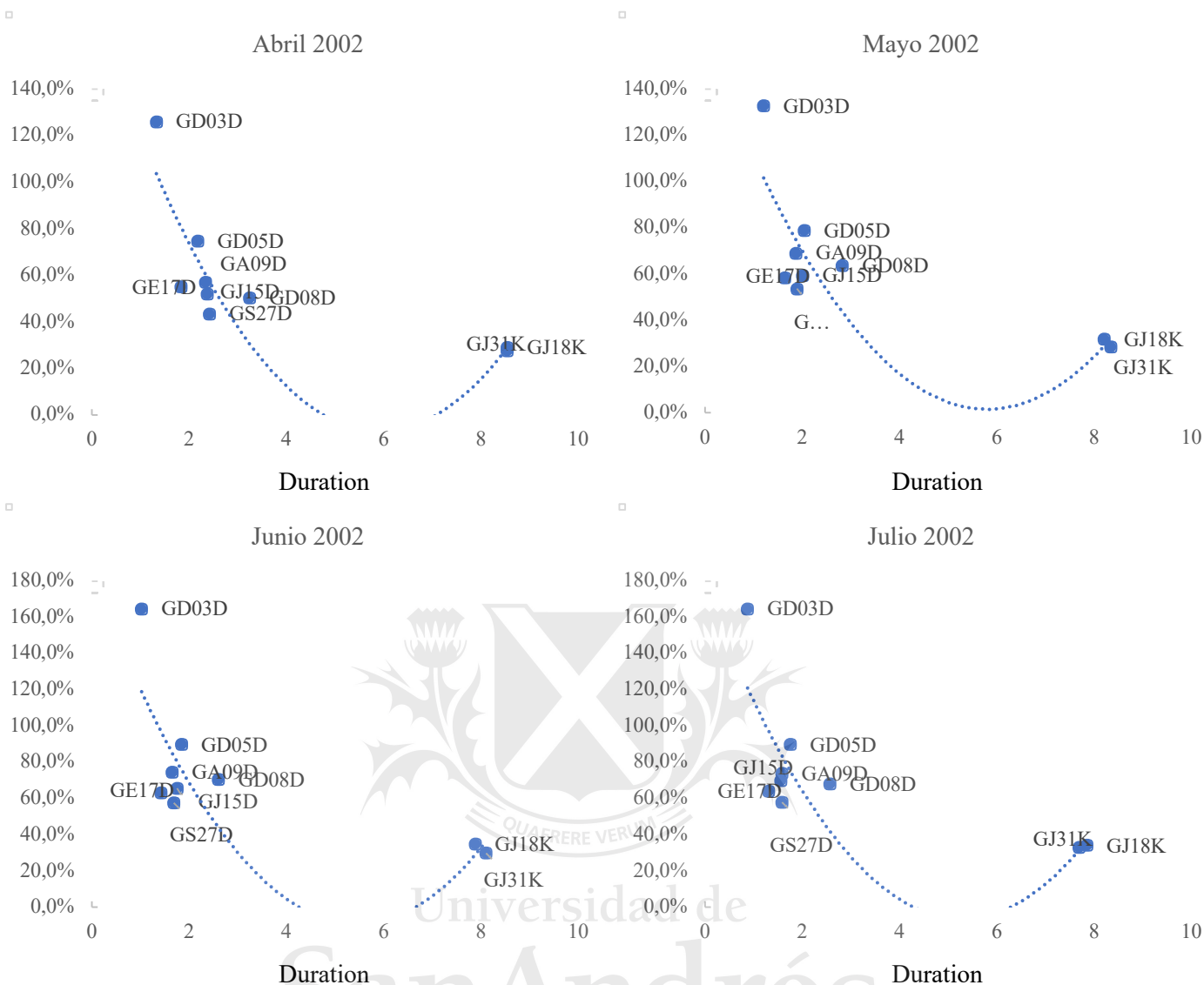
Esta situación se repitió en los meses siguientes hasta la fecha del Megacanje. Un mes después de efectuado el canje de bonos, la curva registró una fuerte inversión, con los bonos cortos rindiendo por encima del 23%.



Una vez invertida la curva, su pendiente comenzó a empinarse cada vez más, especialmente luego de la declaración del default a fines de diciembre de 2001.







Durante este período es posible calcular la probabilidad de default a partir de las cotizaciones de mercado de los distintos bonos. Para ello se decidió proceder con la fórmula descrita por Hull (547) que utiliza el spread de los títulos respecto a la tasa libre de riesgo, debido a que no requiere de una estructura temporal de tasas para descontar los flujos de fondos para el posterior cálculo de la probabilidad de default. En el anexo de este trabajo se encuentra un modelo similar expuesto por Andrea Resti y Andrea Sironi.

Bajo el modelo descrito por Hull, la hazard rate (λ) definida como la probabilidad de default de un período de tiempo condicional a la no existencia de un default previo. Siendo la probabilidad de default acumulada por el período t:

$$Q(t) = 1 - e^{-\bar{\lambda}(t)t}$$

Realizando el cociente del spread (de la TIR del bono y la tasa libre de riesgo) y la pérdida por default representada por $1-R$, siendo R la tasa de recupero por default se obtiene la hazard rate promedio anual del bono.

$$\bar{\lambda}(T) = \frac{s(T)}{1 - R}$$

En este trabajo se calculó la hazard rate para cada bono analizado, calculando el spread como la diferencia entre la TIR del bono y el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense con similar duration. En cuanto a la tasa de recupero (R) se utilizaron valores de 20%, 30% y 40%. Finalmente, una vez obtenida la hazard rate de cada título soberano se realizó un promedio simple con el fin de obtener una sola tasa y calcular la probabilidad de default en el próximo año, como también la probabilidad de default acumulada a 5 y 10 años.

A este análisis se incorporó también como parámetro de comparación la probabilidad de default histórica según la calificación de deuda realizada por la calificadora de riesgo S&P desde 1981 hasta 2019.

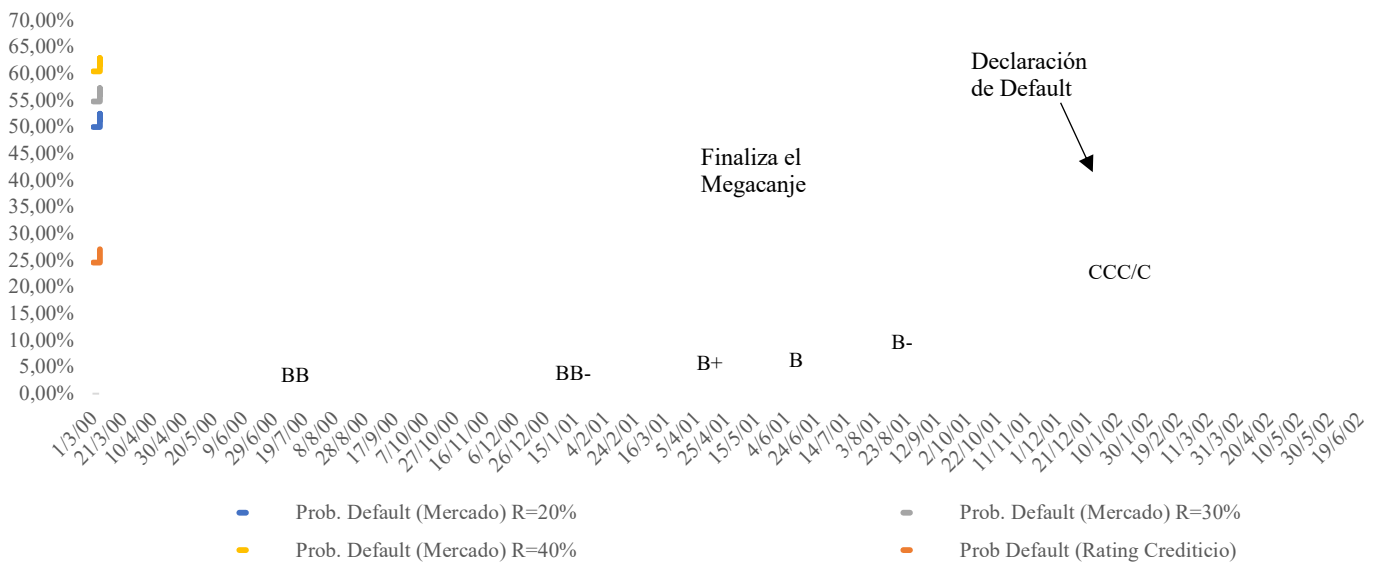
Tabla N°3: Promedio tasas de default acumuladas por Rating

Rating /Año	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AAA	0,00%	0,03%	0,13%	0,24%	0,35%	0,45%	0,51%	0,59%	0,64%	0,70%
AA+	0,00%	0,05%	0,05%	0,10%	0,15%	0,20%	0,26%	0,31%	0,37%	0,43%
AA	0,02%	0,03%	0,08%	0,22%	0,35%	0,48%	0,60%	0,70%	0,79%	0,89%
AA-	0,03%	0,08%	0,17%	0,24%	0,31%	0,42%	0,49%	0,54%	0,59%	0,64%
A+	0,05%	0,09%	0,19%	0,32%	0,42%	0,51%	0,62%	0,73%	0,86%	1,00%
A	0,05%	0,14%	0,22%	0,33%	0,46%	0,63%	0,80%	0,96%	1,15%	1,36%
A-	0,06%	0,17%	0,27%	0,38%	0,53%	0,68%	0,90%	1,06%	1,18%	1,29%
BBB+	0,10%	0,28%	0,50%	0,71%	0,94%	1,20%	1,40%	1,61%	1,87%	2,12%
BBB	0,16%	0,39%	0,62%	0,98%	1,33%	1,69%	2,01%	2,34%	2,67%	3,01%
BBB-	0,25%	0,72%	1,31%	1,96%	2,64%	3,26%	3,81%	4,32%	4,75%	5,11%
BB+	0,31%	0,99%	1,80%	2,63%	3,50%	4,33%	5,03%	5,54%	6,14%	6,73%
BB	0,51%	1,53%	3,02%	4,44%	5,86%	6,99%	8,03%	8,92%	9,76%	10,50%
BB-	0,91%	2,88%	4,97%	7,13%	9,03%	10,84%	12,37%	13,84%	15,02%	16,03%
B+	1,98%	5,41%	8,75%	11,59%	13,81%	15,52%	17,13%	18,54%	19,84%	21,01%
B	3,20%	7,41%	11,11%	14,05%	16,40%	18,50%	19,94%	20,99%	21,98%	23,00%
B-	6,49%	13,39%	18,75%	22,47%	25,18%	27,21%	28,76%	29,86%	30,65%	31,29%
CCC/C	27,08%	36,64%	41,41%	44,10%	46,19%	47,09%	48,26%	49,05%	49,76%	50,38%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de S&P Global Ratings Research y S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

Como se puede observar a continuación a principios del año 2000, la probabilidad de default en el próximo año calculada a partir de las tasas de mercado era de apenas 6,5%. Para junio de 2001, cuando finaliza el Megacanje la probabilidad de default había incrementado a 13% y con el pasar de los meses aumentó a más del 35% cuando se declaró el default a finales del 2001.

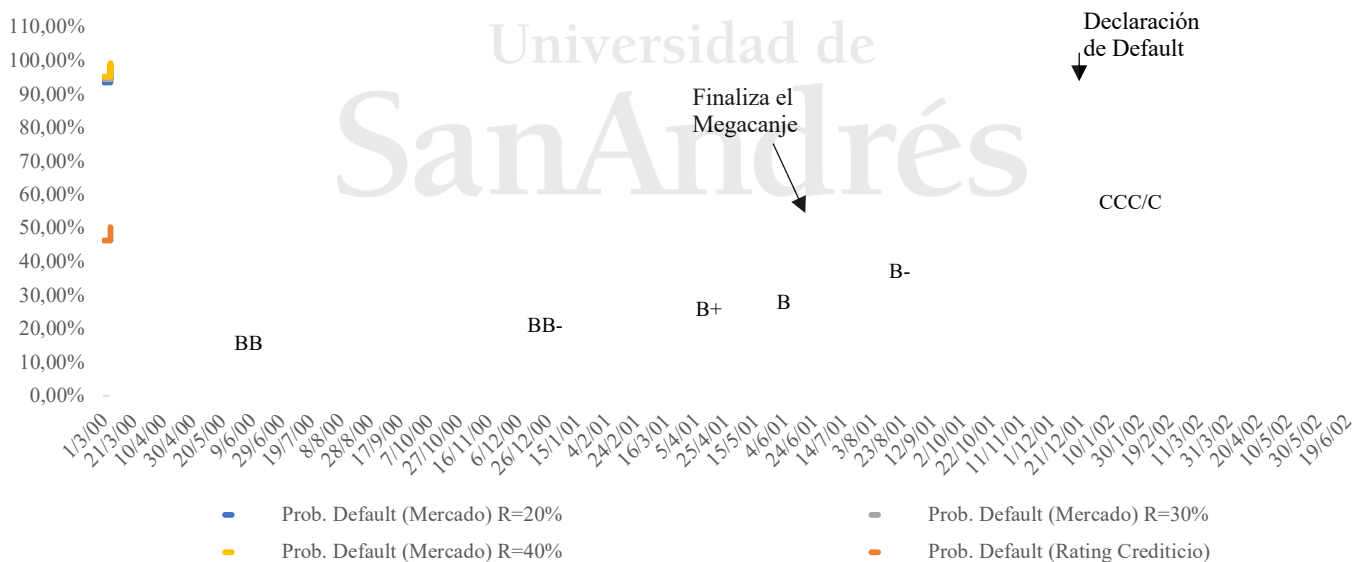
Gráfico N°32: Evolución probabilidad de default a un año



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Por su parte, la probabilidad de default acumulada para los próximos 5 años comenzó en torno al 27% con una tasa de recupero de 20% y 30% para una tasa de recupero de 40%. Para la fecha de finalización del megacanje las mismas habían incrementado a 45% y 50% respectivamente.

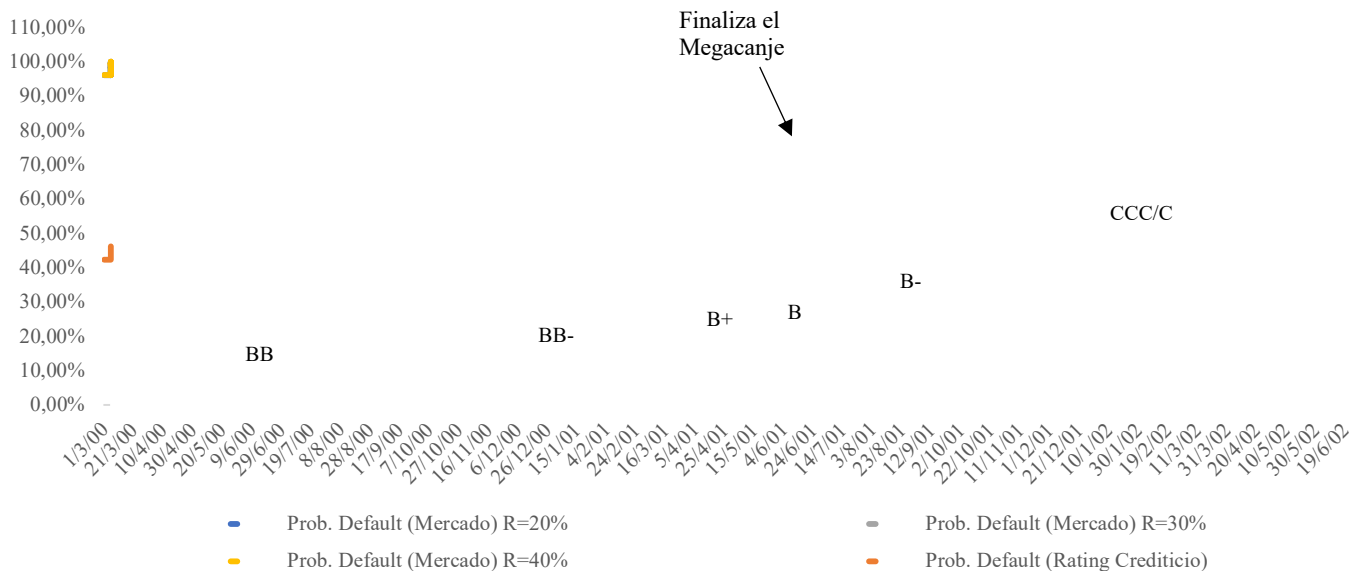
Gráfico N°33: Evolución probabilidad de default acumulada 5 años



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

La probabilidad de default acumulada para los próximos 10 años al momento inmediatamente posterior al Megacanje se ubicaban en torno al 70% y 76% con tasas de recupero de 20% y 40% respectivamente, mostrando que el nivel de spread de tasas de ese momento no era sostenible en el tiempo.

Gráfico N°34: Evolución probabilidad de default acumulada 10 años



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Un factor común que puede apreciarse en los gráficos es que el nivel de probabilidad de default histórico según calificación crediticia se ubica durante este período (repetiéndose en las demás etapas analizadas) ampliamente por debajo de las probabilidades de default obtenidas a través de las cotizaciones de los bonos.

Este hecho puede ser producto de dos situaciones. La primera, que las probabilidad de default históricas suelen ser ampliamente menores a aquellas calculadas a partir del spread de bonos (Hull, 550) teniendo en cuenta que las probabilidades implícitas son mirando al futuro (forward looking) mientras que las históricas son ex-post. La segunda opción puede deberse también a que durante este período la calificación de la deuda soberana argentina no correspondía con la probabilidad de default que reflejaba el mercado.

1.4 NOTICIAS DEL PERÍODO

Desafortunadamente, las noticias sobre el período en cuestión escasean en internet. Entre los medios que se pudo recopilar se encontraron las siguientes noticias y comentarios sobre el Megacanje.

El diario la Nación titulaba el 4 de junio de 2001 “El FMI expresó anoche su satisfacción. El megacanje es por 29.477 millones”, en la que detalla como el Gobierno de turno declaró a la operación como un gran éxito. También añade que el Fondo Monetario Internacional se mostró satisfecho porque "la cantidad de deuda canjeada, mayor de lo esperado, debe permitir una reducción sustancial en los requerimientos de financiamiento bruto hasta el 2005”.

El sitio web del economista José Luis Espert recopiló en su sector de prensa las opiniones de varios economistas realizadas el 7 de mayo de 2001. A continuación se detallan algunas de ellas.

Arturo Porzecansky, Economista jefe del ABN AMRO Bank, comentaba: “Se han tomado una serie de medidas para corregir el déficit fiscal, pero todavía queda el meollo de la cuestión, que es el servicio de la deuda de este año y los que vienen. Ahí es donde viene este canje de bonos de la deuda, que si es muy exitoso va a despejar muchas nubes del horizonte financiero de la Argentina. El megacanje generará un período de calma que le haría muy bien al país. Pero el panorama fiscal es escandaloso, sobre todo en la provincia de Buenos Aires”.

Carlos Rodriguez, Director del CEMA: “Que un deudor insolvente renegocie su deuda no es un triunfo sino una necesidad. Es ganar tiempo porque no podemos pagar. Pero falta el ajuste. El megacanje no se trata de ninguna solución, sino solamente que los acreedores nos dan tiempo para pagar. El blindaje no reactivó y tampoco veo cómo esto va a reactivar.”

Dardo Ferrer, Fundación Mercado: “Esto claramente va a aliviar la carga financiera, nos desahoga, y se hace en un momento que el precio de la deuda es más barato. Lo están haciendo para aliviar carga de deuda y tratar de ganar confianza interna. Pero no creo que la tasa baje demasiado porque el riesgo-país está ligado a un problema estructural argentino que es la falta de ahorro interno. Este megacanje, es sólo una herramienta financiera. La intención del gobierno es generar clima de confianza hacia la inversión argentina.”

Ricardo Delgado, Director Ecolatina: “Era una reestructuración de deuda absolutamente necesaria y demandada por el sistema financiero. Este megacanje es condición necesaria, pero no suficiente para retomar la senda de crecimiento. También creo que estar discutiendo cuatro meses después del blindaje, al cual se le dio tanta trascendencia, la reestructuración de la deuda, demuestra que la Argentina es todavía una economía frágil que sigue sin reaccionar a estímulos internos.”

2. REESTRUCTURACIÓN 2005

2.1 SITUACIÓN MACROECONOMICA

Luego de la declaración del default a finales de diciembre de 2001, la recesión económica que afectaba a la Argentina desde mediados de 1998 se profundizó aún más.

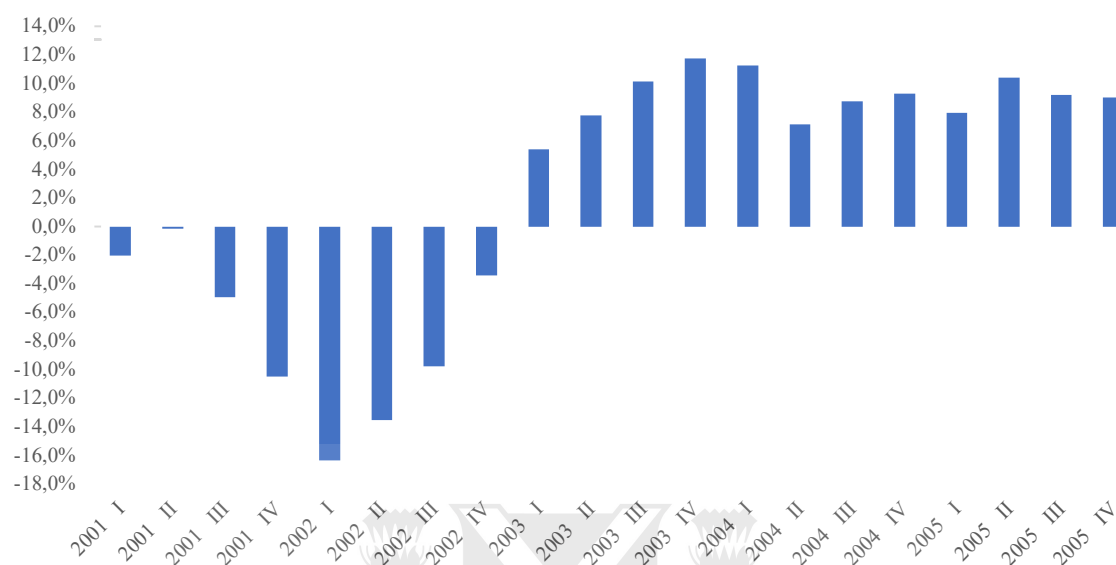
El gobierno presidido por Eduardo Duhalde eliminó la convertibilidad e ingresó en un régimen de libre flotación durante los primeros meses, devaluando la moneda que pasó de un tipo de cambio de 1 a 1 a USD/ARS 1,4 a principios de 2002 y llegó a alcanzar valor máximo de USD/ARS 3,87 en junio.

Luego de la devaluación, se aplicó la pesificación asimétrica de los préstamos y depósitos. Los primeros se llevaron a cabo con una conversión de 1 a 1, mientras que los últimos fueron con un tipo de cambio de 1,4.

En los primeros dos trimestres de 2002 el PIB registró una caída interanual de 16,3% y 13,5%, respectivamente. Al finalizar el año el PIB terminó con una baja de 10,9% respecto al año

previo. Por su parte, desde 1998 hasta finales del 2002, el Producto Interno Bruto acumuló una disminución del 19%.

Gráfico N°35: Crecimiento del PIB trimestral – Variación Interanual



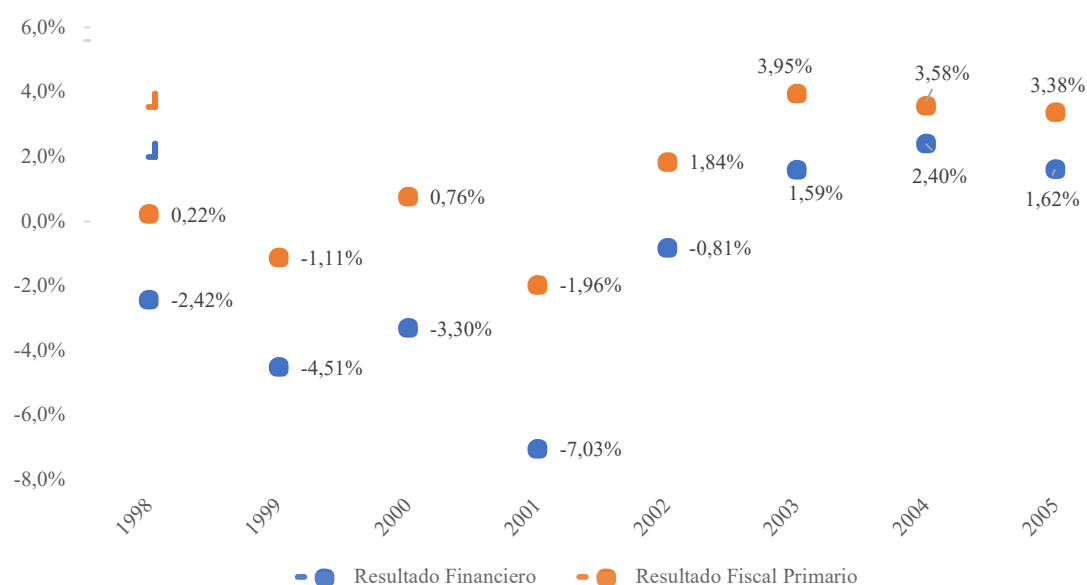
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

A partir del 2003, la economía volvió a un sendero de crecimiento, tras afrontar la que fue una de las peores crisis de su historia. Al primer trimestre del 2005, momento en el que finaliza la reestructuración de la deuda, la economía argentina crecía a un promedio de 8,8% anual.

Producto del ajuste fiscal efectuado durante el gobierno de Duhalde, mediante medidas como congelamiento de salarios, jubilaciones y de las tarifas de servicios públicos y la aplicación de impuestos sobre las exportaciones agrícolas, se logró a partir del 2002 un superávit fiscal primario y financiero, que pudo ampliarse durante los años siguientes.

De esta manera, el resultado financiero que en 2001 arrojó un déficit de 7% del PIB, pudo revertirse a un superávit de 1,62% en 2005, luego de haber alcanzado un valor máximo de 2,4%.

Gráfico N°36: Resultado Fiscal Primario y Resultado Financiero como % del PIB



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

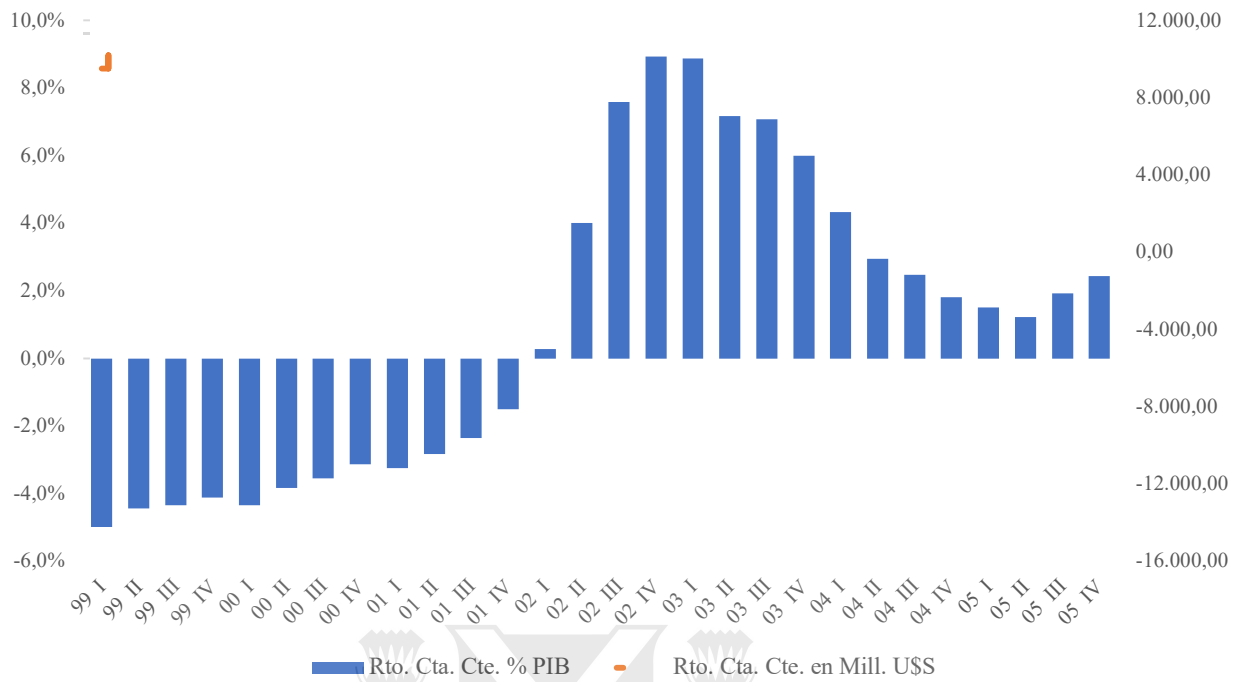
A su vez, las cuentas externas también mostraron una mejora. Si bien en 2001 el déficit de cuenta corriente había disminuido producto del menor nivel de importaciones, a partir del primer trimestre del 2002 se revirtió el resultado pasando a registrar un saldo positivo en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Esto se debió en parte a una mejora en los términos de intercambio producto de la devaluación del peso argentino como también a un incremento en los precios de los bienes exportables. De esta manera, a principios del 2003 el superávit de la cuenta corriente representaba alrededor del 8,9% del PIB.

En los trimestres posteriores el saldo de cuenta corriente disminuyó levemente, pero logró mantenerse con un saldo positivo. Para el primer trimestre del 2005, el superávit de cuenta corriente se ubicaba en alrededor del 1,5% del PIB.

De esta manera, en los primeros años del siglo XXI, la Argentina pudo beneficiarse de la existencia de superávits gemelos. Es decir, un resultado positivo en sus cuentas fiscales y comerciales.

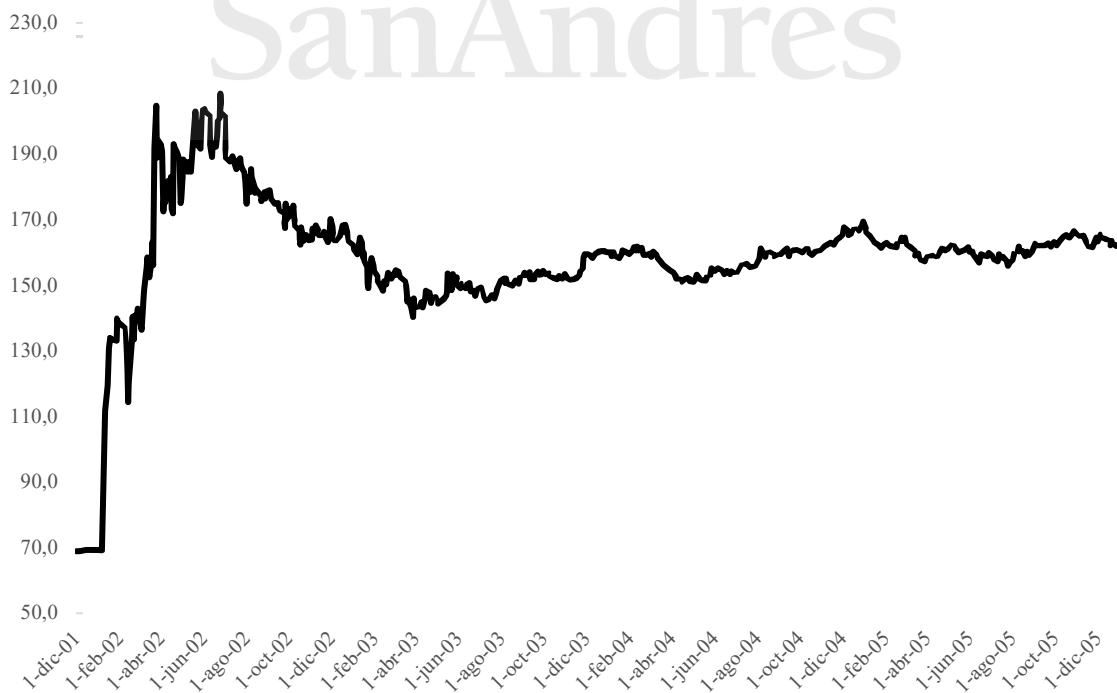
Gráfico N°37: Cuenta Corriente y relación como % del PIB



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

Al efectuarse la devaluación del peso argentino en la salida de la convertibilidad, el tipo de cambio real registró un importante salto y por lo tanto una mejora respecto al resto de los países comerciales. Es decir, la Argentina ahora contaba con un tipo de cambio real mucho más competitivo que en períodos anteriores.

Gráfico N°38: Tipo de Cambio Real Multilateral



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del BCRA

En términos nominales, el tipo de cambio se incrementó rápidamente en los primeros seis meses del 2002 hasta alcanzar un tipo de cambio de USD/ARS 3,87. Luego de alcanzar este valor, el BCRA comenzó a tomar medidas para estabilizar el tipo de cambio, que a partir del 2003 se estabilizó en alrededor de 3 pesos por dólar (USD/ARS 3).

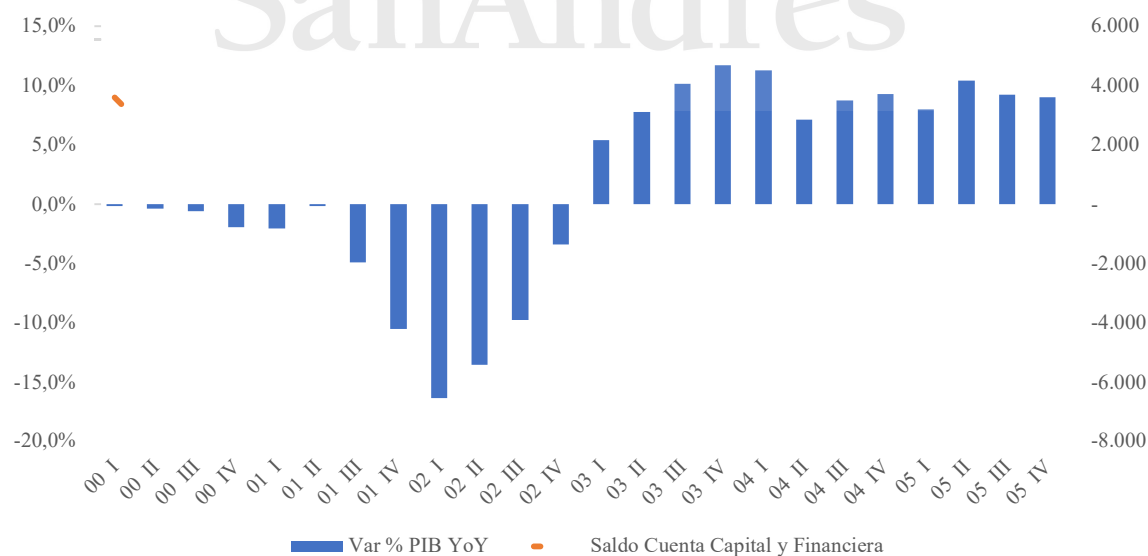
Gráfico N°39: Tipo de Cambio Nominal USD/ARS



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del BCRA

A medida que la economía comenzó a mostrar señales de recomposición tras la fuerte crisis sufrida, el flujo de los fondos de la cuenta de capital y financiamiento comenzó a revertirse lentamente, pasando de un saldo negativo a uno positivo para mediados del 2004, señalando el regreso de capitales al país.

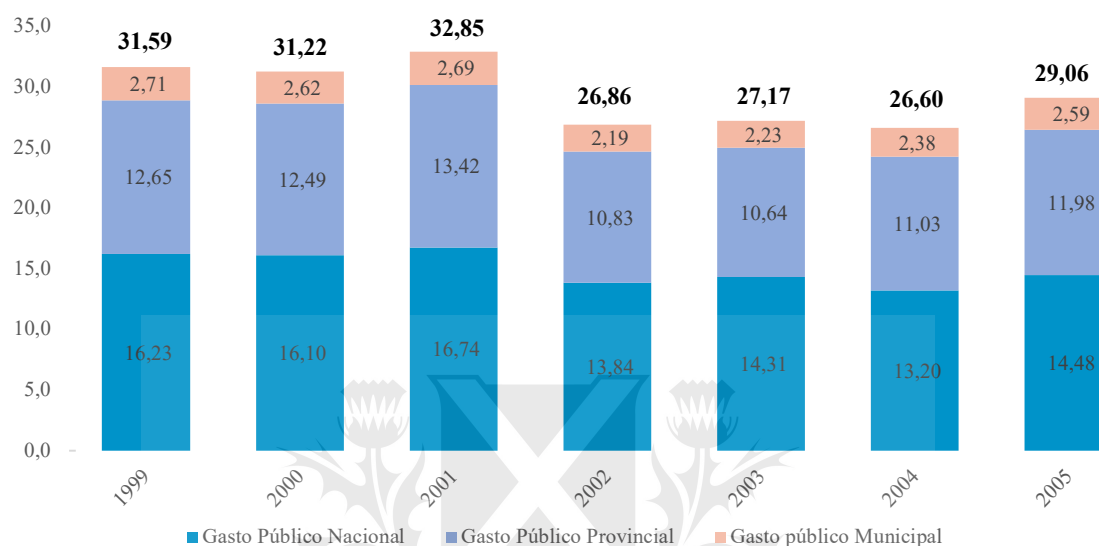
Gráfico N°40: Cuenta Capital y Financiera en millones de dólares



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Con respecto al gasto público, el ajuste realizado en 2002 con el gobierno de Duhalde permitió una importante reducción de 6 puntos porcentuales (p.p.) para ubicar al gasto público consolidado en 26,86% del Producto Interno Bruto. Este nivel se logró mantener en promedio hasta 2005. En dicho año, el gasto público subió casi 3 p.p. a 29,06%, su valor más alto desde 1998.

Gráfico N°41: Gasto Público consolidado como porcentaje del PIB



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

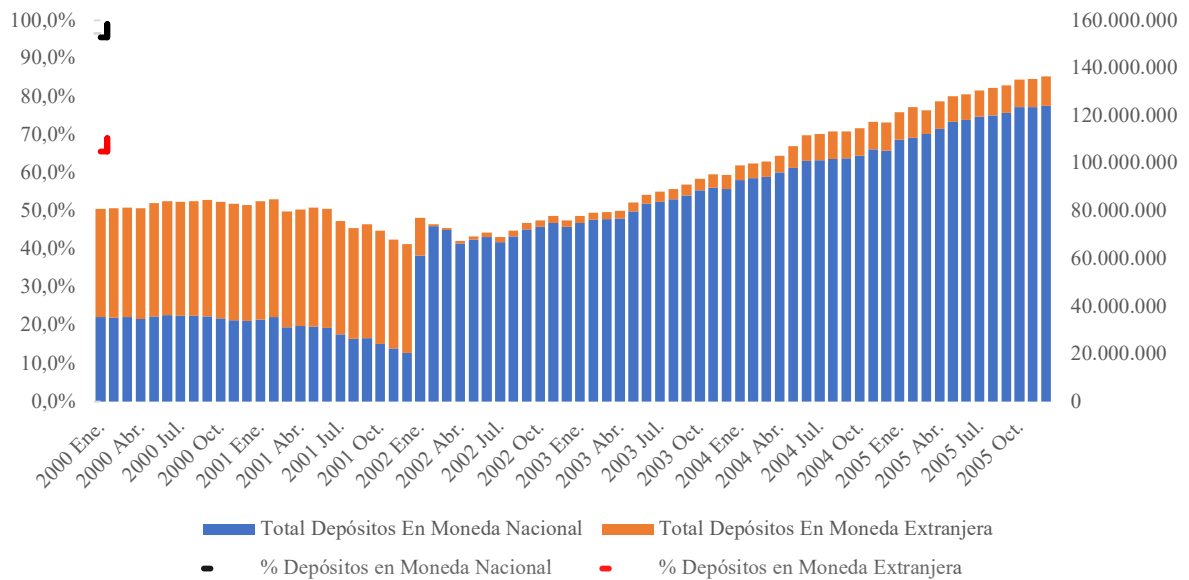
Como se nombró anteriormente, luego de la devaluación de la moneda, el Gobierno implementó la pesificación asimétrica de los depósitos y créditos del sistema financiero, que fueron seguidos por su congelamiento, impidiendo su retiro voluntario y reprogramando su devolución a mayores plazos. A este proceso se lo denominó como “corralón”

Producto de la pesificación asimétrica, la cantidad de depósitos en moneda nacional se incrementó rápidamente pasando de representar en diciembre del 2001 el 30% del total de los depósitos en el sistema financiero al 98% en febrero del 2002.

Este nivel de representatividad de los depósitos en pesos argentinos se mantuvo en los años siguientes dentro de estos niveles, promediando el 90% del total de los depósitos en el sistema financiero.

Luego de la pesificación durante los primeros tres meses del 2002, la cantidad de depósitos comenzó a disminuir a pesar de que todavía se encontraba en vigencia el corralito. Durante este período se retiraron 9.500 millones de pesos del sistema financiero.

Gráfico N°42: Total Depósitos en sistema financiero (en miles de pesos argentinos)

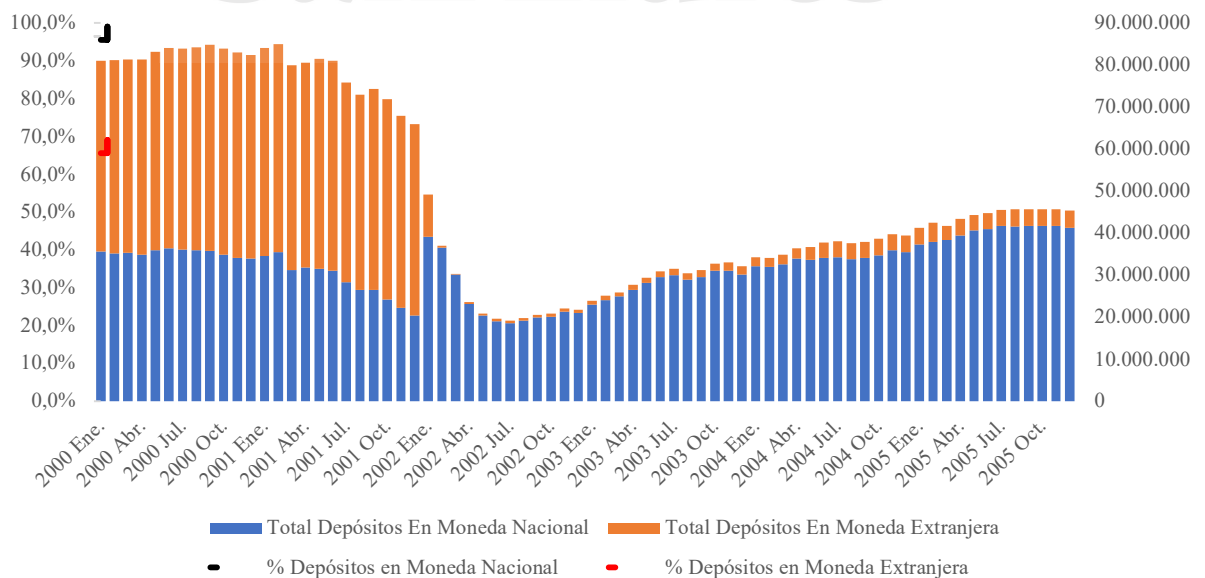


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Para mediados del 2003, la cantidad de depósitos totales en el sistema financiero medido en moneda nacional había igualado los niveles alcanzados en el año 2000 antes de la profundización de la crisis económica.

Sin embargo, si medimos la cantidad de depósitos en moneda extranjera en función del tipo de cambio mayorista provisto por el Banco Central mediante la comunicación A “3500” se puede observar que el total de depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero equivalían a la mitad de los niveles alcanzados durante la convertibilidad.

Gráfico N°43: Total Depósitos en sistema financiero (en miles de dólares)

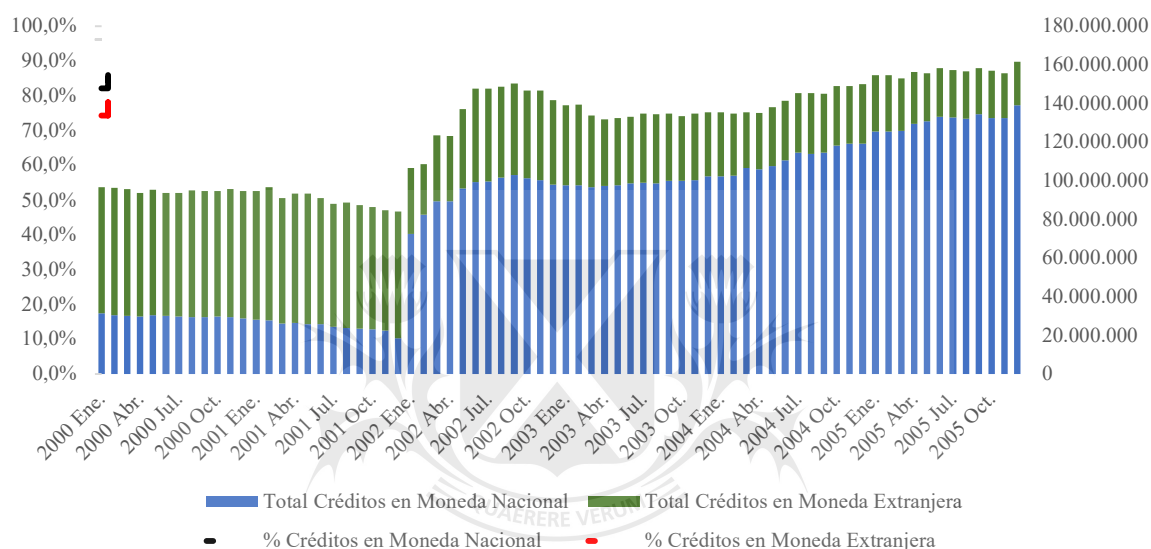


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Los créditos otorgados sufrieron un destino similar. Con la pesificación los créditos en moneda extranjera pasaron de representar el 78% del total de los préstamos en diciembre del 2001 al 24% en febrero de 2002.

En los años posteriores este nivel se fue reduciendo hasta alrededor del 15% del total de los créditos. Por lo que luego de la convertibilidad la mayoría de los préstamos se otorgaban en moneda nacional. Esto fue producto de las nuevas normativas del Banco Central de la Republica Argentina respecto al otorgamiento de nuevos créditos en moneda extranjera.

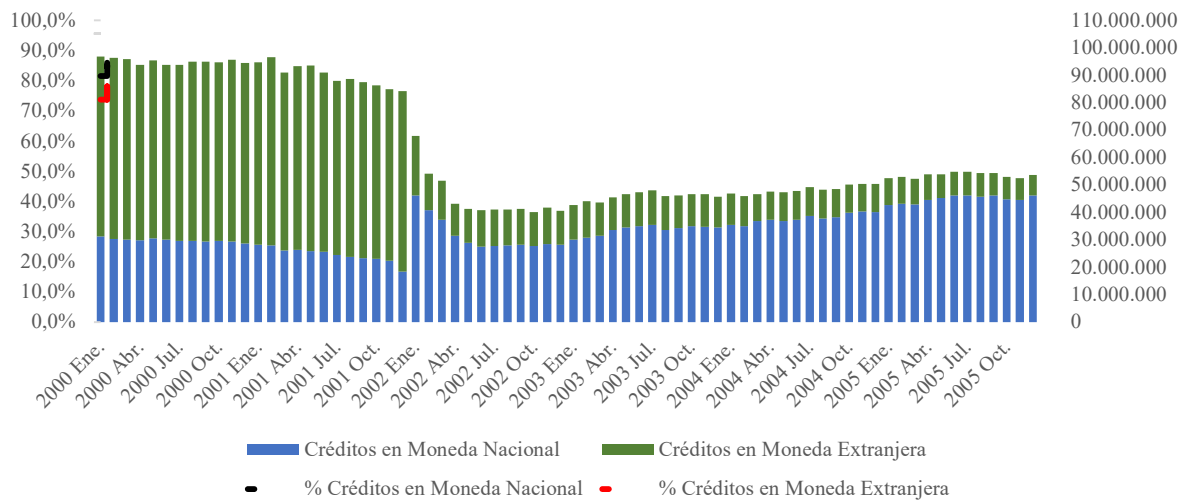
Gráfico N°44: Total Créditos del sistema financiero (en miles de pesos argentinos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

El total de créditos otorgados medidos completamente en moneda nacional rápidamente regresaron a los niveles del año 2000. Sin embargo, al medir la cantidad total de préstamos del sistema financiero en dólares por el tipo de cambio mayorista promedio mensual publicado por el BCRA se puede observar que para el año 2005 la totalidad de créditos representaban la mitad de los préstamos registrados durante el 2000.

Gráfico N°45: Total Créditos del sistema financiero (en miles de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Al profundizarse la crisis económica en 2002, las reservas internacionales continuaron disminuyendo, incluso después de haberse declarado el default. El retiro durante los primeros tres meses del año por un total de 9.500 millones de pesos de los depósitos del sistema financiero fue transformado en dólares, lo que explica en parte el incremento del tipo de cambio durante este período y la pérdida de las reservas internacionales. (Cavallo, 411)

En los primeros seis meses del 2002, las reservas internacionales disminuyeron en 5.000 millones de dólares llegando a un poco menos de 10.000 millones de dólares, estabilizándose en este nivel durante los meses siguientes.

A comienzos del 2003, el Banco Central comenzó a acumular reservas internacionales gracias a la existencia del superávit de cuenta corriente producto del incremento de las exportaciones gracias a un tipo de cambio más competitivo y un incremento de la actividad comercial. También tuvo un impacto positivo en las reservas internacionales el saldo positivo en la cuenta de capital y financiera a partir del 2004. (Kiguel, 119)

De esta manera, las reservas internacionales que habían alcanzado un nivel de casi 10.000 millones de dólares se incrementaron a 20.000 millones para principios del 2005.

Gráfico N°46: Reservas Internacionales (en millones de dólares)



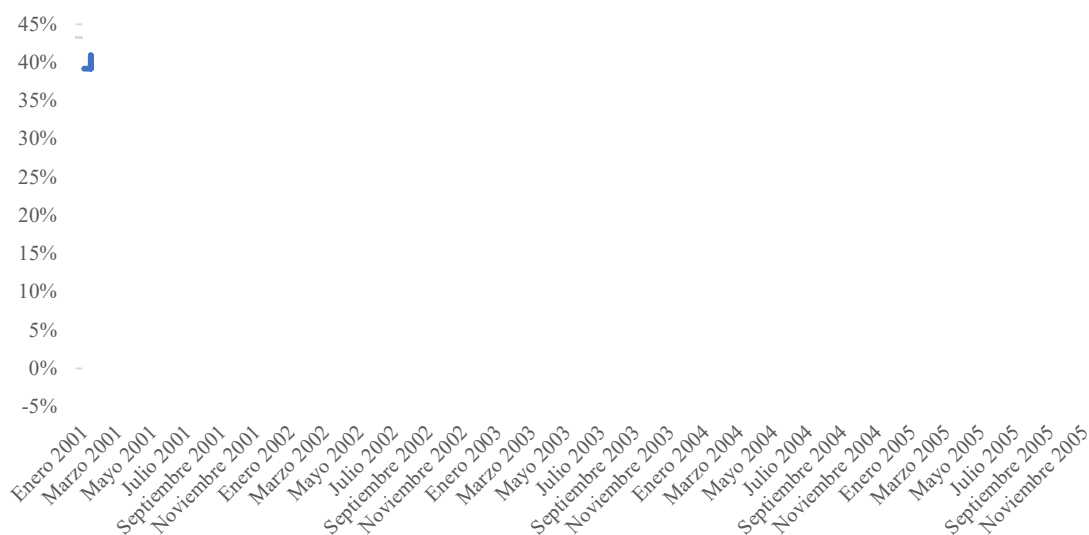
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

En relación a la inflación, durante el 2002 los precios registraron un importante incremento producto en gran parte por aumento del tipo de cambio. De esta manera, la economía pasó de un proceso deflacionario en 2001 a una inflación que se aceleró en los meses siguientes, pasando de una inflación interanual de 4% en febrero de 2002 a 32% interanual para julio de 2002. En diciembre del 2002, la inflación había llegado al 40%.

Con la estabilización del tipo del cambio y una posterior apreciación del peso, junto a políticas monetarias restrictivas, la inflación logró disminuir el año siguiente. Ya en agosto de 2003 la inflación se ubicaba en torno al 7% interanual.

En los años posteriores la inflación creció paulatinamente, mientras que la economía también se expandía en niveles importantes. Para el 2005 la inflación se ubicaba en torno al 12,3% anual.

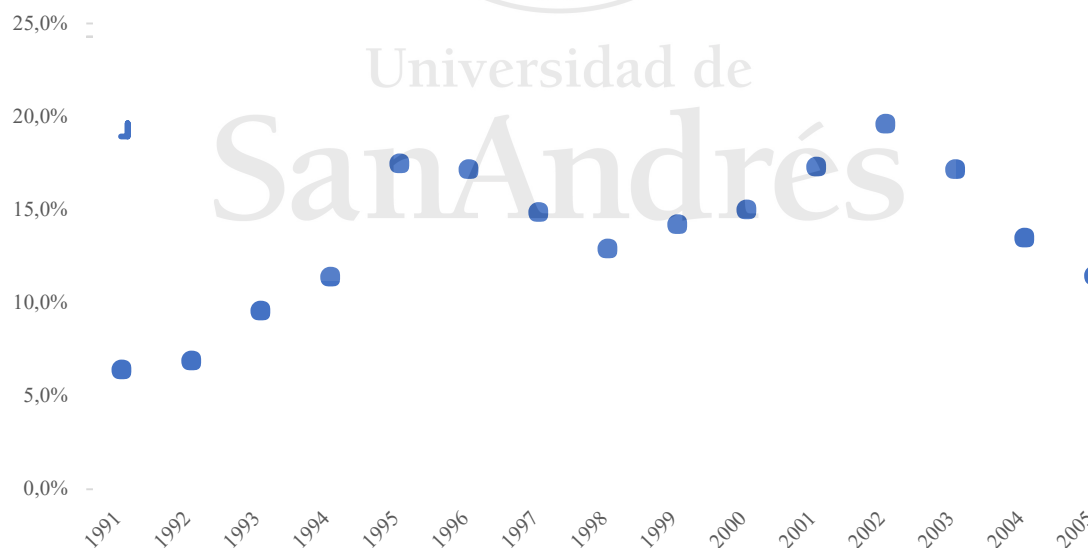
Gráfico N°47: Índice Precios al Consumidor: Variación porcentual interanual



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Al profundizarse la crisis en 2002, la tasa de desempleo aumentó nuevamente hasta alcanzar alrededor del 20%, su valor más alto en los últimos 20 años. Al reactivarse la economía, dicha cifra fue disminuyendo conforme aumentaba la actividad económica. Para el 2005 la tasa de desempleo había disminuido al 11,5%, su valor más bajo desde 1994.

Gráfico N°48: Tasa de desempleo

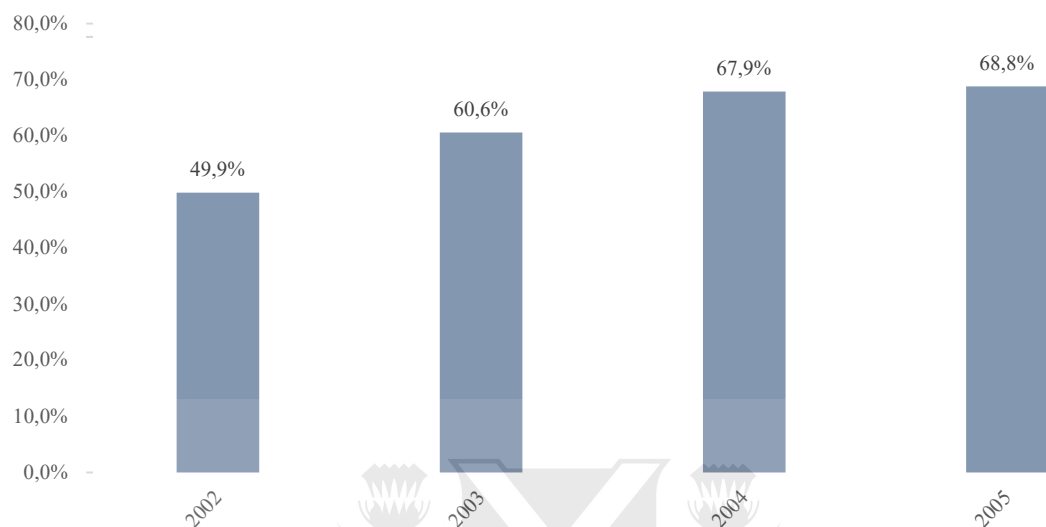


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

De forma similar, la utilización de la capacidad instalada industrial había disminuido en 2002 a 49,9%, lo que significaba que más de la mitad de la capacidad del sector industrial se encontraba ocioso.

Al retomar en 2003 un sendero de crecimiento económico, la utilización de la capacidad instalada se incrementó rápidamente al 60%, dicha tendencia se mantuvo en los años siguientes alcanzado en 2005 una utilización del 68,8%.

Gráfico N°49: Utilización de capacidad instalada



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Cronista

En línea con las demás variables, el índice de confianza del consumidor registró una importante mejora luego de alcanzar valores mínimos durante la crisis del 2002. Durante las negociaciones por la reestructuración de la deuda la confianza del consumidor se ubicaba en uno de sus niveles más altos, luego del máximo registrado en febrero del 2004.

Gráfico N°50: Índice de Confianza del Consumidor

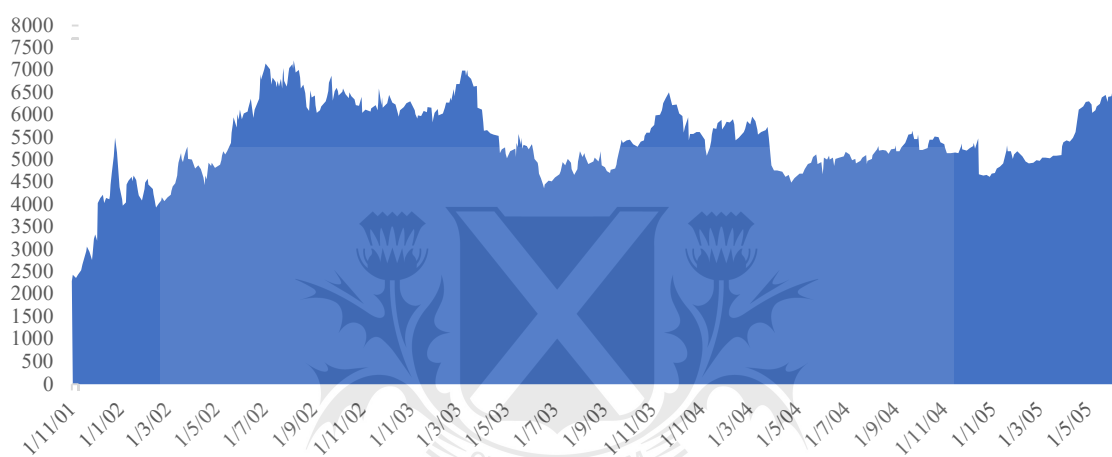


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Universidad Torcuato Di Tella

En diciembre de 2001 el Riesgo País se ubicaba cercano a los 4400 puntos, producto de la inestabilidad política que terminó en la renuncia del presidente De la Rúa, la crisis económica y las expectativas de una pronta cesación de pagos. Finalmente, tras la declaración oficial del default el riesgo país se incrementó a los 5400 puntos.

Durante el período de 3 años en que el país se mantuvo en default y fuera de los mercados financieros internacionales, el riesgo país se mantuvo oscilando entre los 5.000 y 6.000. Alcanzando como valor más bajo los 4.500 puntos ante los distintos rumores y noticias respecto a una reestructuración de deuda.

Gráfico N°51: Riesgo País medido por el EMBI+Argentina



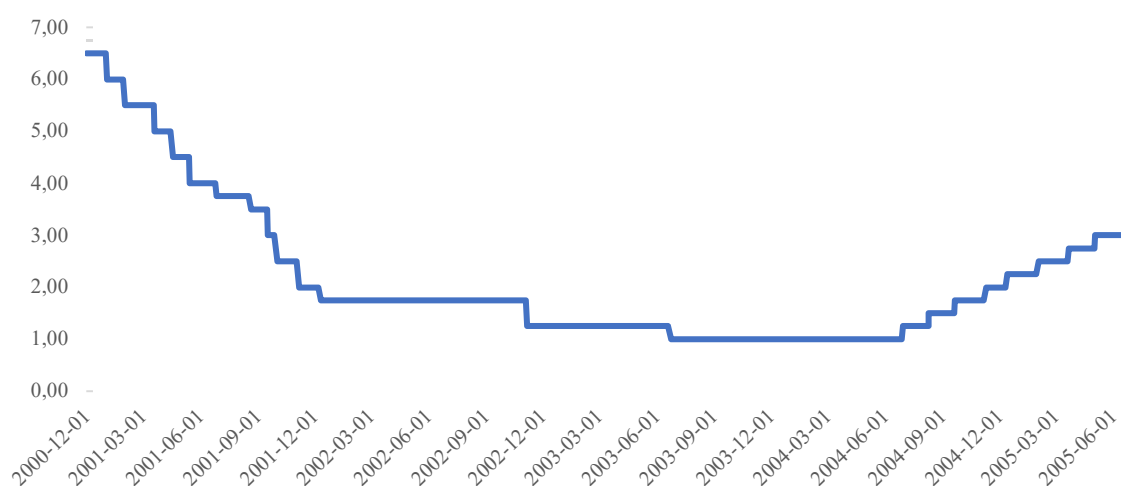
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ambito.com

2.2 CONTEXTO EXTERNO

En los primeros dos años luego que la Argentina declarara la cesación de pagos, la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) disminuyó su tasa de interés de referencia desde su nivel de 6,5% registrado en el año 2000 a tan solo 1% para mediados del 2004, producto de una política monetaria expansiva con el fin combatir los efectos de la recesión económica generados tras el estallido de la “Burbuja.com” en el 2001.

A partir de julio del 2004, la Fed comenzó un ciclo de suba de tasas que para junio del 2005 (fecha en la que los bonos de la reestructuración salieron al mercado) terminaron ubicándose en 3%. Es decir, que en casi 12 meses la Reserva Federal incrementó su tasa de interés de referencia en 200 puntos básicos.

Gráfico N°52: Tasa Fed Fund



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Bank of Saint Louis

A su vez, la economía estadounidense acumulaba tres años consecutivos de crecimiento económico, terminando el 2004 con una expansión del PIB de 6,59% respecto al año anterior.

El retorno del bono del Tesoro norteamericano a 10 años que en 2001 había alcanzado un nivel de 5%, registró un 2003 un valor mínimo de 3%. Para el período en el cual se llevó a cabo la reestructuración la tasas de retorno se ubicaba entre 4% y 4,5%.

Gráfico N°53: Retorno del bono del Tesoro norteamericano a 10 años



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Bank of Saint Louis

Por su parte, el dólar estadounidense, que en 2001 había registrado su valor más alto desde 1985, había comenzado a debilitarse y para comienzos del 2005 había alcanzado su nivel más bajo desde 1995, lo cual favorece especialmente a los países emergentes orientados a la exportación de commodities.

Gráfico N°54: Índice DXY



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Investing.com

Con la disminución del valor del dólar, los commodities comenzaron a registrar un importante ciclo de crecimiento. El índice de agricultura aumentó su valor alrededor de 42% desde los mínimos del 2001, alcanzando así su valor más alto desde 1997.

Este incremento en el precio de los commodities agrícolas junto con un tipo de cambio competitivo proporcionó un mayor caudal de ingresos en las exportaciones.

Gráfico N°55: Índice de Agricultura (datos mensuales en dólares – Base 2010=100)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

2.3 SITUACIÓN DE LA DEUDA

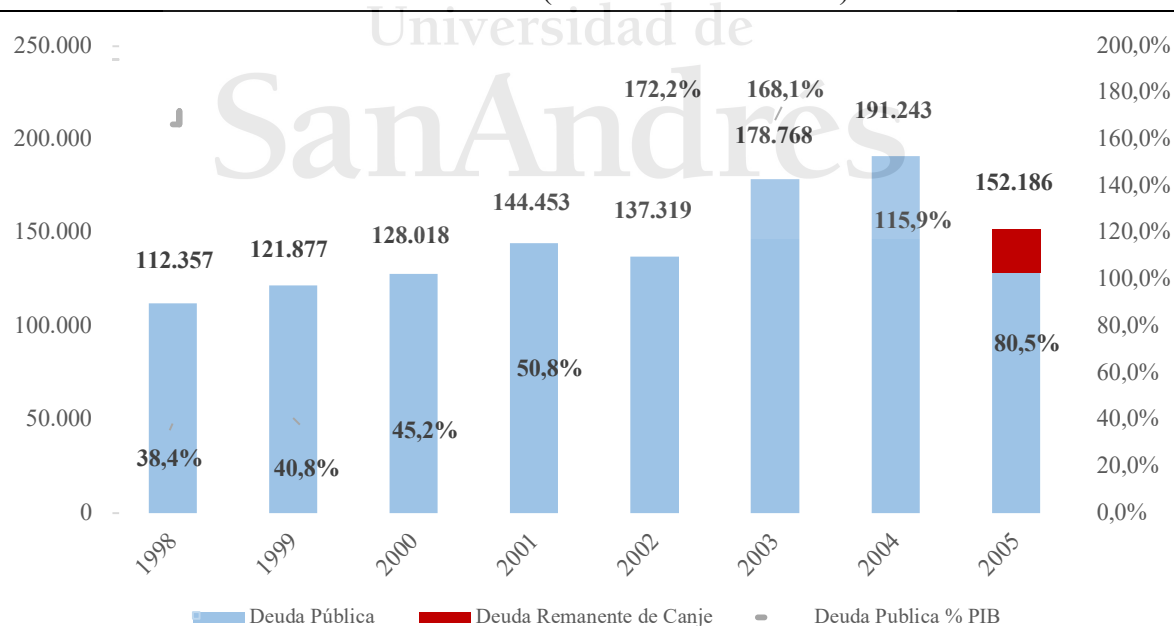
En los años que siguieron a la declaración de cesación de pagos por alrededor de 82.000 millones de dólares hasta la reestructuración lograda en 2005, la deuda pública total registró un incremento total de un poco más de 46.000 millones de dólares.

De esta manera, para finales del 2004, la deuda pública total paso de 144.453 millones de dólares a 191.290 millones de dólares. Este aumento se justifica por la emisión de nuevos bonos garantizados para la conversión de la deuda provincial (decreto N° 1579/2002), la emisión de bonos por la compensación a los ahorristas por la confiscación y pesificación de los depósitos en el 2002.

En relación a la proporción de deuda respecto al PIB, la misma se había incrementado fuertemente a 172% para el 2002, producto de contracción económica y la devaluación implementada. Para el 2004 esta relación había disminuido a 115% a pesar del aumento del nivel de deuda pública, que fue compensado por la expansión del PIB.

Con el logro de la reestructuración realizada en 2005, el nivel total de deuda había disminuido casi 40.000 millones de dólares a 152.186 millones de dólares para finales de ese año, contabilizando los 23.556 millones de dólares (incluyendo intereses) que quedaron sin acordar durante la propuesta de canje de ese año. Con este resultado, el ratio de deuda pública total en función del PIB había disminuido al 80,5%.

Gráfico N°56: Deuda Pública Total Bruta (en millones de dólares)

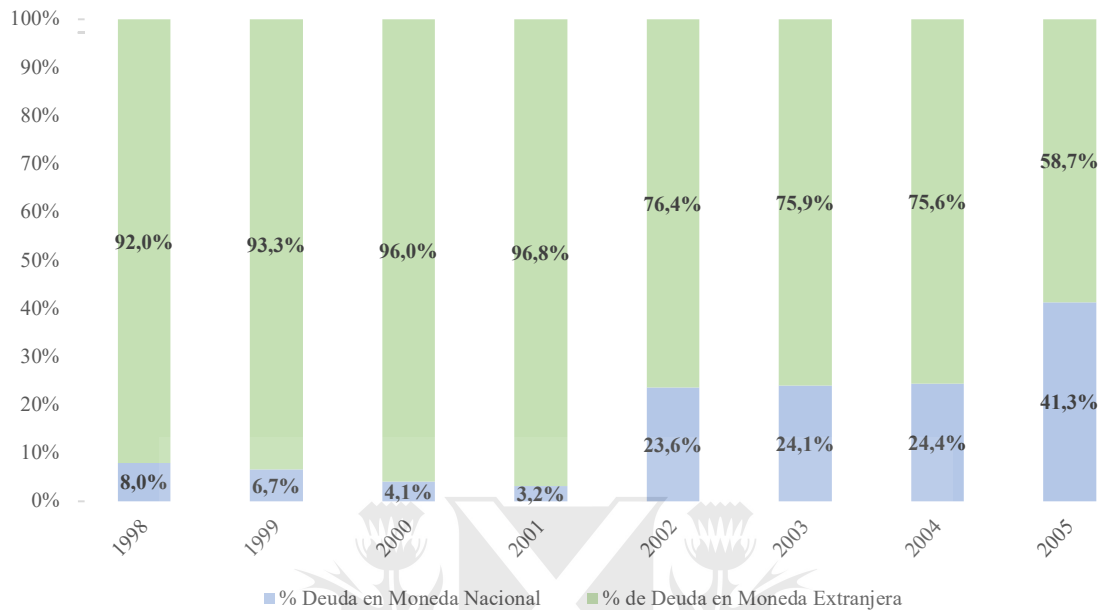


Fuente: Elaboración propia a base de datos del Ministerio de Economía

Debido a la pesificación de las deudas realizada en 2002 por el Gobierno de Duhalde, la porción del total de deuda pública bruta en moneda nacional registró un importante incremento, pasando a representar el 23,62% en 2002, desde el 3,23% del año previo. A su

vez, con la reestructuración del 2005 terminada, la deuda en pesos argentinos equivalía al 41,3% del total.

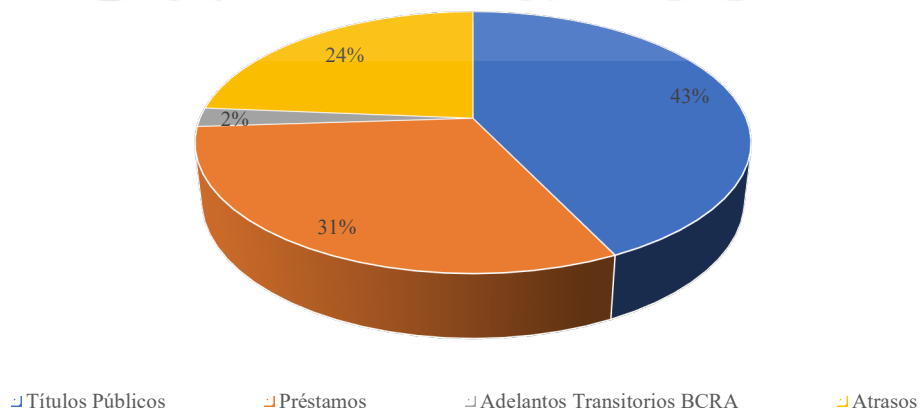
Gráfico N°57: Composición por moneda de la Deuda Pública Total Bruta



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

De la masa total de deuda pública a finales del 2004, el 43% estaba compuesto por títulos públicos, el 31% por préstamos de organismos internacionales como el FMI, BID, Club de París, etc., un 24% representaban el total de atrasos de pagos. Por su parte, el 2% restante comprendía adelantos transitorios del BCRA.

Gráfico N°58: Composición Deuda Pública Total Bruta



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

2.3.1 LA REESTRUCTURACIÓN DEL 2005

En la última semana de diciembre de 2001, el gobierno declaró el default de 81.836 millones de dólares afectando a 152 títulos públicos, emitidos en seis monedas diferentes y bajo ocho jurisdicciones distintas, incluyendo bajo ley argentina.

El primer acercamiento para comenzar con la reestructuración de la deuda se dio en septiembre de 2003 en lo que fue conocido como la “oferta de Dubái”, presentada en la Asamblea Anual del Banco Mundial y el FMI en Dubái.

En esta oferta, se propuso una quita promedio del 75% en términos nominales, sin reconocimiento de los intereses adeudados, lo cual implicaba una pérdida del valor presente neto implícita del orden del 90% (Sturzenegger, 187). La misma fue rápidamente rechazada por los distintos acreedores.

En enero de 2004 se estableció un grupo de acreedores denominado Global Committee of Argentine Bondholders (GCAB) que poseían, según informaron, 37.000 millones de dólares correspondientes a la deuda a reestructurar, lo que representaba el 45% del total de la deuda elegible. (Sturzenegger, 187).

La segunda propuesta, conocida como la Oferta de Buenos Aires, inició a finales de diciembre 2004 estableciendo como fecha de vencimiento inicial el 25 de Febrero de 2005 y consistía en la entrega de 3 nuevos bonos.

- Un bono a la par sin quita de capital, con una reducción de los intereses que se iría incrementando progresivamente desde 1,33% hasta 5,25% y con vencimiento en 2038, comenzando a amortizarse a partir del 2029.
- Un bono a descuento, con una quita del 66,3% del capital, con un cupón de interés fijo del 8,28% anual que en los primeros años parte de estos intereses eran capitalizables. Con un vencimiento en 2033, comenzando a amortizarse a partir del 2024.
- Un bono cuasi par, emitido en moneda nacional, con una quita de capital de 30,1%, un cupón anual fijo de 3,31% que se capitalizaba durante los primeros 10 años. A su vez, el capital era ajustado por CER, comenzando a amortizar a partir de 2036 con un vencimiento en 2045. Este título fue emitido para reestructurar la deuda emitida en moneda nacional.

A estos tres bonos se le sumaba un bono con pagos atados a la evolución del PIB. Además, los bonos Par y Descuento recibirían en un pago en efectivo los intereses acumulados y vencidos desde el 31 de diciembre de 2003 al 1 de abril de 2005.

Por su parte, los intereses acumulados desde el 31 de diciembre de 2001 hasta el 31 de diciembre de 2003, que representaban un valor de 20.720 millones de dólares, no fueron reconocidos. (Guzmán, 60).

Al momento de conocerse esta última oferta, el grupo GCAB rechazó la misma, por lo que los reportes financieros de varios agentes del mercado pronosticaban una aceptación de la propuesta del orden del 50%-65%, bajo la premisa que varios de los miembros del GCAB no la aceptarían. (Sturzenegger, 192).

Finalmente, el 18 de marzo el gobierno anunció el resultado del canje que obtuvo una participación del 76,15%, que representó 62.318 millones de dólares de la deuda elegible que fueron canjeados por un total de 35.261 millones de dólares de nueva deuda bajo 4 jurisdicciones y 4 monedas diferentes.

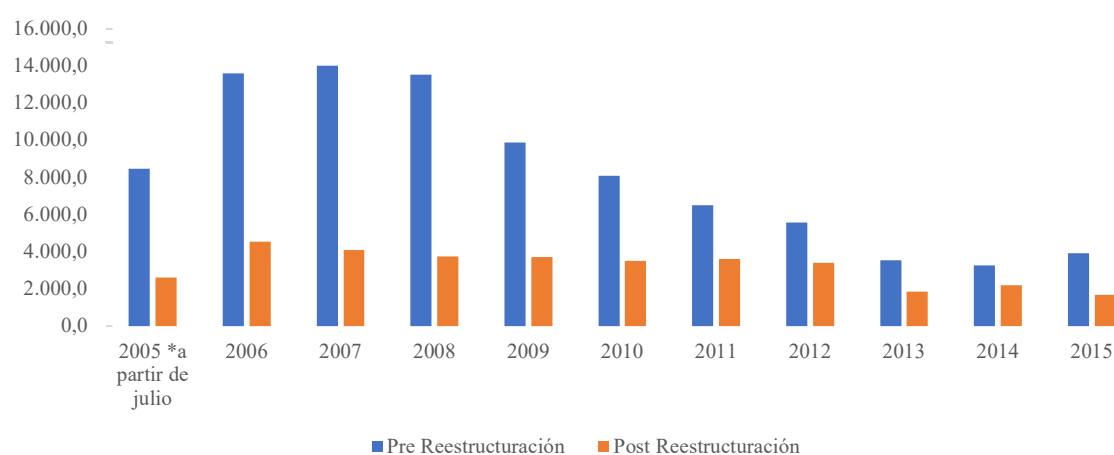
Sobre este total de nueva deuda emitida, el 45% se encontraba nominado en moneda nacional y el 55% restante en moneda extranjera, mostrando una mejora respecto a la relación previa en la cual solo el 10% de la deuda presentada en el canje estaba nominada en pesos argentinos.

Por otro lado, este nivel de aceptación logrado significó una tasa de participación relativamente baja en relación con los demás canjes internacionales registrados. Al cierre del canje, de los 81.836 millones de dólares declarados en default habían quedado 19.518 millones de dólares sin haber aceptado la propuesta del gobierno.

Terminada la reestructuración de deuda, la misma permitió una importante reducción en los vencimientos futuros de títulos públicos. Antes del canje, durante el período 2005-2008 la Argentina debía afrontar el pago de 49.662 millones de dólares en concepto de capital e intereses, sin embargo, este monto fue reducido a 14.990 millones de dólares.

Además, como puede apreciarse en la siguiente imagen, los vencimientos de capital e intereses también fueron reducidos para los años siguientes.

Gráfico N°59: Vencimientos de capital e intereses de títulos públicos en millones de dólares

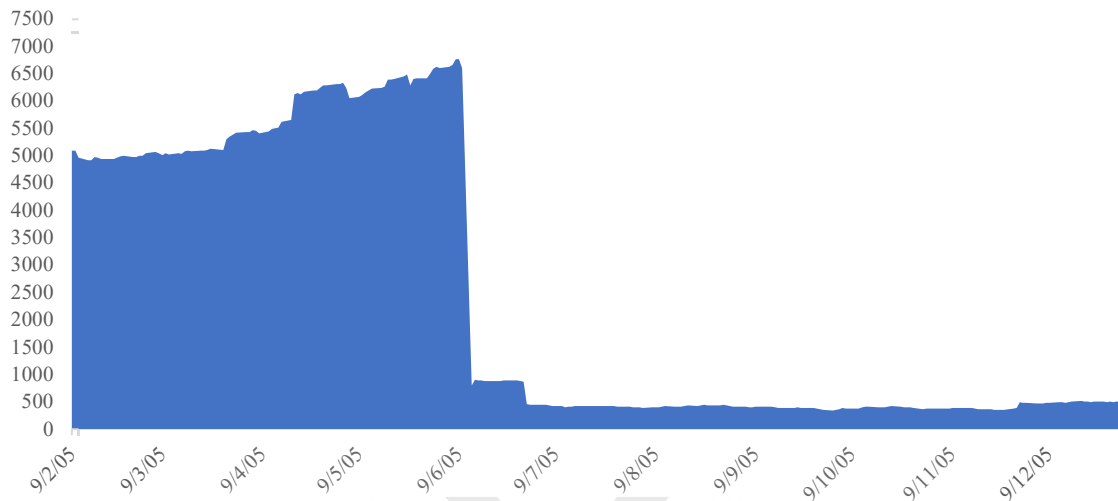


Fuente: Elaboración propia en base a Boletines Fiscales 1°T05 y 2°T05 del Min. De Economía

Arreglado el problema de la deuda, el Riesgo País registró una importante caída hasta los 900 puntos básicos desde los 6.600 puntos en los que se ubicaba previamente. En los meses

siguientes el nivel del riesgo país siguió comprimiéndose hasta finalizar el año en los 500 puntos básicos.

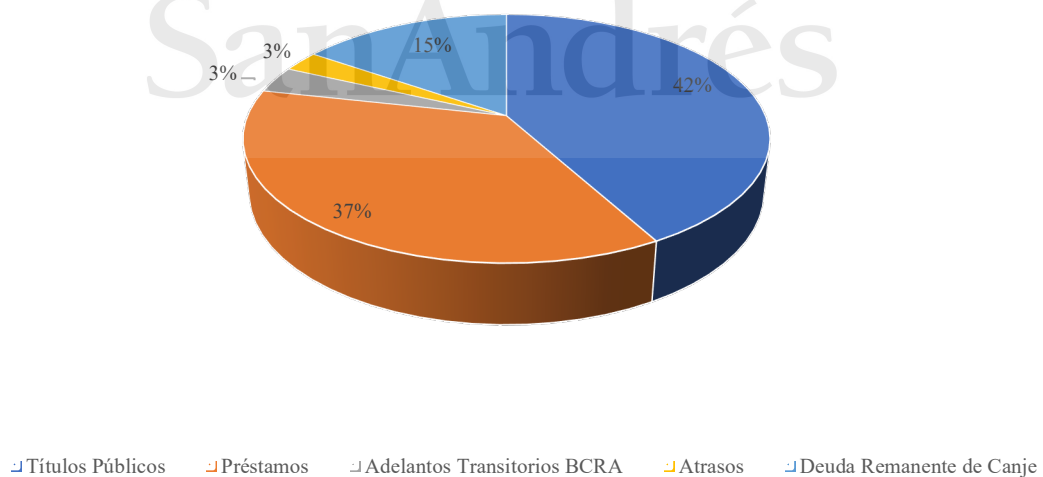
Gráfico N°60: Riesgo País medido por el EMBI+Argentina



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ambito.com

Finalizada la reestructuración, la totalidad de la deuda estaba comprendida por un 42% de títulos públicos, 37% préstamos internacionales, el 15% representaba la porción de acreedores que no se adherieron al canje, mientras que el porcentaje restante se distribuye entre adelantos transitorios del BCRA y atrasos en el pago de deuda.

Gráfico N°61: Composición Deuda Pública Total Bruta



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

2.3.2 ANÁLISIS Y COMPORTAMIENTO DE LOS BONOS DURANTE EL PERÍODO

Al igual que en la sección del Megacanje del 2001 y siguiendo la misma metodología de trabajo, en este apartado se analizará el comportamiento de las paridades y las respectivas tasas de los bonos. Para eso, se seleccionaron los bonos globales de ley New York emitidos en dólares en el 2001 por el Megacanje y que se encontraron en default, como también los dos nuevos bonos emitidos por el Gobierno en 2005 bajo ley extranjera, el Par y el Discount.

Desde la declaración del default a finales de diciembre de 2001, los bonos globales GD08D, GJ18K y GJ31K terminaron registrando paridades que se ubicaron en el rango de 22% para el bono más corto y 16% para el bono más largo para mediados del 2002.

Con la asunción a la presidencia de Néstor Kirchner en 2003, bajo un contexto de una economía más ordenada y las expectativas de un resolución a la situación de la deuda, las paridades de los bonos comenzaron a incrementarse hasta el rango del 30% y 26%. Sin embargo, luego del rechazo de los acreedores a la oferta de canje realizada en Dubái, las paridades volvieron a caer al rango del 25% y 20%, oscilando en estos valores hasta febrero de 2005 semanas antes de publicarse el resultado de la última oferta de canje que se presentó en enero de ese año.

Gráfico N°62: Evolución paridades de bonos del Megacanje 2001



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE

En relación a las tasas de descuento, el bono global 2008 (GD08D) llegó a operarse en el mercado a mediados del 2002 a una TIR máxima de 73%, bajando lentamente hasta un mínimo de 42% en 2003. Luego del rechazo de la oferta de Dubái, el bono se mantuvo operando con una tasa que oscilaba en el rango de 50% y 45%.

Por su parte, los bonos más largos, Global 2018 (GJ18K) y Global 2031 (GJ31K) mantuvieron comportamientos similares, registrando en el mercado secundario una tasa interna de retorno de 34% y 33% respectivamente para mediados de 2002. Este nivel de tasas disminuyó en 2003 a 25% y 24%, manteniéndose en este rango durante todo el año, incluso luego del rechazo de la oferta de Dubái y luego de conocerse en diciembre de 2004 la nueva oferta de canje.

Gráfico N°63: Evolución TIR bonos del Megacanje 2001



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE

El período de suscripción de la oferta de Buenos Aires cerraba a finales de febrero 2005, dándose a conocer el resultado del canje el 18 de marzo de 2005, pero los nuevos bonos a emitirse terminaron el proceso de liquidación en junio de ese año. Por su parte, los bonos globales que se encontraban en default dejaron de registrar operaciones en el mercado secundario a finales de febrero 2005. Sin embargo, al conocerse la última oferta de canje presentada es posible calcular la exit yield, es decir su tasa de descuento implícita con la que saldrían los nuevos bonos al mercado, hasta la fecha en la que se cerró el período de suscripción.

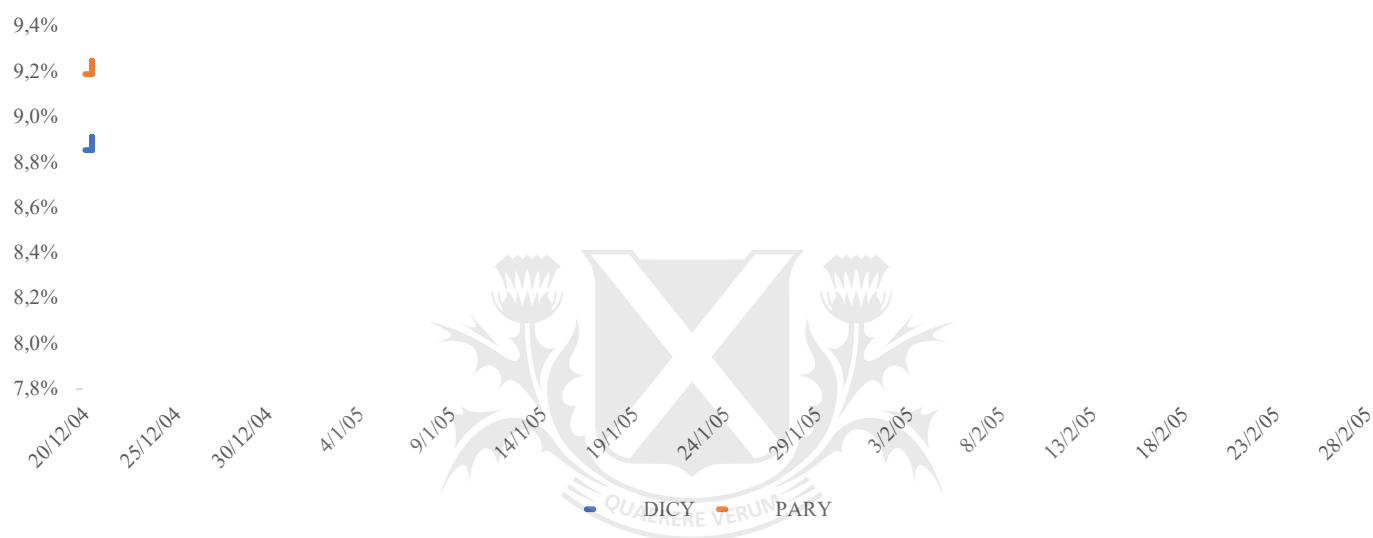
Para realizar el cálculo de la exit yield implícita se tomaron las cotizaciones diarias de los bonos globales GD08D, GJ18K y GJ31K, que eran los bonos en default más representativos y con mayor liquidez. Al multiplicar estas cotizaciones por la cantidad de nominales a recibir de los bonos Par y Discount se obtiene su respectivo precio implícito, que es utilizado para determinar según el flujo de fondos de cada nuevo título su tasa de descuento correspondiente.

Debido a que este cálculo se realizó a partir de las cotizaciones de los tres bonos globales obteniendo así tres exit yield para el bono Par, como también para el Discount, se implementó

un promedio simple de los tres resultados para conseguir una única tasa de descuento para el título Par y Discount.

De esta manera, se puede observar que desde la fecha de publicación de la última oferta de canje hasta fines de febrero, los nuevos bonos comenzaron con una tasa de descuento implícita de 8,4% para el DICY y de 8,8% para el PARY y al acercarse el cierre del período de suscripción fue dicha tasa fue incrementándose hasta 8,8% para el DICY y 9,2% para el PARY.

Gráfico N°64: Evolución exit yield bonos PARY y DICY



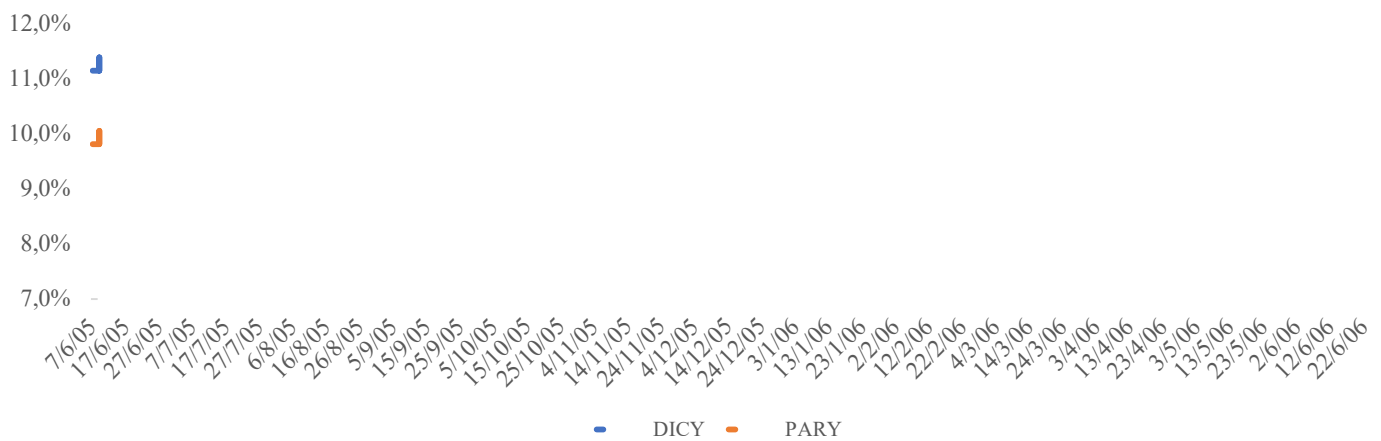
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE

Como se nombró anteriormente, los nuevos bonos a emitirse por la reestructuración comenzaron a operarse en el mercado en la primera semana de junio. El bono PAR (PARY) cuyo vencimiento era en 2038 registró en sus primeras operaciones una TIR promedio de 9%, una cifra similar a la obtenida en el cálculo de la exit yield al momento del cierre del canje. Por su parte, el bono Discount (DICY) con vencimiento en 2033 salió al mercado con una tasa interna de retorno de 10,3%, un valor superior a lo registrado en la tasa implícita de febrero.

Durante el lapso de un año, el PARY se encontró operando con una TIR en el rango de 8,5% y 9,5%. Finalmente, para el 6 de junio de 2006, un año después de su emisión el bono Par registraba una tasa de 9,2%.

En el caso del DICY, durante este período su TIR se encontró oscilando en el rango de 9% y 11%. El 6 de junio de 2006, registraba una yield to maturity de 10,7%.

Gráfico N°65: Evolución TIR bono Par (PARY) y Discount (DICY)



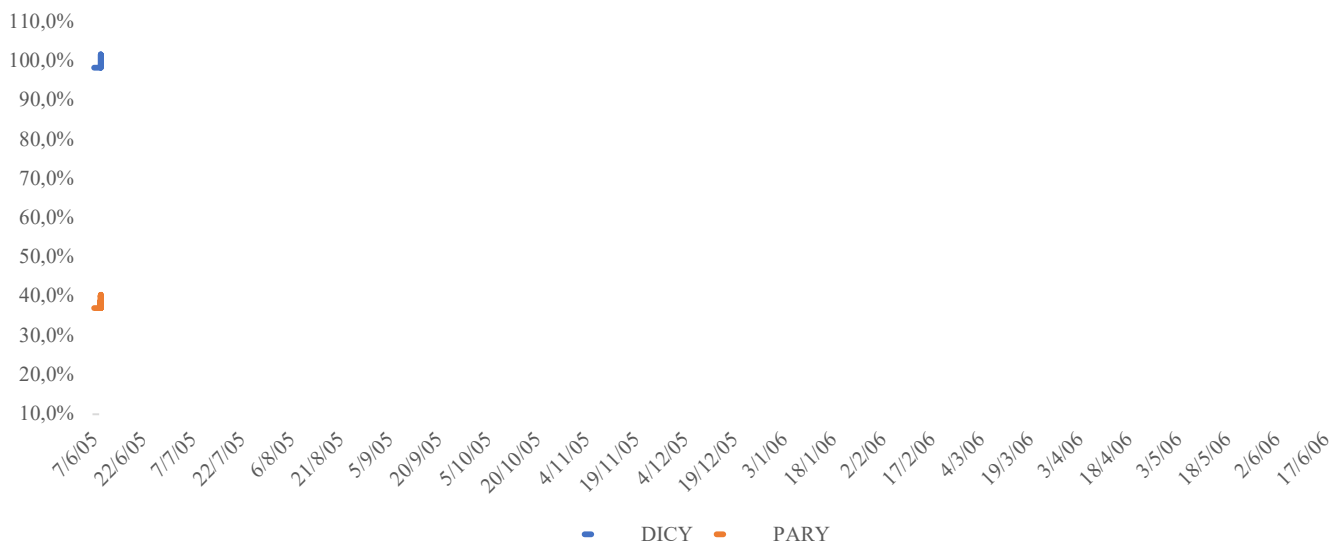
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE

Por su parte, las paridades a las que los nuevos bonos operaron durante su primer año de operaciones se diferenciaron considerablemente entre el DICY y el PARY debido a las características propias de cada bono.

El PARY que no tuvo una quita de capital, pero si una importante reducción de los intereses a pagar (cupón incremental de 1,33% anual a 5,25%) comenzó operando a una paridad cercana al 35%, manteniéndose sobre este valor durante gran parte de todo el año siguiente.

En cambio, el bono Discount DICY, que tenía un cupón de interés de 8,28% y una quita de capital del 66,3%, comenzó a operar con una paridad de 85%. Otra diferencia con respecto al PARY es que el bono discount no mostró tanta estabilidad en la evolución de su paridad. Durante el primer año de operaciones el DICY tuvo una paridad que se encontró oscilando en el rango de 99% a 78%.

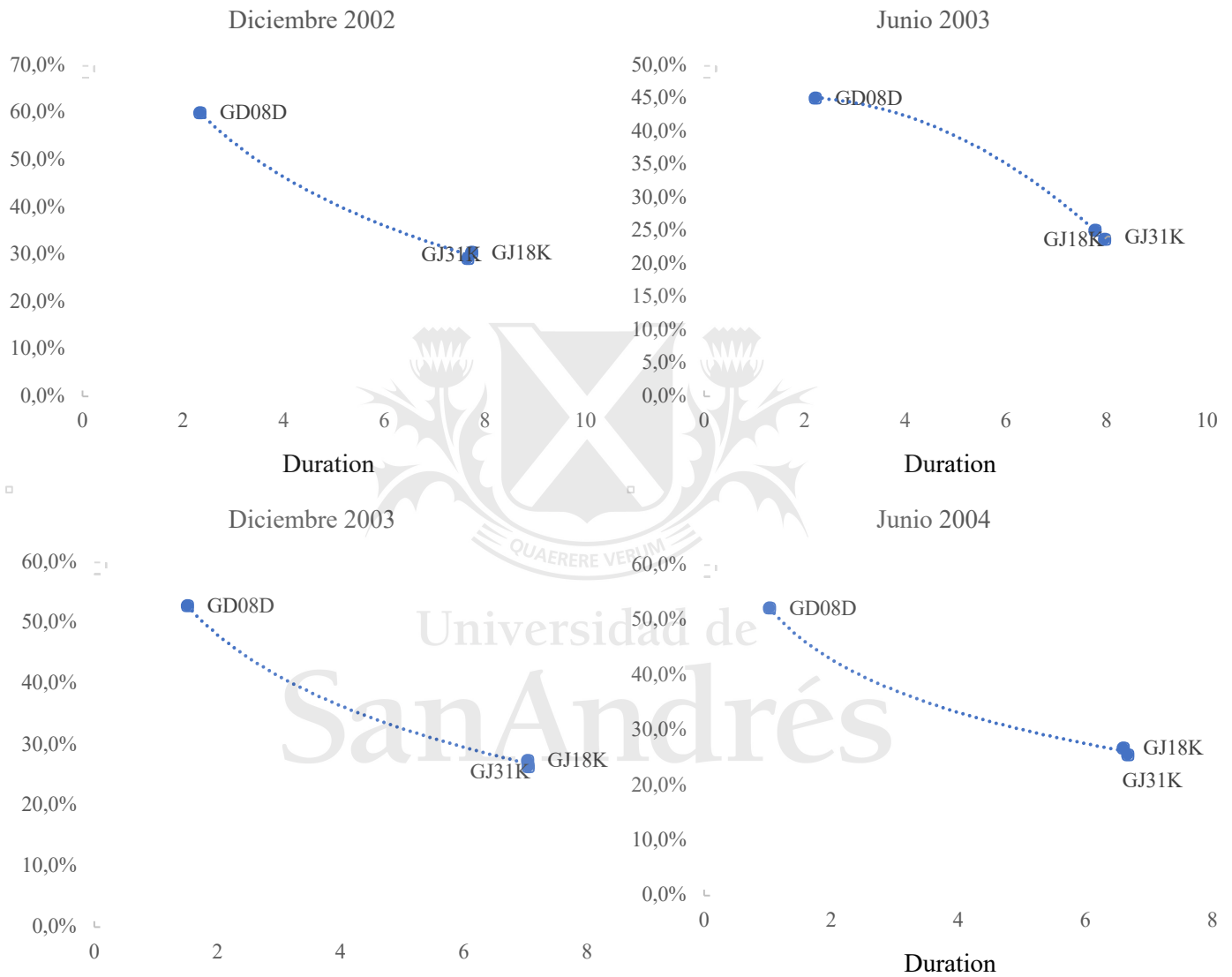
Gráfico N°66: Evolución paridades bonos emitidos por Reestructuración 2005 Ley New York

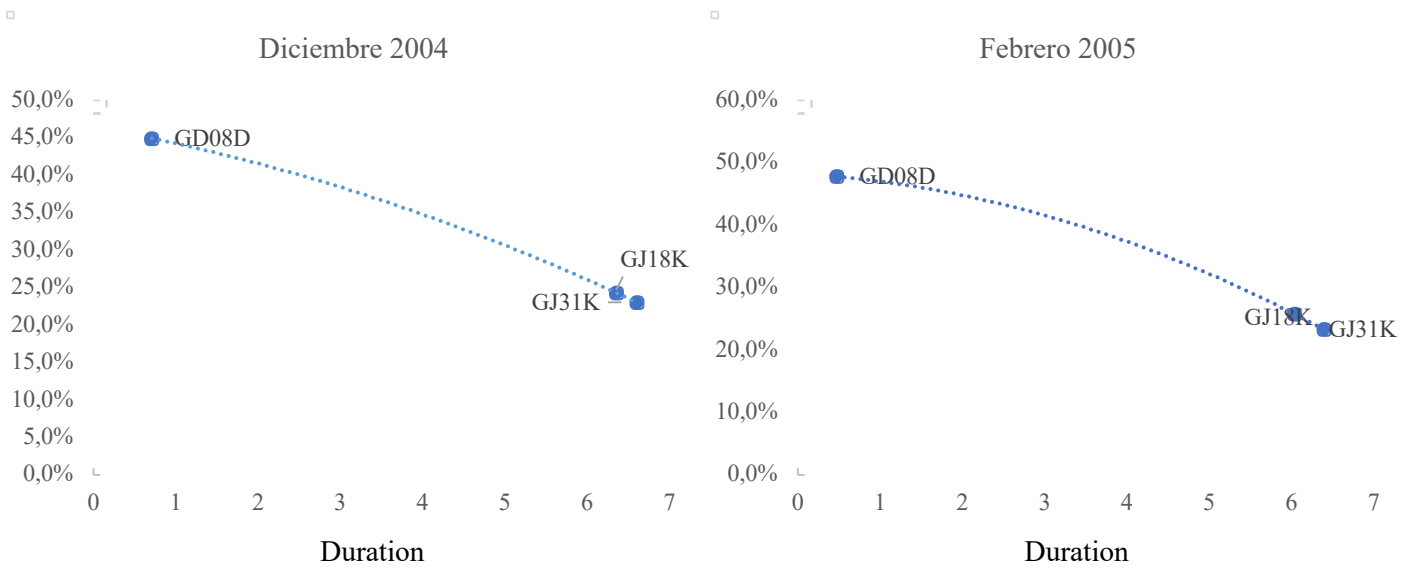


Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE

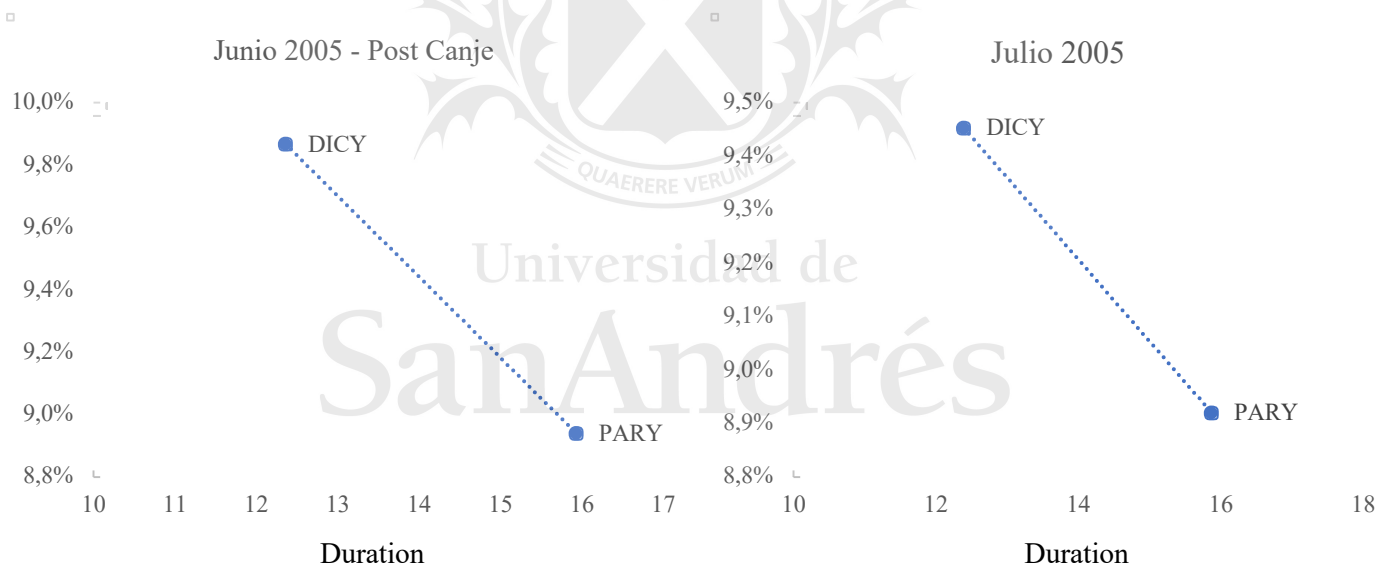
Durante todo el proceso de canje de la deuda, desde su comienzo con la presentación de la oferta de Dubái hasta junio cuando los nuevos bonos de la reestructuración comenzaron a operar en el mercado, la curva soberana se mantuvo invertida, conservando incluso la pendiente negativa durante todo el período.

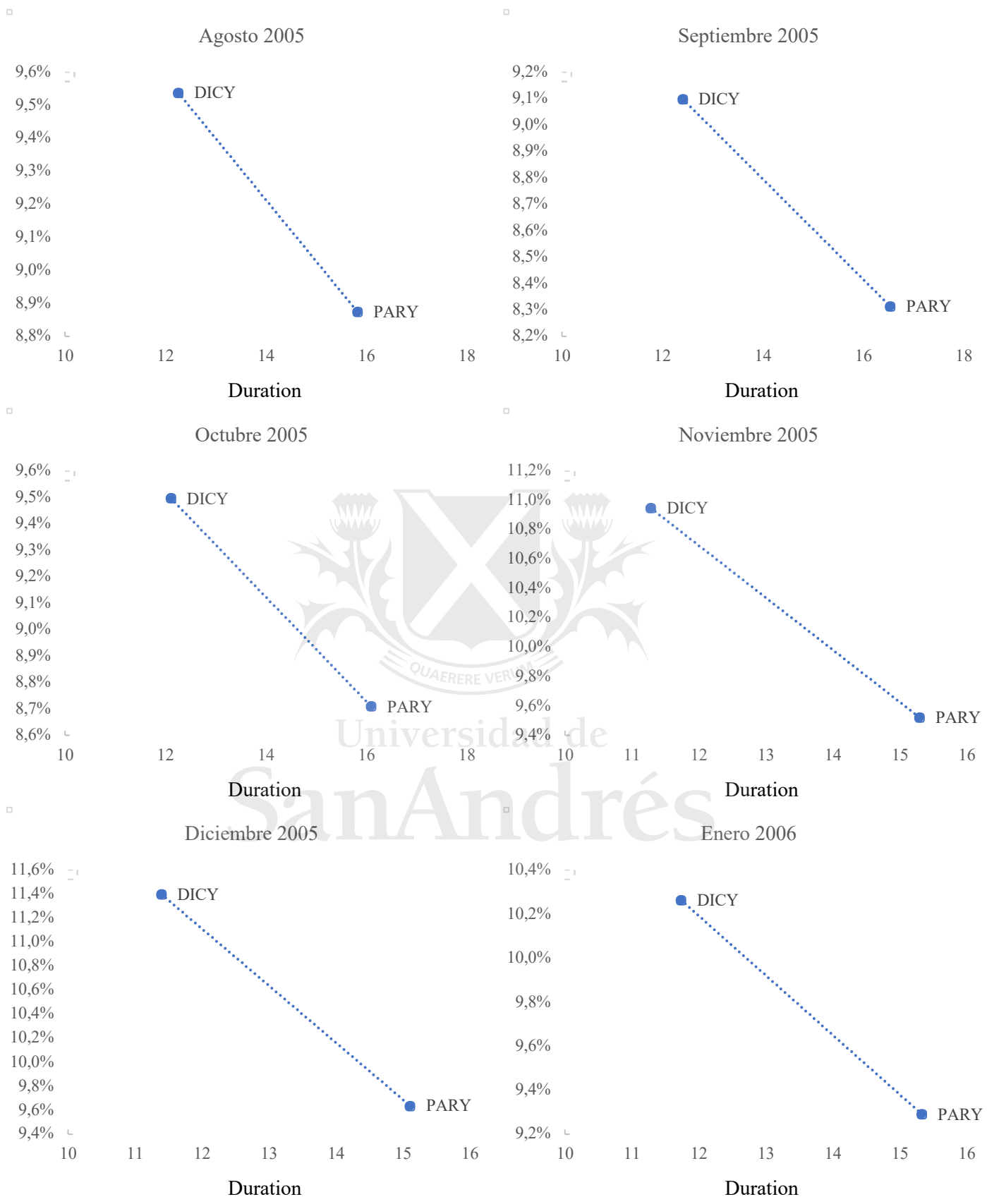
Gráfico N°67: Evolución curva soberana de bonos ley extranjera

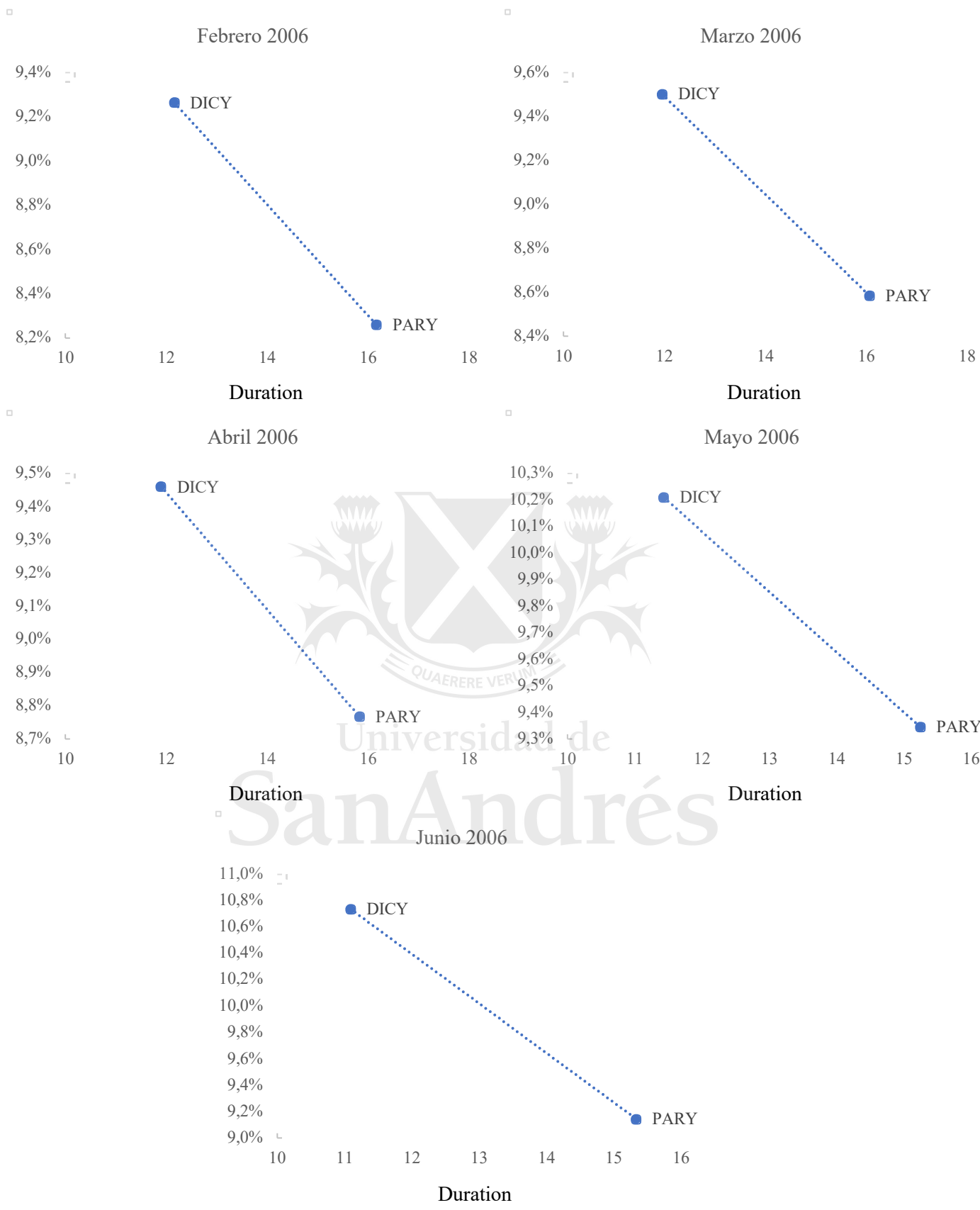




Finalizada la reestructuración y con los nuevos bonos cotizando en el mercado, la nueva curva soberana bajo ley extranjera se mantuvo invertida, debido a que el bono Discount operaba con una mayor TIR que el bono Par.

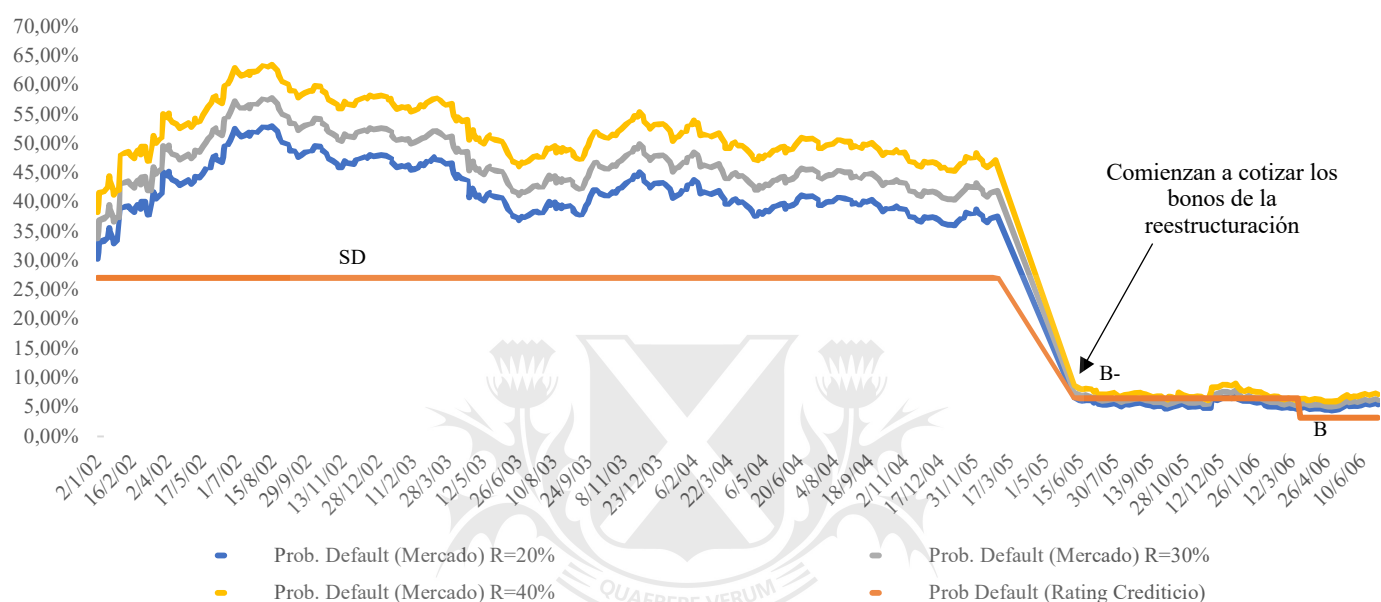






Una vez finalizada la reestructuración de la deuda defaulteada a finales del 2001, las probabilidades del default para el próximo año se ubicaban cerca del 6% y 8% para una tasa de recupero de 20% y 40%, respectivamente, ubicándose en línea con las probabilidades históricas de default mostradas con una calificación crediticia de B- otorgada por la firma S&P Global Ratings. Este nivel de probabilidad de default para el próximo año se mantuvo estable durante los próximos 12 meses.

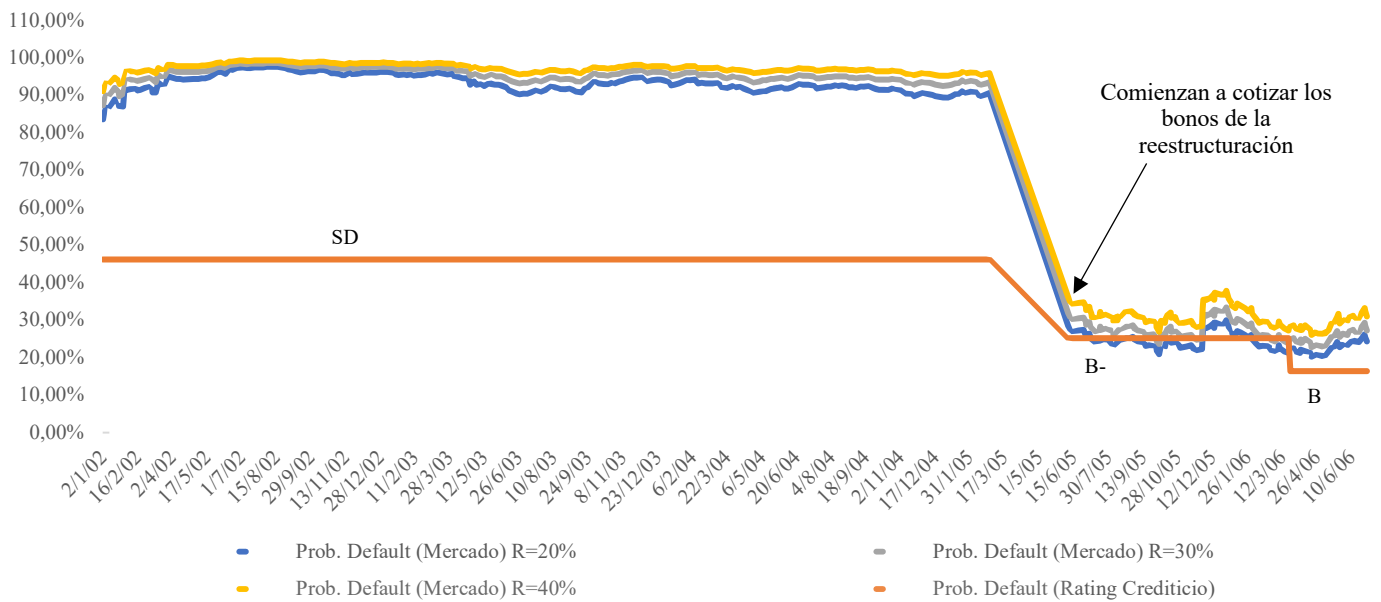
Gráfico N°68: Evolución probabilidad de default a un año



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

La probabilidad de default acumulada para los próximos 5 años se ubicó en junio de 2005 una vez que los nuevos bonos de la reestructuración comenzaron a cotizar en el mercado en valores cercanos a 28% con una tasa de recupero de 20% y 34% para una tasa de recupero de 40%. Durante los doce meses siguientes las probabilidades se mantuvieron constantes.

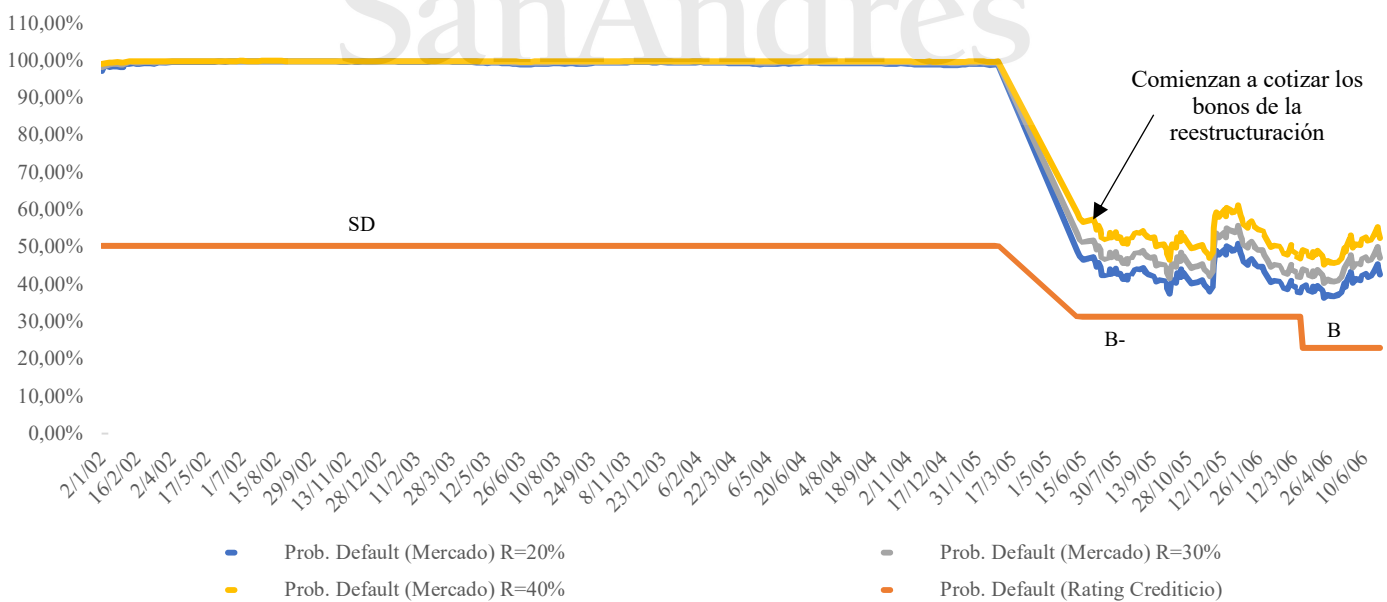
Gráfico N°69: Evolución probabilidad de default acumulada 5 años



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Por su parte, las probabilidades de default acumulada para los próximos 10 años al comenzar a cotizar los nuevos títulos del canje de deuda se ubicaron en niveles de torno al 45% y 56% con tasas de recupero de 20% y 40% respectivamente, mostrando una probabilidad de cesación de pagos superior a la asignada históricamente según la calificación crediticia otorgada, pero encontrándose en niveles similares a los registrados durante principios del año 2000.

Gráfico N°70: Evolución probabilidad de default acumulada 10 años



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

2.4 NOTICIAS DEL PERÍODO

En septiembre de 2003, el diario Clarín publicaba una noticia titulada “LA RENEGOCIACION DE LA DEUDA; Acreedores, en pie de guerra: se ven venir una “megaquita”. En esta nota, se informaba el malestar de los acreedores luego que “las primeras cuentas sugieren que al aceptar el FMI un superávit del 3%, los acreedores deberían aceptar una quita en el valor presente de su acreencia del 80% como mínimo”.

En el mismo mes, otra noticia de clarín informa que se prevé un proceso de negociación de deuda largo y penoso, no solo por una oferta “intragantable” por parte de Argentina, sino también porque el universo de acreedores es tan variado y contradictorio, que será difícil enfiarlos en una sola línea de diálogo.

En enero de 2004, el diario Clarín publicó que en una reunión con el titular del FMI, Horst Köhler, el presidente Néstor Kirchner se negó a modificar la oferta de quita de capital del 75%, para reducirla como solicitaba el FMI.

En primero de junio de 2004, el diario Clarín informó que el Gobierno anunciará la oferta final de deuda a los acreedores.

En octubre de 2005 el diario Clarín publicó que el Comité Global de Acreedores de la Argentina (GCAB) amenazó por primera vez con presentar una demanda ante la Justicia si el Gobierno argentino "sigue negándose a negociar una mejora de la oferta".

El 25 de Noviembre de 2004, el Clarín reveló que la apertura del canje para la deuda en default que debía comenzar la semana próxima se postergaba hasta el 17 de enero de 2005 y con fecha estimada de cierre para el 25 de febrero.

En diciembre del 2004, el Gobierno presentó ante la SEC de EE.UU. el prospecto y su respectivo suplemento de la oferta del canje. En enero del 2005, el diario Clarín tituló que el ministro de economía, Roberto Lavagna, presentó el canje y que se conforma con el 50% de aceptación.

El 13 de enero de 2005, se reveló que Italia había rechazado categóricamente la oferta de canje presentada. Por otro lado, la semana siguiente el diario publicó que Japón había aceptado la oferta de canje, informando también al día siguiente que ya habían ingresado al canje bonos en default por 16.700 millones de dólares.

El 15 de febrero de 2005, el diario Clarín informó que el 76% de los bonistas locales habían ingresado al canje de deuda. Tres días más tarde publicó una nota en la que el Wall Street Journal decía que la Argentina estaba cada más cerca de cantar victoria.

Finalmente, el 3 de marzo de 2005, el Clarín publicó que la adhesión al canje llegó al 76,07% y el Gobierno se mostró muy satisfecho con el resultado obtenido.

3. REESTRUCTURACIÓN 2010

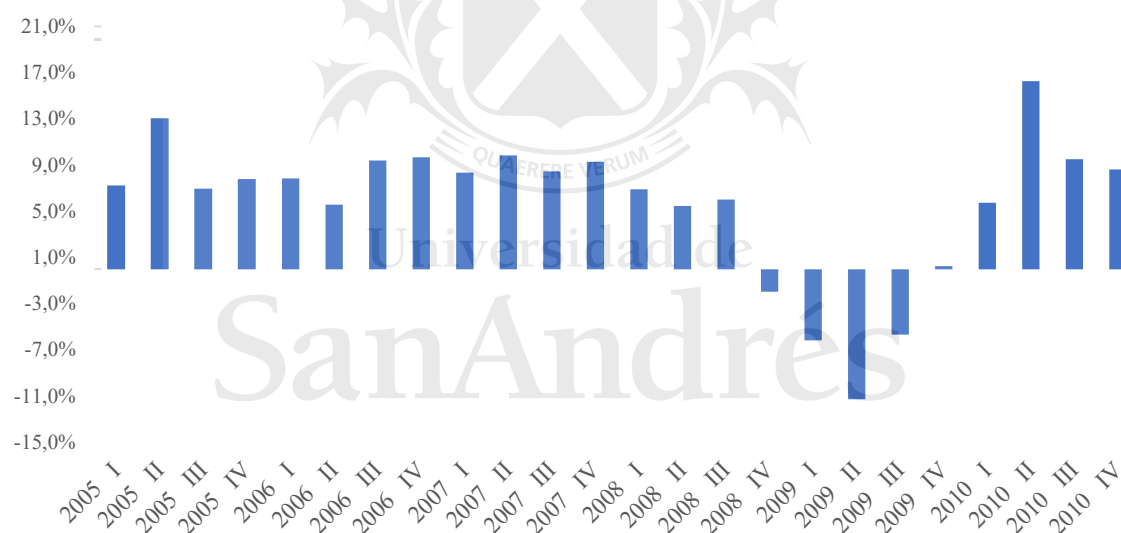
3.1 SITUACIÓN MACROECONÓMICA

Luego de la reestructuración del 2005 la Argentina continuó con su sendero de crecimiento económico, registrando quince trimestres consecutivos con una expansión superior al 5% interanual.

Para el cuarto trimestre del 2008 la economía argentina comenzó a mostrar síntomas de contagio producto de la crisis financiera internacional originada en EE.UU., alcanzando una caída del 2% interanual y que empeoraría durante el 2009 al sumarse una fuerte sequía que afectó al país (Kiguel, 129), registrando así la primera recesión luego de la crisis del 2001.

Para el cuarto trimestre del 2009, la economía volvió a mostrar un leve incremento de 0,3% YoY, que se iría consolidando a lo largo del 2010, al registrar un crecimiento por encima del 5% interanual cada trimestre.

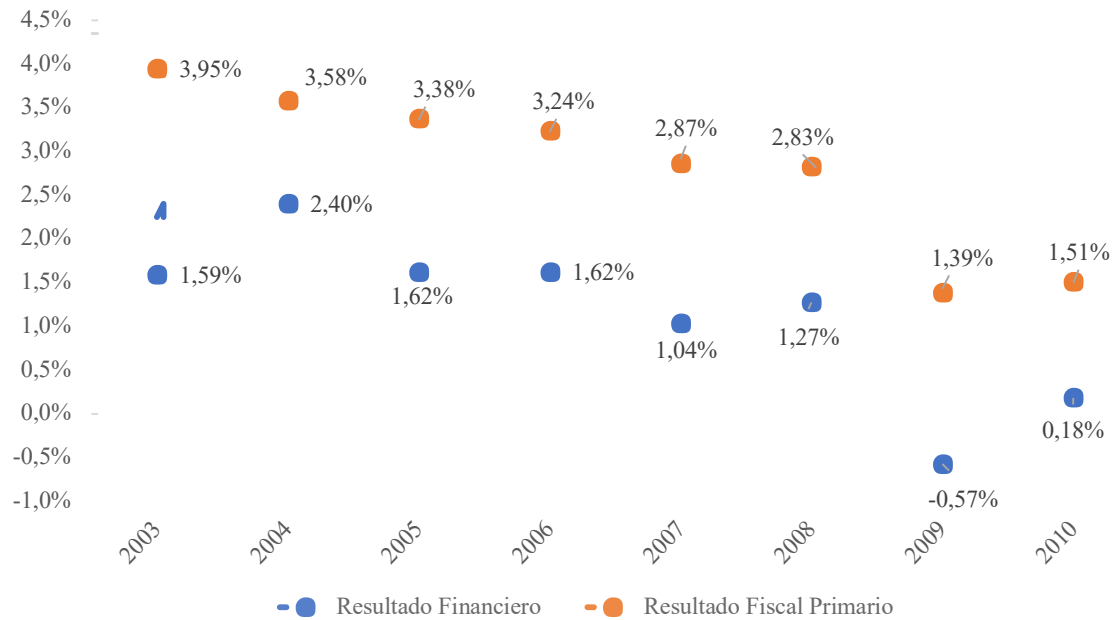
Gráfico N°71: Crecimiento del PIB trimestral – Variación Interanual (Base 2004)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Por otro lado, el superávit fiscal primario y financiero alcanzado en 2005 comenzó a disminuir los años siguientes, sufriendo una importante caída en 2009 debido de la recesión económica alcanzando un déficit financiero de 0,57% del PIB. Sin embargo, para el 2010 este resultado pudo revertirse volviendo a registrar tanto un superávit fiscal primario como financiero de 1,51% y 0,18% del PIB respectivamente.

Gráfico N°72: Resultado Fiscal Primario y Resultado Financiero como % del PIB

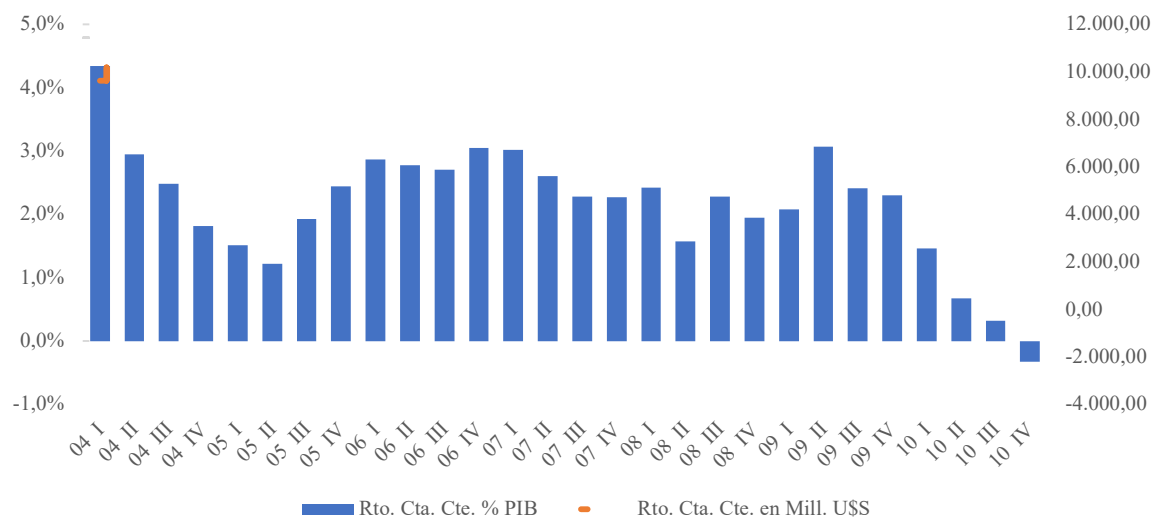


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

En relación con la balanza de pagos, el resultado de cuenta corriente se incrementó en los años posteriores a la reestructuración del 2005, alcanzando un superávit de 3% del PIB. Sin embargo, a partir del 2010 este saldo positivo comenzaría a disminuir rápidamente trimestre a trimestre.

En el 4ºT2009 el resultado de cuenta corriente representaba un superávit de 2,3%, para el 2ºT2010, trimestre en que se lleva a cabo la reestructuración de la deuda que quedó pendiente de resolución en 2005, el resultado de la cuenta corriente había disminuido a un superávit de 0,7% del PIB. Para fines del 2010, se revirtió a un déficit comercial de 0,3% del PIB.

Gráfico N°73: Cuenta Corriente y relación como % del PIB



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

Al mantenerse el tipo de cambio nominal estable en alrededor de 3 pesos por cada dólar durante todo el período 2004-2008, el tipo de cambio real multilateral comenzó a disminuir, acelerando la caída a partir del 2007 y 2008 con el aumento de la inflación. Para octubre de 2008 el tipo de cambio real alcanzó su nivel más bajo desde febrero de 2002, luego de la salida de la convertibilidad.

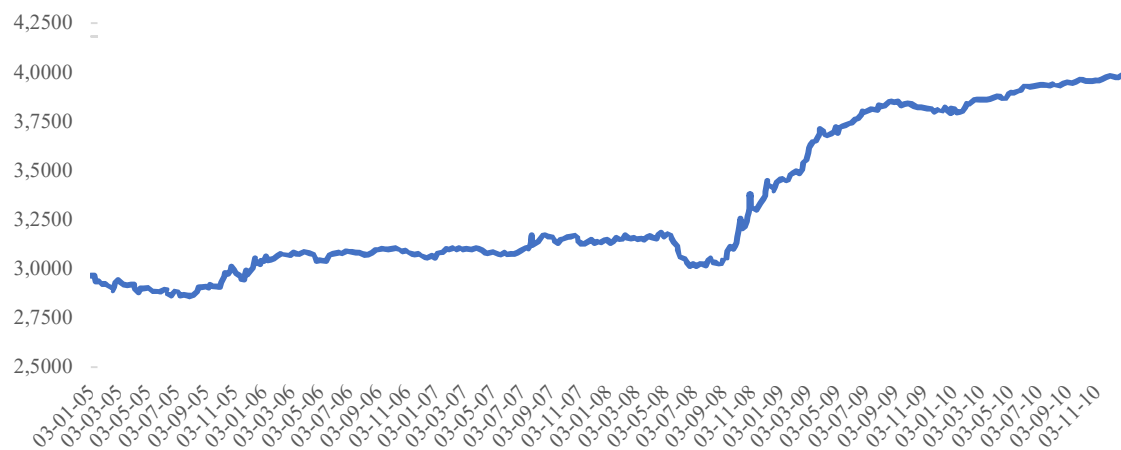
Para noviembre de 2008 el Banco Central comenzó a depreciar la moneda paulatinamente durante un año, alcanzando en octubre de 2009 una depreciación de 27% en términos nominales y elevando el tipo de cambio real a valores de mediados de 2007. Sin embargo, este efecto fue transitorio ya que para junio de 2010, es decir casi 8 meses después el tipo de cambio real volvió a regresar a su nivel más bajo desde la salida de la convertibilidad, ya que la inflación acumulada superaba a la depreciación implementada por el BCRA.

Gráfico N°74: Tipo de Cambio Real Multilateral



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del BCRA

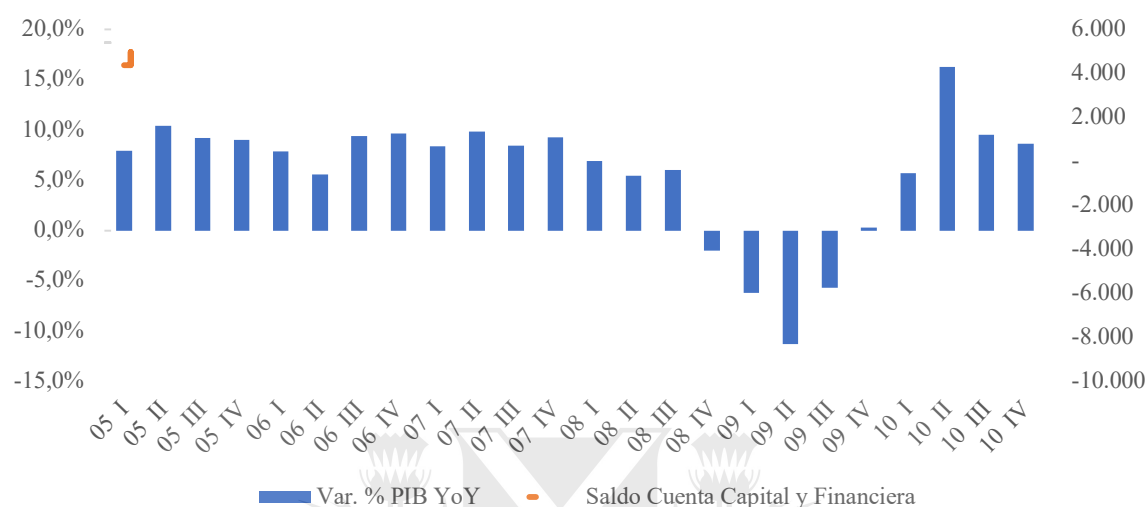
Gráfico N°75: Tipo de Cambio Nominal USD/ARS



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del BCRA

Durante el período del 2005 al 2010, la cuenta de capital y financiera se mantuvo en gran parte con saldo positivo, a excepción de ciertos momentos particulares como la recesión que comenzó a finales del 2008 hasta el último trimestre de 2009. A partir del primer trimestre de 2010 la cuenta de capital volvió a registrar el ingreso de fondos.

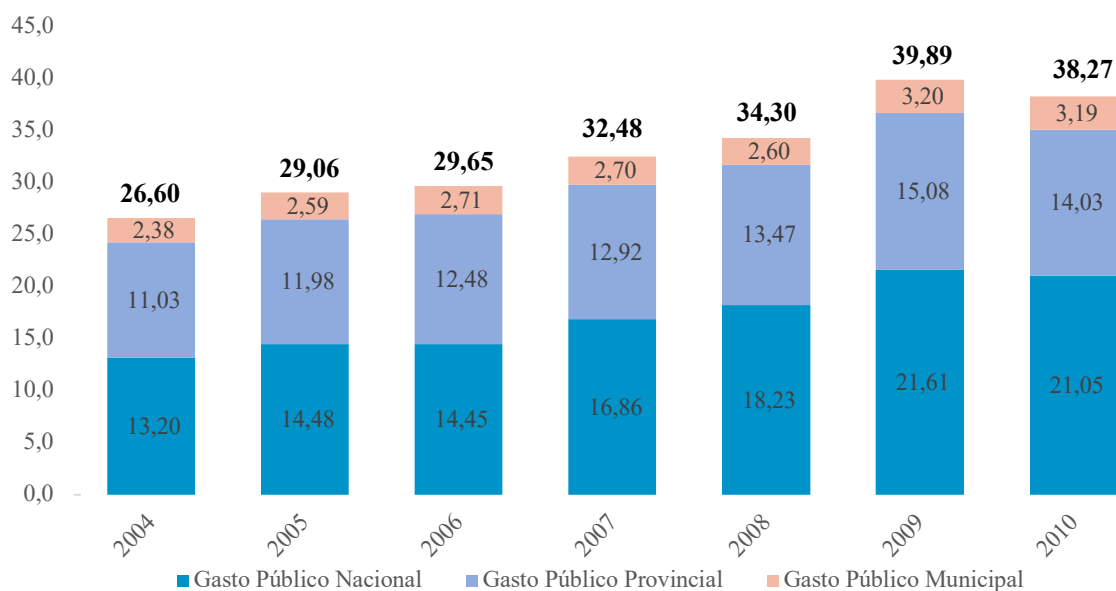
Gráfico N°76: Cuenta Capital y Financiera en millones de dólares



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

En relación al gasto público, luego del aumento de 3 puntos porcentuales en 2005, la tendencia incremental continuó en los años siguientes. Para el año 2009, el gasto público creció un poco más de 5 puntos porcentuales a 39,89% del PIB respecto al año previo, en gran parte para reducir los efectos de la recesión generada por la crisis financiera internacional y la sequía interna. En 2010, el gasto disminuyó levemente a 38,27% del PIB. Sin embargo, esta cifra se ubica en los valores más altos desde 1987.

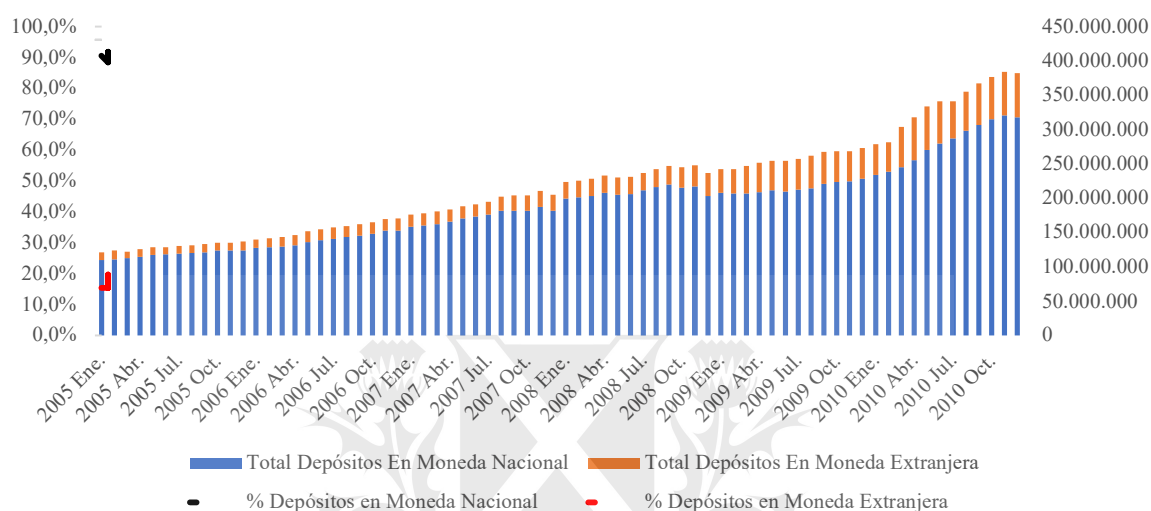
Gráfico N°77: Gasto Público consolidado como porcentaje del PIB



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

La expansión económica y la estabilidad de los años posteriores a la reestructuración de deuda del 2005 trajeron consigo un incremento de los depósitos en el sistema financiero. Medidos en moneda nacional, los depósitos registraron un crecimiento constante. A su vez, la proporción de depósitos nominados en pesos se mantuvo en valores altos, aunque a partir de la recesión del 2009 pasaron a representar casi el 80% del total de los depósitos desde el 90% de los años anteriores.

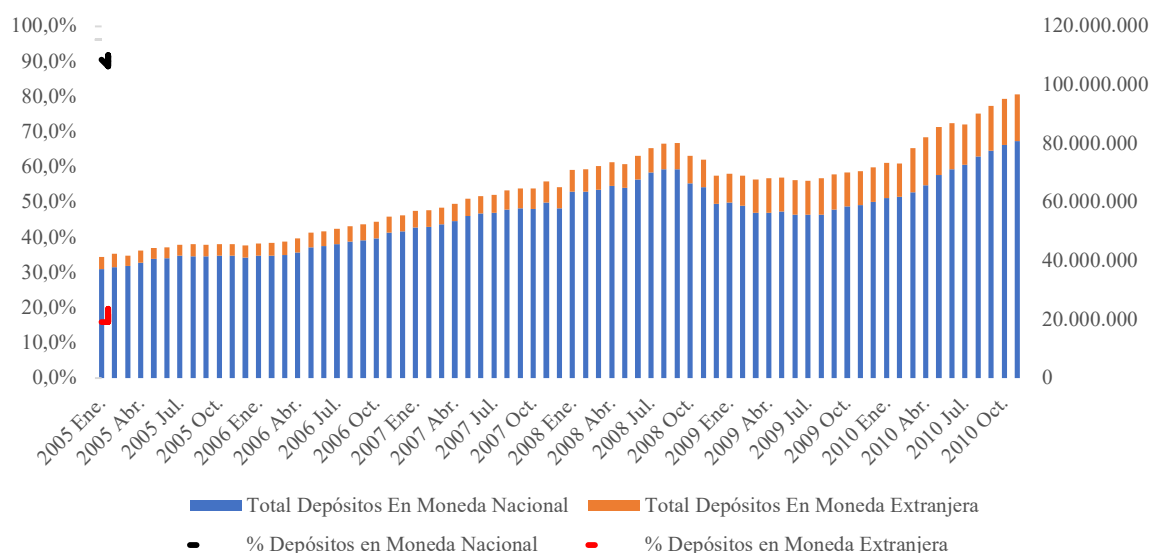
Gráfico N°78: Total Depósitos en sistema financiero (miles de pesos argentinos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Si se analizan los depósitos del sistema financiero en dólares, los mismos también registraron un importante crecimiento, recomponiéndose rápidamente de la disminución que se puede observar en 2009. Para el 2010, la cantidad de depósitos totales medidos en dólares superaban los valores registrados durante la convertibilidad.

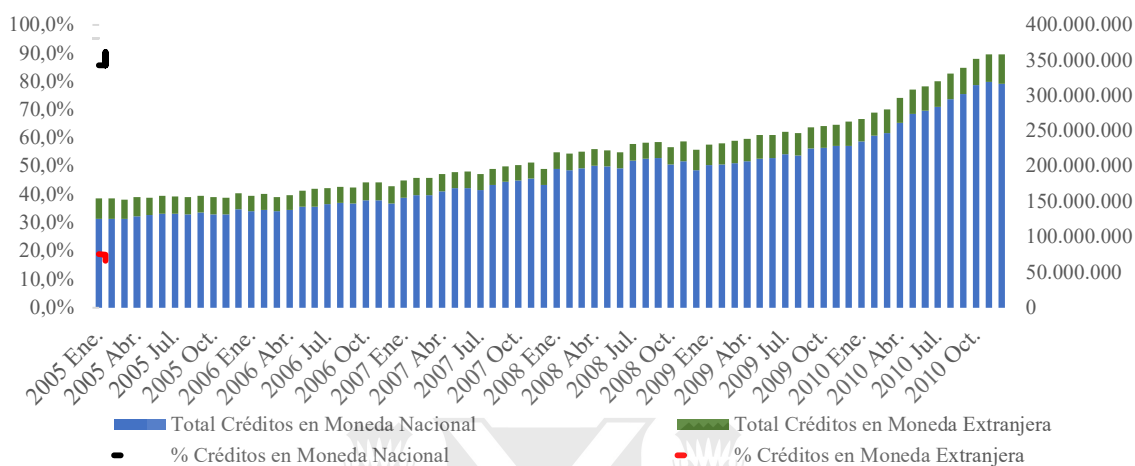
Gráfico N°79: Total Depósitos en sistema financiero (en miles de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

El total de créditos otorgados también crecieron en moneda nacional, especialmente durante el año 2010, que aumentaron 35% respecto al año anterior en términos nominales. La proporción de créditos en pesos argentinos se consolidó en los años posteriores al 2005 por encima del 80%. Durante todo el 2010 esta relación se mantuvo cercana al 90%.

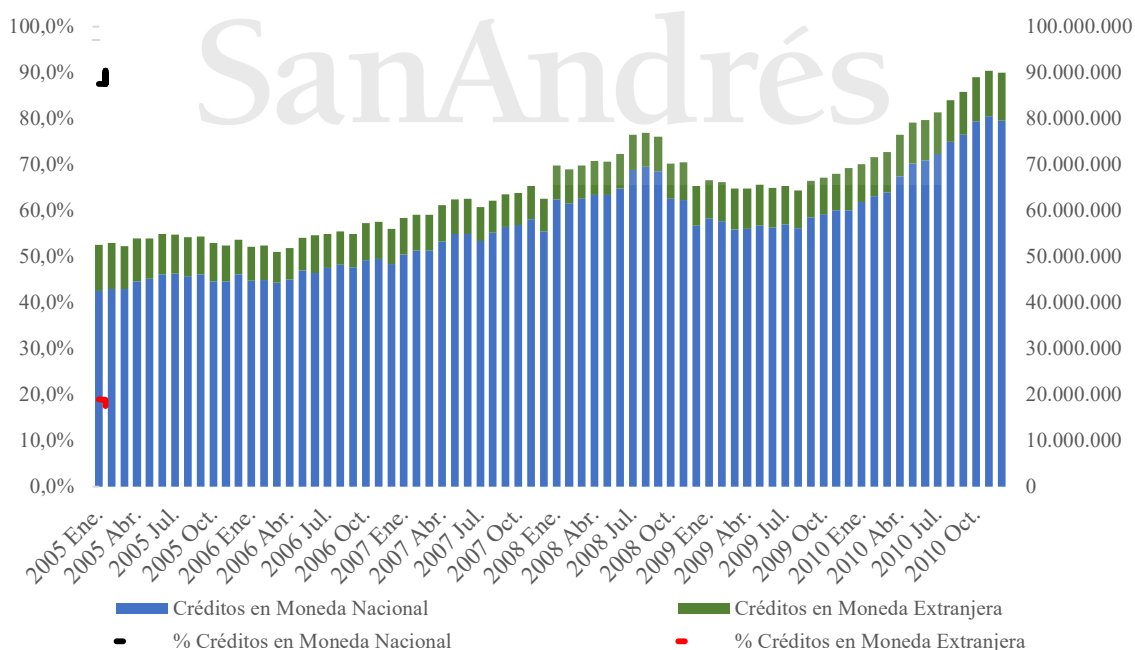
Gráfico N°80: Total Créditos del sistema financiero (en miles de pesos argentinos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Al medir la totalidad de los créditos en el sistema financiero en dólares, se observa también una considerable recomposición, ya que para finales del 2010 regresó a los niveles de los créditos otorgados durante la convertibilidad, alcanzando los 90.000 millones de dólares.

Gráfico N°81: Total Créditos del sistema financiero (en miles de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Las reservas internacionales fueron creciendo a un ritmo constante a partir del 2005. Si bien puede observarse una importante caída a comienzos del 2006, esta disminución obedece al pago inmediato de la deuda registrada con el Fondo Monetario Internacional.

Para mediados del 2008, las reservas internacionales alcanzaban los 50.000 millones de dólares, su valor más alto de los últimos 30 años. Durante recesión que sucedió durante el 2009, las reservas disminuyeron 5.000 millones de dólares. Sin embargo, a partir del último trimestre del 2009 se recompusieron superando los 50.000 millones de dólares para finales del 2010.

Gráfico N°82: Reservas Internacionales (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

En 2005 la inflación había subido a 12,3%, el valor más alto en ese momento registrado durante la presidencia de Néstor Kirchner. Para el 2006, el presidente decidió implementar un controles de precios y restricciones cuantitativas a las exportaciones para combatir a la inflación (Cavalló, 441). Ese año la inflación fue de 9,8%.

En 2007, el Gobierno intervino el INDEC al retirar al personal técnico del organismo, por lo que las cifras publicadas por el Gobierno de turno carecían de institucionalidad y comenzó a tomarse en consideración diferentes estimaciones realizadas por consultoras, organismos provinciales y hasta el índice de precios al consumidor medido por el Congreso de la Nación.

En los años siguientes, la inflación se fue acelerando a excepción del 2009, para finales del 2010 la inflación ya se ubicaba en torno al 25%, su valor más alto desde la salida de la convertibilidad en 2002.

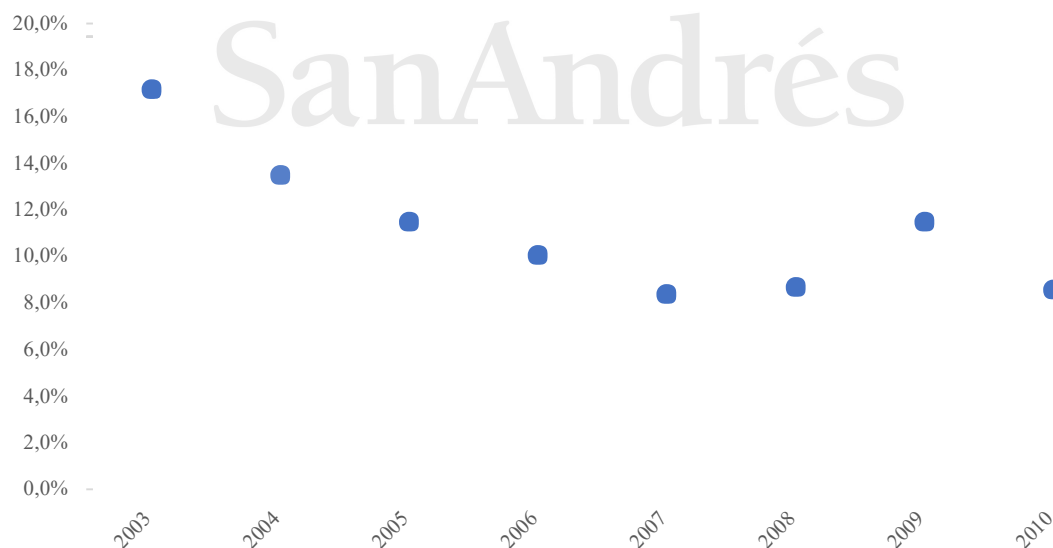
Gráfico N°83: Índice Precios al Consumidor: Variación porcentual Interanual



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y Cavallo (2018)

Luego de la reestructuración del 2005, y con la economía manteniendo su ritmo de crecimiento la tasa de desempleo disminuyó hasta 8,4% en 2007. En 2009 producto de la recesión el desempleo, medido por la consultora privada tras la intervención del INDEC, se incrementó a 11,5%, sin embargo, una pronta recuperación económica permitió que la cifra disminuyera a 8,6%, manteniéndose cerca de su valor más bajo desde 1992.

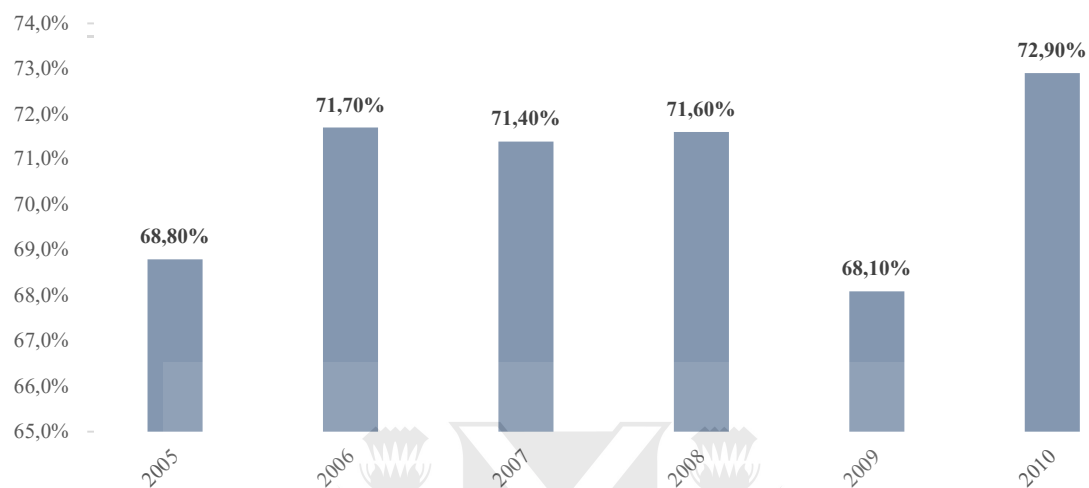
Gráfico N°84: Tasa de desempleo



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC e Infobae

En los años siguientes la capacidad instalada también logró ir incrementándose, siguiendo la expansión de la economía. En 2009 cayó a su valor más bajo desde el 2005, pero la rápida recuperación de la actividad permitió que la utilización de la capacidad instalada aumentará a 72,9%, su valor más alto desde el 2002.

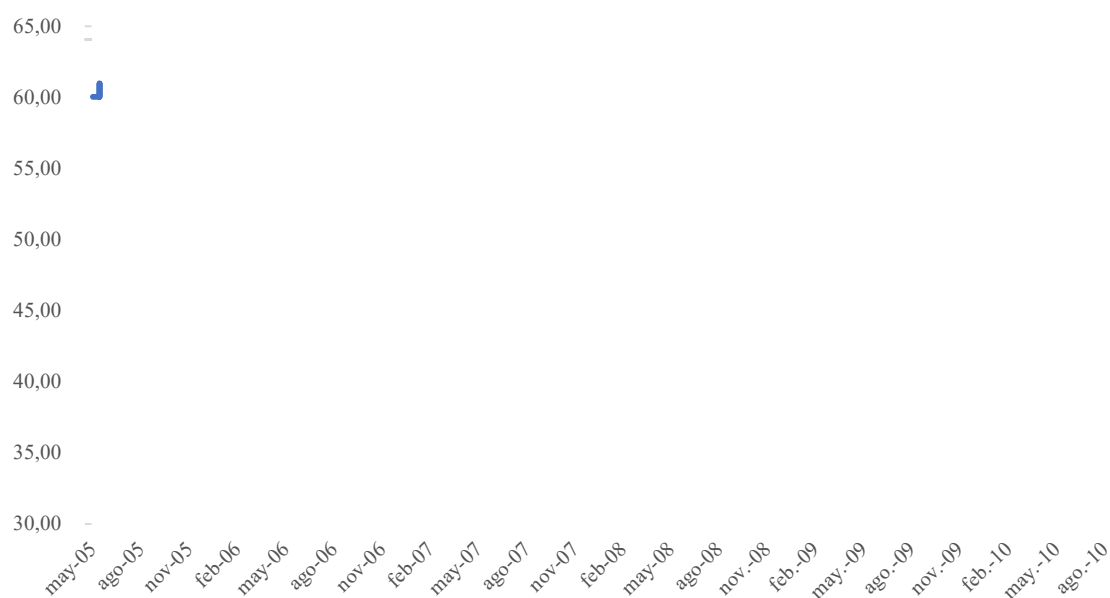
Gráfico N°85: Utilización de capacidad instalada



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Cronista

Finalizada la reestructuración de deuda del 2005, la confianza del consumidor alcanzó nuevamente su nivel más alto desde la creación del índice. La crisis financiera internacional y su efecto sobre la economía argentina generó un deterioro en la confianza del consumidor regresando a su valor más bajo desde la crisis del 2002. Pasado el momento de crisis, la confianza se recuperó rápidamente a valores registrados durante la negociación de deuda del 2005.

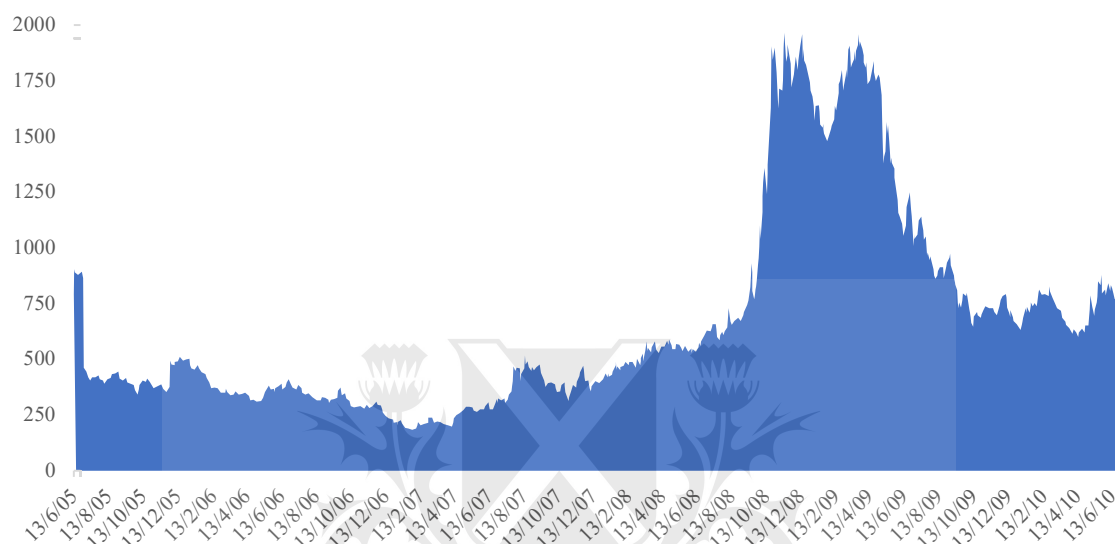
Gráfico N°86: Índice de Confianza del Consumidor



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Universidad Torcuato Di Tella

Resuelta la situación de la deuda en 2005, el riesgo país se mantuvo hasta el comienzo de la crisis financiera internacional por debajo de los 750 puntos básicos, a partir de allí y hasta mediados del 2009, el mismo se incrementó hasta los 2000 puntos producto de la recesión y la presión financiera. Sin embargo, pasado el momento de crisis, volvió a disminuir hasta los 750 puntos, nivel en el que se llevó a cabo la reestructuración de parte de la deuda que quedó pendiente de resolver en 2005.

Gráfico N°87: Riesgo País medido por el EMBI+Argentina



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ambito.com

3.2 CONTEXTO EXTERNO

Para finales del 2009, EE.UU. mostraba señales de salida de una de las peores crisis financieras en su historia. A comienzos del 2010, la economía estadounidense ya registraba un crecimiento real de 1,71% interanual.

Producto de esta crisis financiera, la Fed disminuyó la tasa de interés de referencia a mínimos históricos de un rango de 0,00% y 0,25%. Este nivel de tasas se mantuvo constante hasta finales de 2015.

Por su parte, el retorno del Treasury a 10 años había alcanzado en 2009 un nivel de 2%, su nivel más bajo hasta la fecha. Con la recomposición de la economía, el nivel el rendimiento se incrementó hasta casi 4%. Durante el 2010, comenzó nuevamente a disminuir, alcanzado durante el proceso del canje remanente un retorno de 3%.

Gráfico N°88: Retorno del bono del Tesoro norteamericano a 10 años



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Bank of Saint Louis

El efecto de la crisis financiera también incidió sobre la divisa estadounidense, alcanzando en 2008 valores mínimos en más de 12 años. Al recuperarse la economía la moneda también fue fortaleciéndose, para mitad del 2010 el índice DXY ya se encontraba nuevamente en valores similares al 2005.

Gráfico N°89: Índice DXY



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Investing.com

Por su parte, los commodities mantuvieron su ciclo de crecimiento iniciado a principios del 2002. Para el 1°T10 el índice de agricultura se ubicaba en 92 puntos, uno de sus valores más altos luego de alcanzar en 2008 una cifra máxima de 115 puntos.

Gráfico N°90: Índice de Agricultura (datos mensuales en dólares – Base 2010=100)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

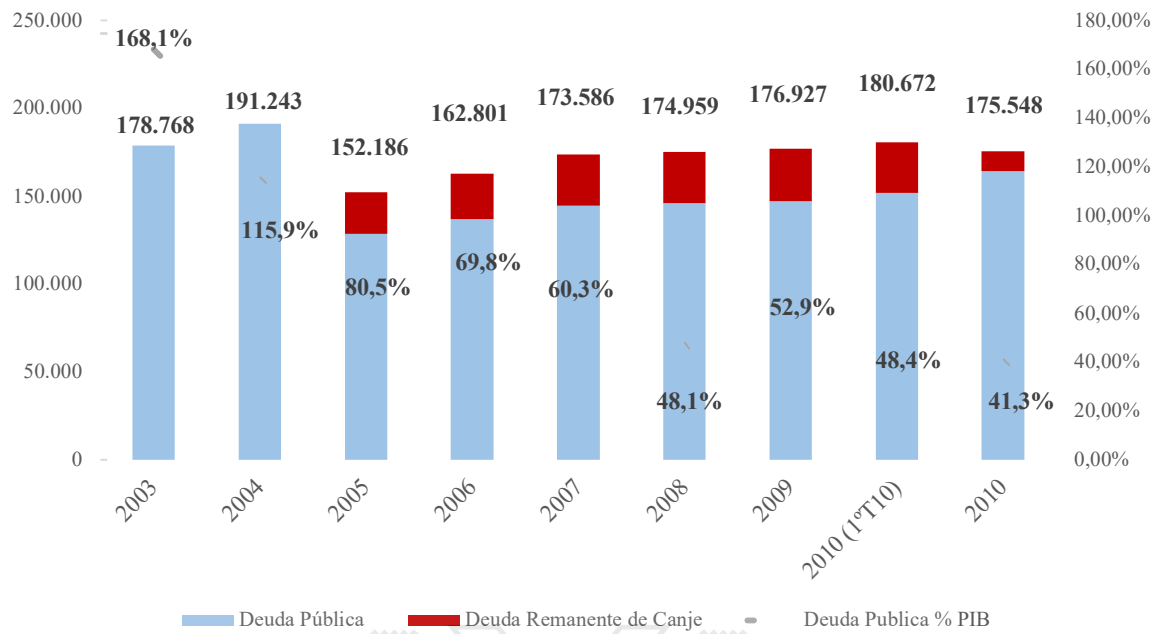
3.3 SITUACIÓN DE LA DEUDA

En los años posteriores a la reestructuración del 2005 la deuda pública bruta continuó incrementándose, alcanzando en el 1ºT2010 un nivel 151.766 millones de dólares, mientras que los 23.556 millones de dólares pendientes de reestructuración habían aumentado a 28.906 millones de dólares, elevando así el nivel total de deuda pública a 180.672 millones de dólares.

Si bien el nivel de deuda total bruta se mantuvo al alza, su ponderación sobre el Producto Bruto Interno fue disminuyendo gracias a la expansión económica. Desde el 80,5% logrado en 2005 post reestructuración, el nivel de deuda respecto al PIB disminuyó al 1ºT2010 a 48,43%.

Finalizado el canje y al cierre del 2010, la porción de deuda remanente de resolución disminuyó considerablemente a 11.218 millones de dólares. A su vez, la relación con el PIB también vio una reducción al ubicarse en 41,3%, con una deuda pública total de 175.548 millones de dólares.

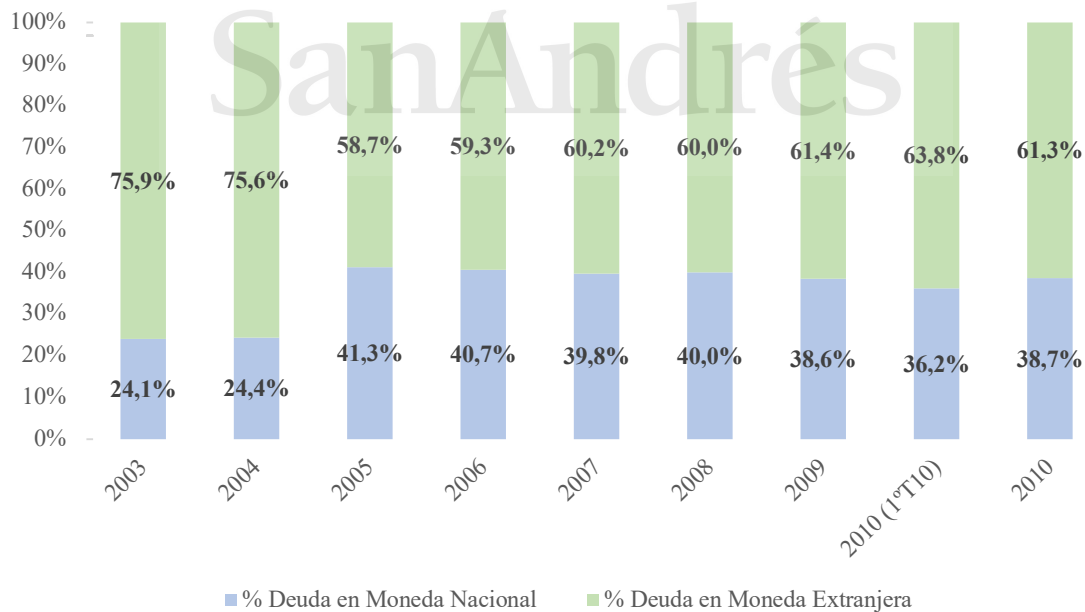
Gráfico N°91: Deuda Pública Total Bruta (en millones de dólares)



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

Luego del canje del 2005, la porción de deuda en moneda local había disminuido levemente casi 5 puntos porcentuales hasta el primer trimestre de 2010, previo a la reestructuración del canje de la deuda remanente de resolución. Terminado este proceso, la deuda en moneda nacional finalizó el 2010 representando el 38,7% del total de la deuda pública bruta.

Gráfico N°92: Composición por moneda de la Deuda Pública Total Bruta

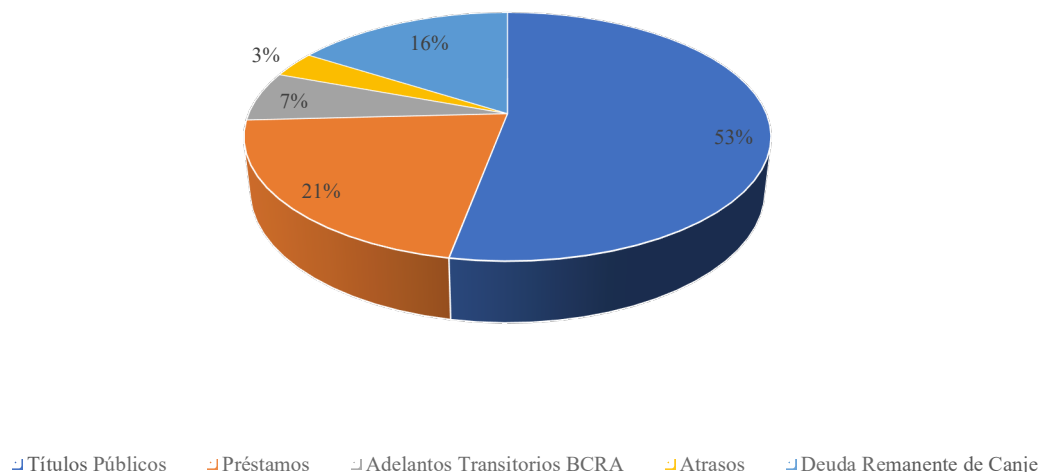


Fuente: Elaboración propia a base de datos del Ministerio de Economía

A su vez, durante este período la deuda total estaba conformada por un 53% de títulos públicos, 21% por préstamos internacionales, mostrando una reducción respecto al 37%

registrado en 2005 gracias a la cancelación con el FMI. Por su parte, la deuda remanente que no fue reestructurada llegó a representar el 16% del total.

Gráfico N°93: Composición Deuda Pública Total Bruta al 1°T2010



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

3.3.1 LA REESTRUCTURACIÓN DEL 2010

Bajo el primer mandato de la presidente Cristina Fernández de Kirchner se buscó aumentar el nivel de adhesión al primer canje realizado durante la presidencia de su marido. Para esto se envió al Congreso en 2009 el tratamiento de la Ley Cerrojo, que había sido implementada en el canje del 2005 estableciendo que los acreedores que no ingresaran al canje no recibirían otra propuesta posterior. Autorizada por el Congreso la suspensión de esta ley, se permitió la presentación de una nueva propuesta.

Luego de varios meses de presentación de documentación para el inicio del nuevo canje, el 29 de Abril de 2010 se publicó en el Boletín Oficial bajo el decreto 563/2010 la oferta de canje publicando el respectivo prospecto.

El proceso de reestructuración comenzó a partir del 30 de abril de 2010, contando con un período de presentación desde el 3 de mayo hasta el 7 de junio, siendo esta última la fecha de vencimiento y estableciendo que el monto elegible de canje ascendía a 18.300 millones de dólares incluyendo los intereses devengados e impagos hasta el 31 de diciembre de 2001.

Esta oferta entregaba dos títulos, un bono par y un bono a descuento, con las mismas características de los títulos pares y descuento presentados en el canje del 2005.

- Bono Par: sin quita de capital, con interés de 2,5% (igualando los intereses que en aquel momento pagaba el bono par emitido en 2005) que se incrementará

progresivamente hasta 5,25% y con vencimiento en 2038, comenzando a amortizarse a partir del 2029.

- Bono Discount: con quita de capital del 66,3%, interés fijo del 8,28% anual que en los primeros años parte de estos intereses eran capitalizables. Con un vencimiento en 2033, comenzando a amortizarse a partir del 2024.

Sin embargo, estos dos bonos no eran fungibles con los bonos emitidos en 2005, es decir que no era una emisión adicional a la previamente realizada en aquel período.

Por su parte, para ambos títulos se entregaban unidades vinculadas a la evolución del PIB que si eran fungibles con las previamente emitidas en 2005, con la excepción de aquellas emitidas bajo Ley de New York.

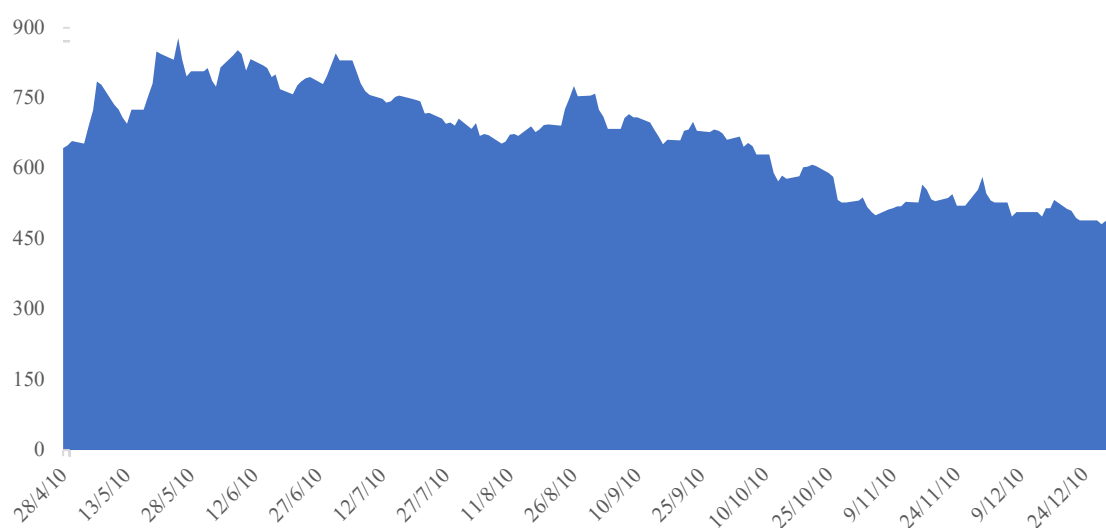
Para agregar, los acreedores que elegían la opción de Bono Par recibían pago en efectivo por los intereses acumulados al período comprendido entre el 31 de diciembre de 2003 y el 30 de septiembre de 2009. Aquellos que elegían la opción de Bonos Discount recibían por los intereses acumulados en el mismo período un nuevo título público, el Bono Global 2017, con vencimiento en 2017, interés anual de 8,75% pagadero semestralmente y una amortización íntegra al vencimiento. La particularidad de este bono es que su emisión total es bajo ley New York.

Finalmente, el 1 de julio de 2010 el gobierno anunció el resultado del canje en el cual se recibieron 12.862 millones de dólares, representando una participación de 70,3% sobre la deuda elegible y elevando el total de participación sobre el total de deuda a reestructurar a 92%

Los 12.862 millones de dólares que se presentaron en la oferta fueron canjeados por un total de aproximadamente 7.180 millones de dólares, compuestos por 1.921 millones de dólares en bonos Par, 4.309 millones de bonos discount y 950 millones de dólares en bonos global 2017.

Durante todo el proceso de canje, el Riesgo país se encontró oscilando entre los 650 y 850 puntos. Finalizado este, el nivel de riesgo país comenzó a disminuir hasta alcanzar a fin de año un valor cercano a los 450 puntos básicos.

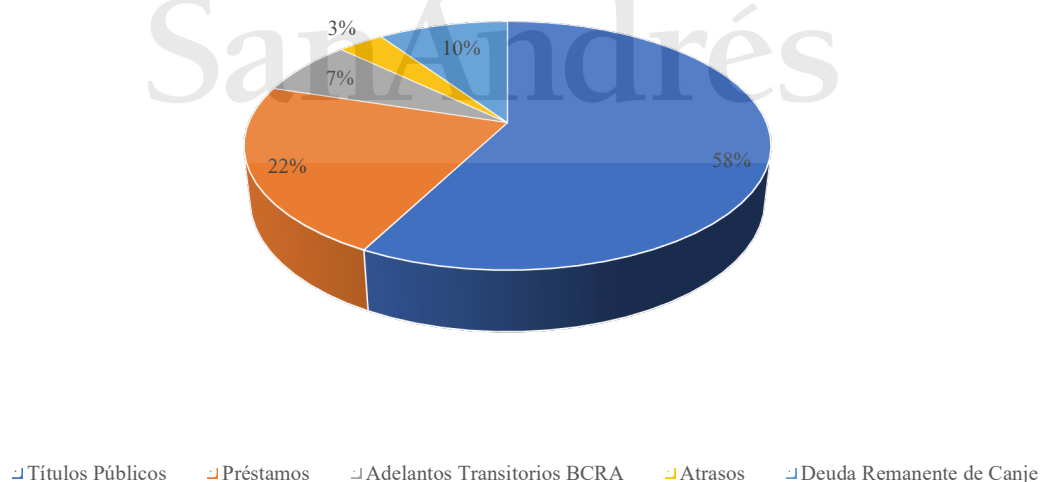
Gráfico N°94: Riesgo País medido por el EMBI+Argentina



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ambito.com

Lograda la reestructuración del 92% de la deuda defaultada en 2001, y en base al boletín fiscal del segundo trimestre de 2010, la totalidad de la deuda pública bruta se encontraba distribuida en un 53% por títulos públicos, 22% préstamos internacionales, el 10% representaba la porción de acreedores que no se adhirieron a ninguno de los canjes realizados, mientras que el porcentaje restante se distribuye entre adelantos transitorios del BCRA y atrasos en el pago de deuda a Club de París y otros.

Gráfico N°95: Composición Deuda Pública Total Bruta



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

3.3.2 ANÁLISIS Y COMPORTAMIENTO DE LOS BONOS DURANTE EL PERÍODO

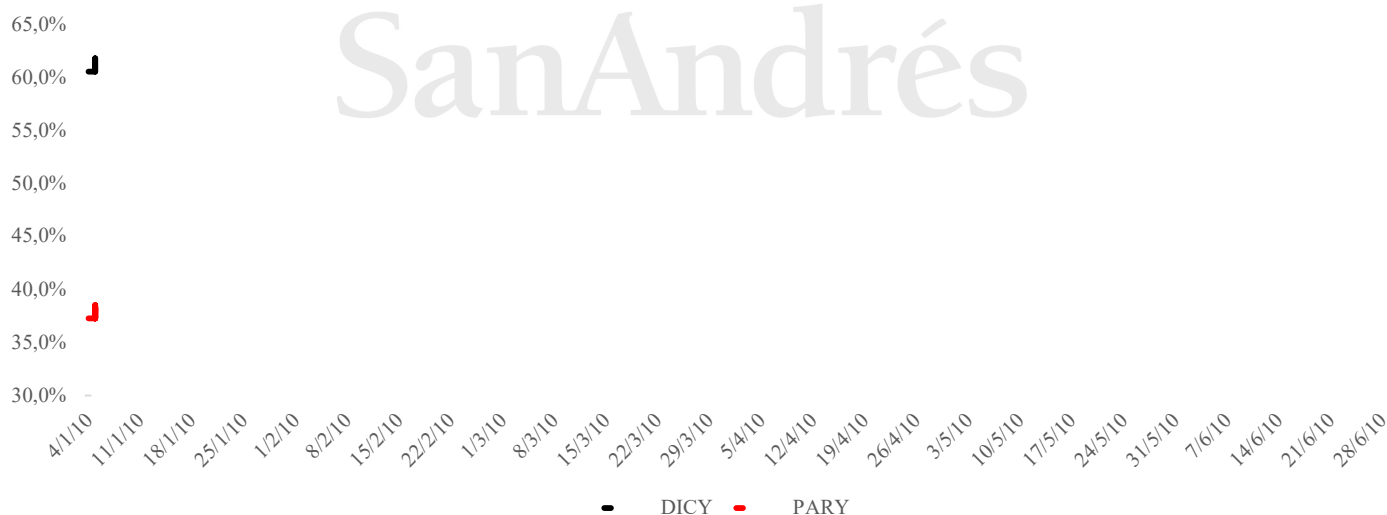
Desde la reestructuración del 2005, la Argentina no volvió a emitir títulos de deuda en dólares bajo ley extranjera, motivo por el cual en esta sección se compararán los bonos Par y Discount emitidos en aquella reestructuración con los títulos emitidos en 2010, el nuevo Par, Discount y el Global 2017.

Por otro lado, debido a que los títulos de deuda elegibles para el canje pendiente dejaron de registrar operaciones en los mercados locales no es posible calcular la exit yield con la que saldrían al mercado los nuevos bonos. Sin embargo, debido a que los títulos ofrecidos en esta reestructuración son de características idénticas a los emitidos en 2005 deberían de mostrar niveles de tasas y paridades similares, de forma similar a lo ocurrido con el Megacanje en 2001.

En los tres meses previos a la publicación del prospecto de canje, el bono Par cotizaba con una paridad entre el rango de 35% y 30%, un nivel similar al registrado durante el primer semestre de 2006. En abril, mes en el que finalmente fue publicado, la paridad aumentó hasta 40%, para luego mantenerse estable sobre el 35% hasta la presentación del resultado final.

El bono Discount mostró un comportamiento similar, aunque las paridades se encontraban en un nivel inferior a las registradas en 2006. Durante abril, la paridad del bono se incrementó al 60%, aunque llegó a disminuir 100 puntos básicos luego de la publicación del prospecto, para luego alcanzar una paridad cercana al 55% para finales de junio.

Gráfico N°96: Evolución paridades bonos Par y Discount 2005

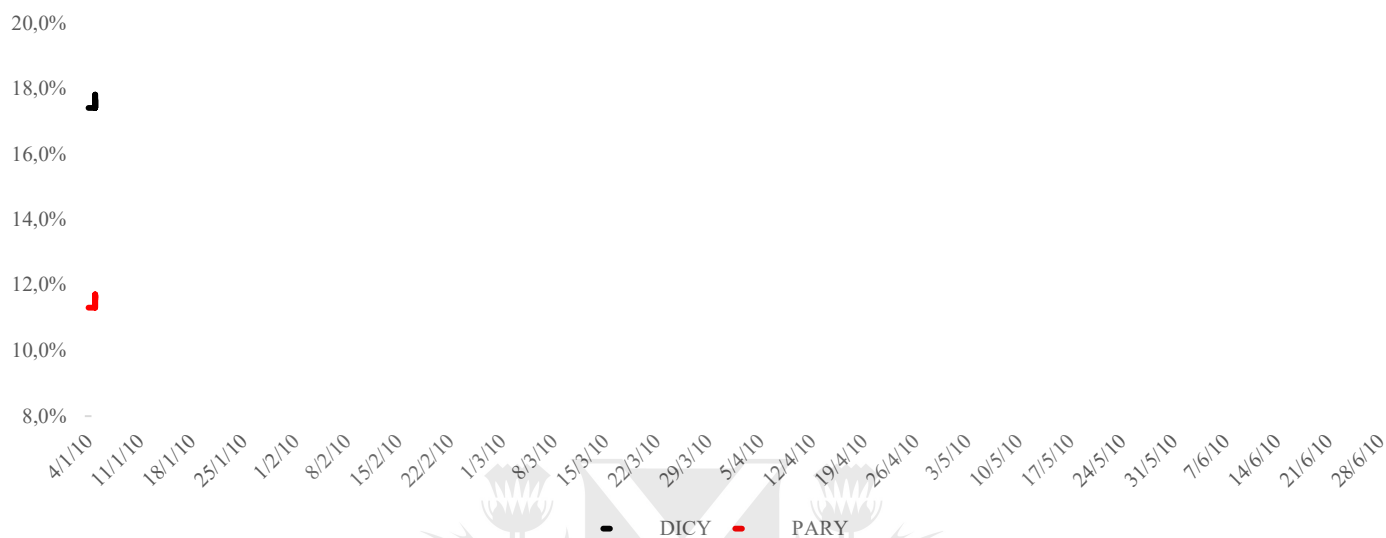


Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE

En relación a la tasa que reflejaban los bonos, estas se encontraban en un nivel superior respecto a la registrada en 2005. Respecto al título Par, se encontró oscilando entre el 10,5% y 10%, estabilizándose en el 11% durante mayo y junio, justo antes de la publicación de los resultados del canje.

En cambio, el bono Discount, que alcanzó a operar en el mercado con una tasa de 14%, llegó a registrar durante mayo y junio una TIR de 18%, que disminuyó 200 puntos básicos hasta alrededor de 16%.

Gráfico N°97: Evolución TIR bonos Par y Discount 2005



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE

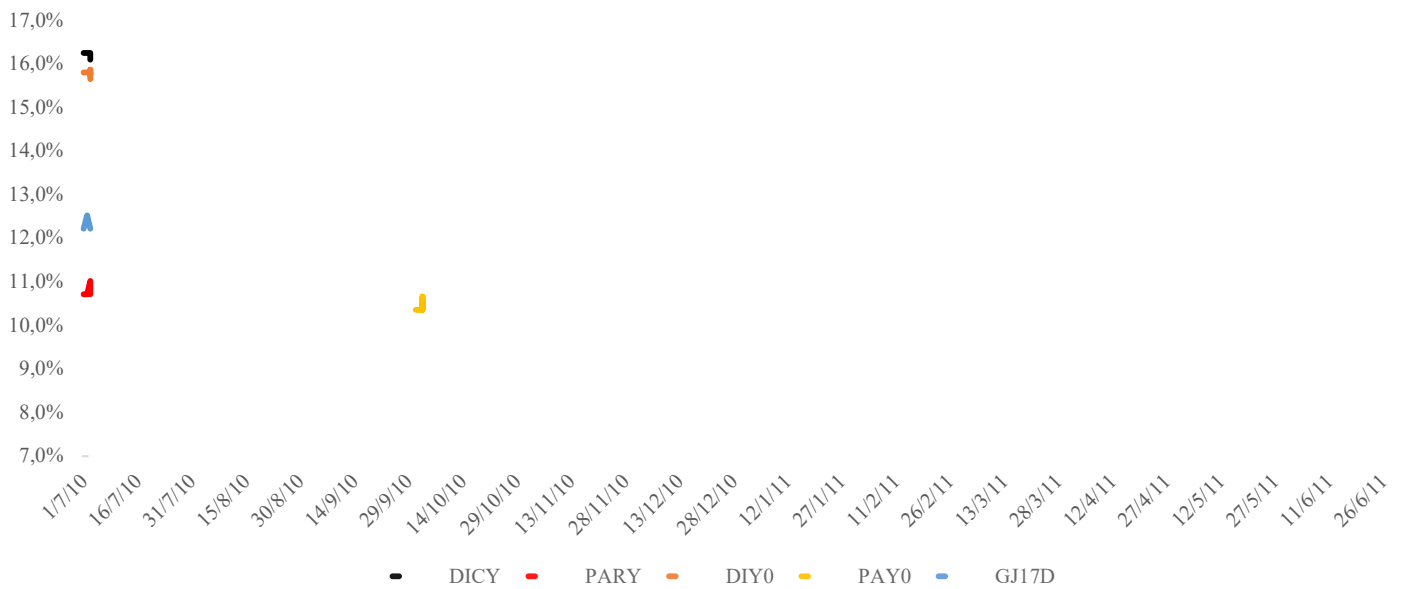
El 1 de julio de 2010 se publicaron los resultados del canje, a partir de esta fecha se han podido encontrar las cotizaciones del nuevo bono Discount (DIY0) y el bono Global 2017 (GJ17D), mientras que el nuevo bono PAR (PAY0) se pudieron obtener precio en el mercado secundario a partir del 1 de octubre de ese año.

Como se puede observar, el bono discount DIY0 inició operando con una TIR de casi 16%, levemente inferior a la de su predecesor el DICY, manifestando ambos una evolución y un nivel de tasas durante los próximos 12 meses muy similares.

Por su parte, el bono Par PAY0 inició su cotización con una TIR ligeramente por encima del 10%, valor similar al del PARY. Sin embargo, esta similitud no se mantuvo durante los próximos 12 meses. El PAY0 conservó este nivel de tasas, mientras que el PARY redujo su TIR a valores cercanos al 9%, oscilando en el rango de 9% y 9,5%, manteniendo en promedio un spread entre ambos títulos de un poco más de 90 puntos básicos.

Finalmente, el Global 2017 (GJ17D) comenzó a operar en el mercado secundario con una tasa interna de retorno de casi 12%, que iría disminuyendo durante los próximos seis meses hacia un nivel cercano al 8%, por debajo de la TIR de los bonos Par. Al momento de cumplirse el primer año desde su emisión el GJ17D operaba con una tasa de 8,8%, luego de haberse ubicado en niveles de 10,5%, superando las tasas registradas por el PARY y PAY0, títulos con un vencimiento mucho mayor.

Gráfico N°98: Evolución TIR bonos reestructuración 2005 y 2010



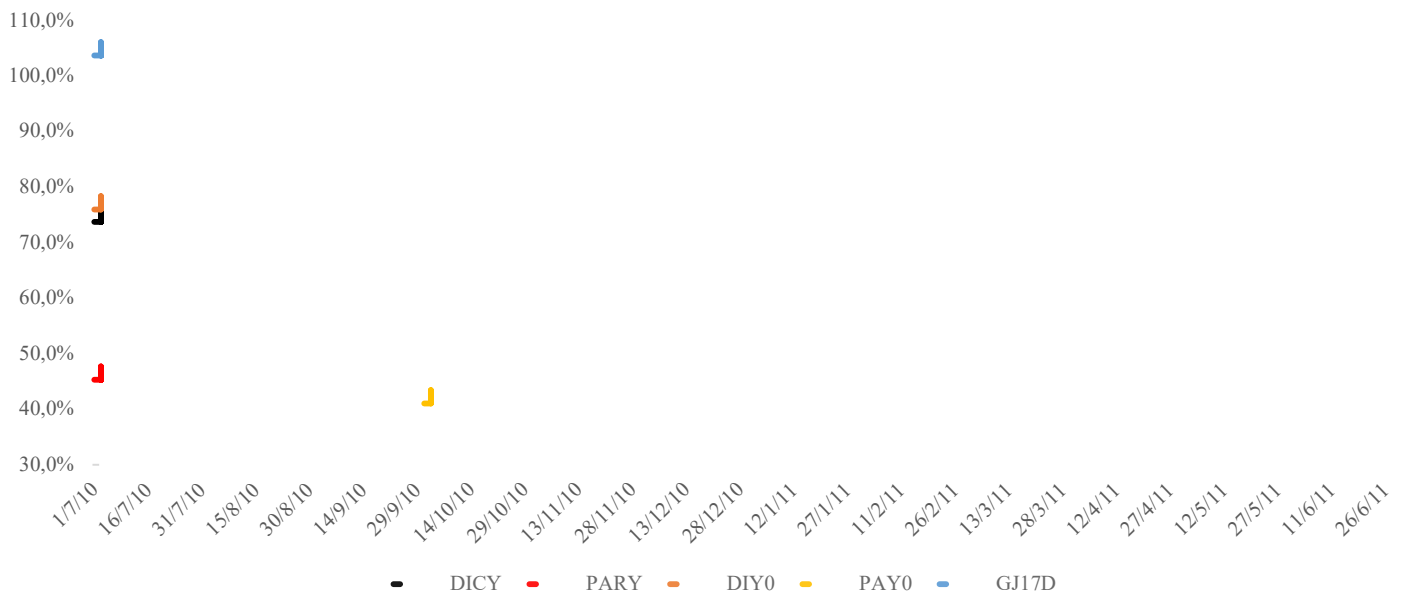
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE

Para convalidar este nivel de tasas, las paridades de los bonos discount se encontraron por debajo de las registradas en 2005, 55% en comparación con el 85% registrado por el DICY al momento de su emisión. Ambos bonos discount describieron un comportamiento similar en la evolución de sus paridades que nunca superó el 75%.

La paridad del PAY0 se ubicó siempre por debajo de la paridad de su predecesor el PARY, que alcanzó una paridad máxima durante el período de 12 meses de julio 2010 a julio 2011 de 47%, mientras que el PAY0 solo alcanzó un nivel de 43%. La diferencia entre las paridades de ambos títulos se mantuvo generalmente entre los 500 puntos básicos.

El Global 2017, comenzó cotizando bajo la par en casi 85%, pero durante los próximos 12 meses dicho nivel se fue incrementando hasta alcanzar una paridad máxima de 105%. Para principios de julio 2011, el bono cotizaba prácticamente a la par.

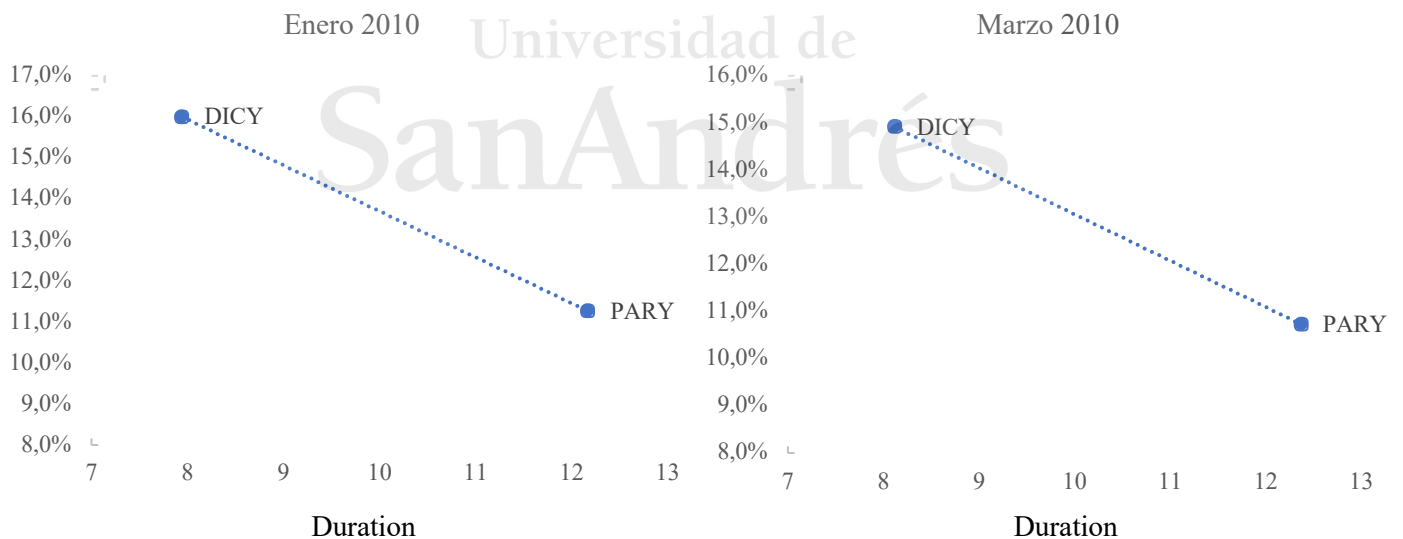
Gráfico N°99: Evolución paridades bonos reestructuración 2005 y 2010



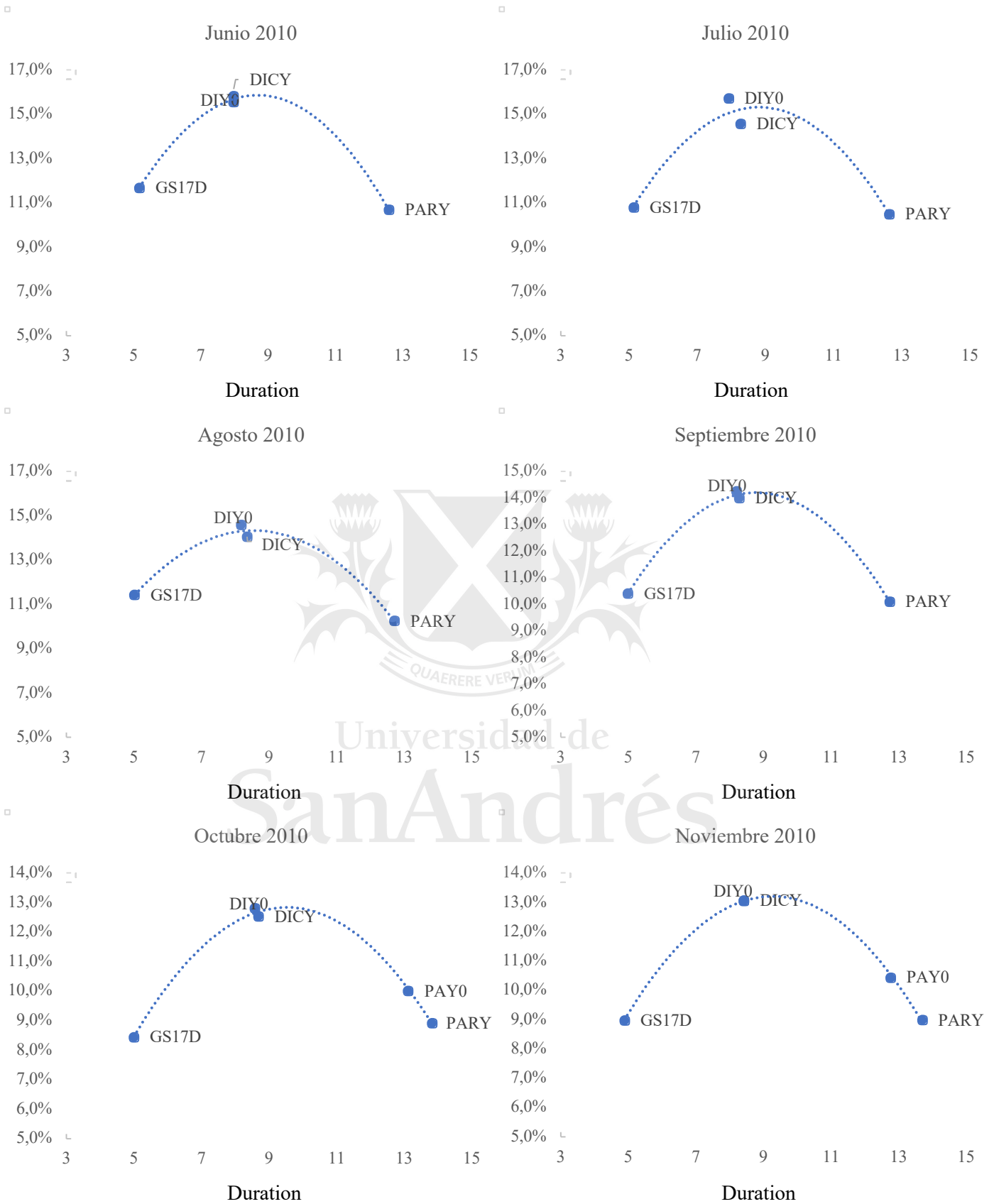
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE

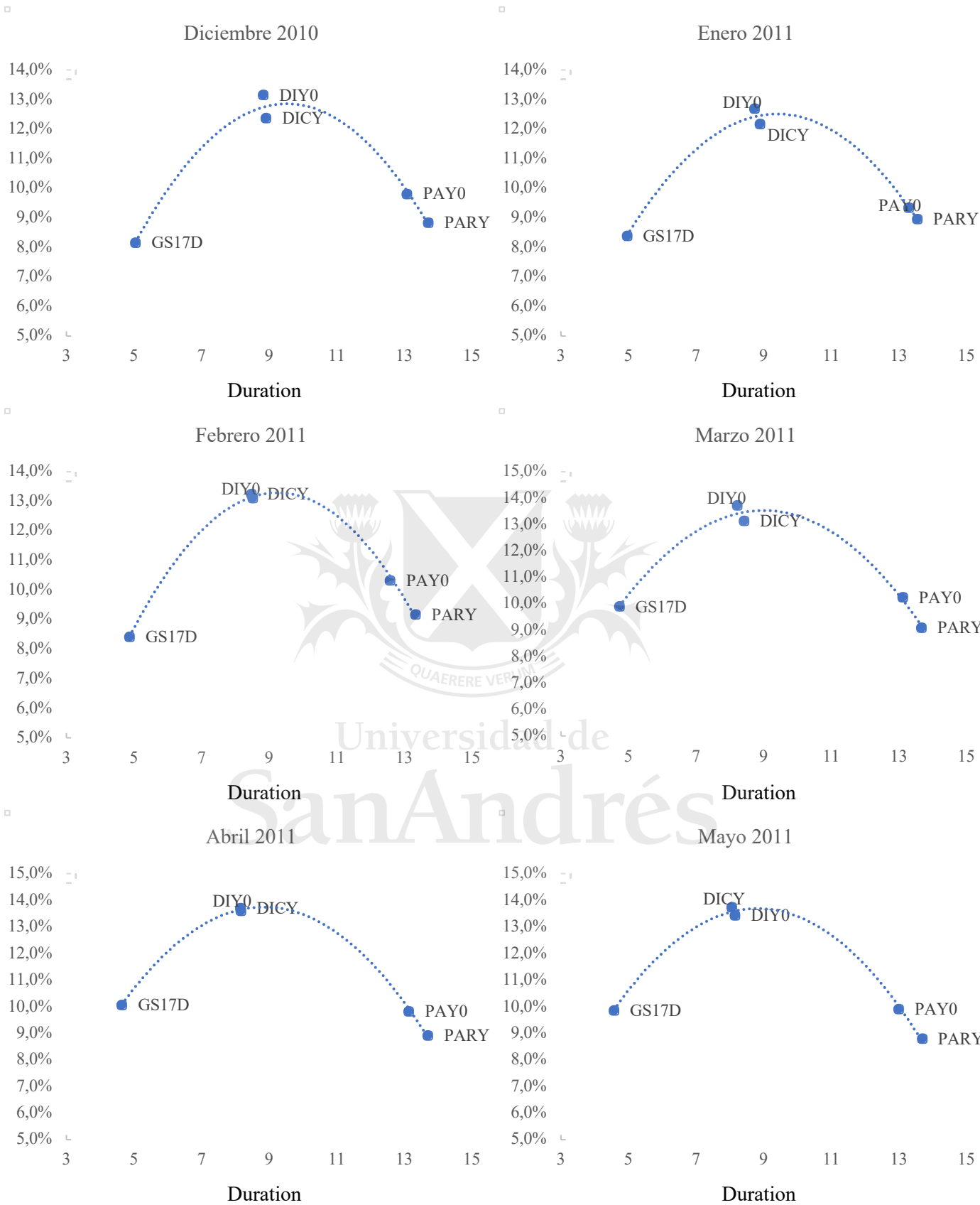
Para comienzos del 2010 la curva soberana compuesta por el DICY y el PARY mantenía la inversión que registró en 2005 luego de la reestructuración, ya que el bono Discount que tenía una menor duration continuaba registrando una TIR mayor que el Bono Par.

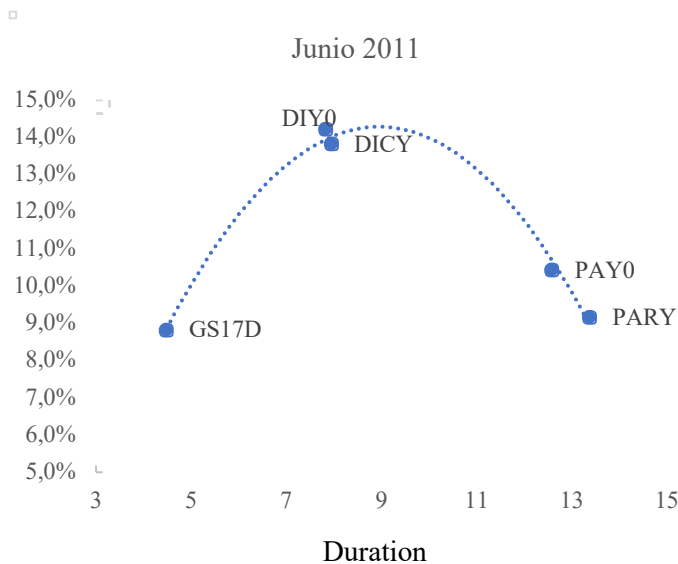
Gráfico N°100: Evolución curva soberana de bonos ley extranjera



En junio, con la incorporación de los nuevos bonos productos del canje realizado por la deuda pendiente de resolución en 2005, la curva soberana mostró una pendiente un poco más normalizada, aunque los bonos Par que poseían la mayor duration mostraban un rendimiento similar al bono más corto, el Global 2017. Esta estructura de la curva de rendimientos soberana se mantuvo durante gran parte de los próximos 12 meses.







Durante los meses de mayo a principios de julio, período en el que se llevó a cabo la reestructuración de la deuda pendiente de arreglo, las probabilidades de default para el próximo año habían incrementado a niveles de 16% con una tasa de recupero de 40% y 12% con un recupero de 20%, su valor más alto desde el 2005. Terminado el canje, estas probabilidades disminuyeron a niveles de 10% y 7,8% para fines del 2010.

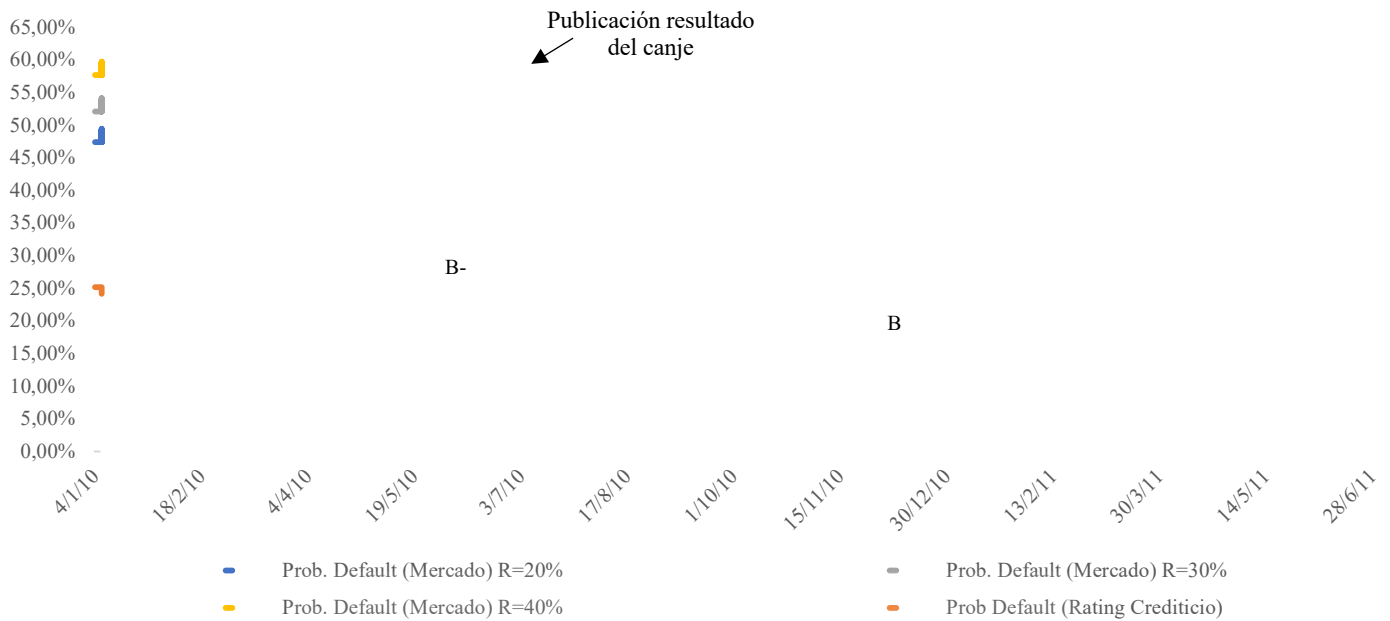
Gráfico N°101: Evolución probabilidad de default a un año



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Las probabilidades de default acumulada para los próximos 5 años registraron un comportamiento similar durante el período de negociación de la reestructuración, pero en niveles de casi 48% y 58% con tasas de recupero de 20% y 40% respectivamente. Finalizada esta, la probabilidad de default acumulada para los próximos 5 años con una tasa de recupero 40% se mantuvo por debajo del 55% durante los próximos doce meses.

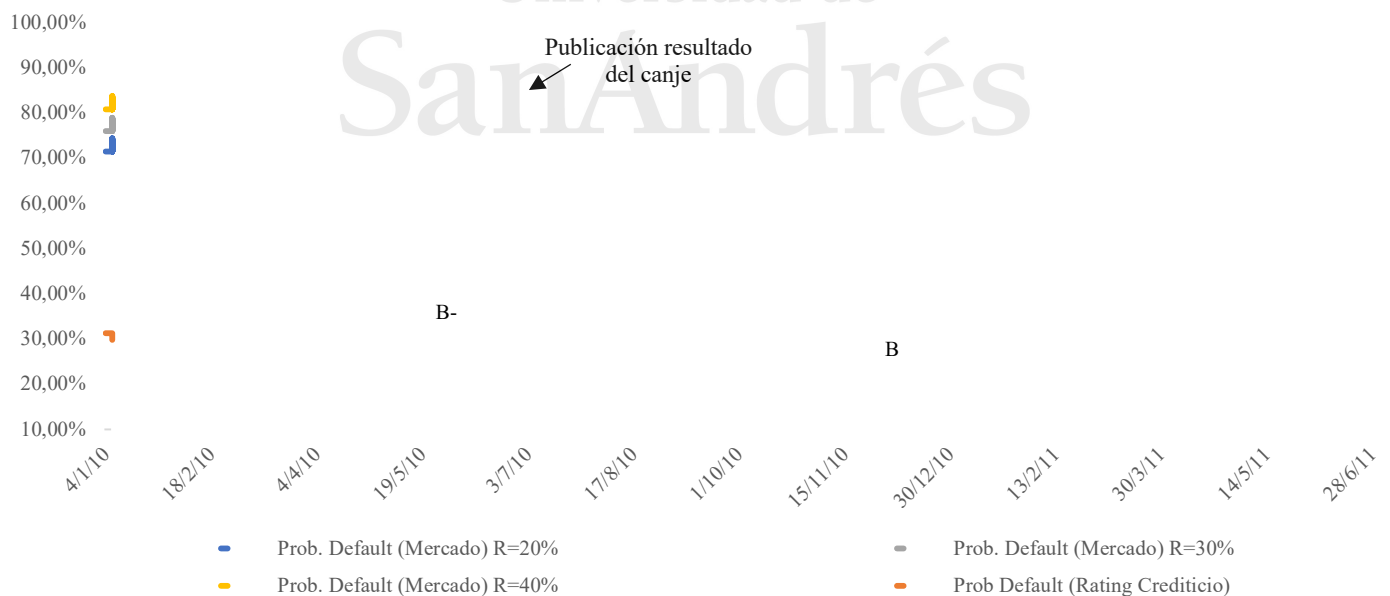
Gráfico N°102: Evolución probabilidad de default acumulada 5 años



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Luego de haber alcanzado una probabilidad acumulada de default para los próximos 10 años de 75% con una tasa de recupero de 20%, la misma disminuyó para ubicarse a mediados del 2011 en 63%, valores similares a los registrados a mitad del 2001 previo a llevarse a cabo el Megacanje.

Gráfico N°103: Evolución probabilidad de default acumulada 10 años



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

3.4 NOTICIAS DEL PERÍODO

El 3 de Enero de 2010, el diario La Nación publicaba una noticia titulada “Finanzas. El mercado arranca 2010 con la mira en el canje”. Destacando que “Los grandes anuncios realizados por el Gobierno tienen fecha de vencimiento: la reapertura del canje tendrá su primer capítulo en los próximos días y en el mercado descuentan que será clave para el futuro.”.

Dos semanas más tarde el mismo diario publica una nota bajo el título “Incertidumbre por el canje en EE.UU.”, comentando que las observaciones realizadas por la SEC al prospecto enviado, el embargo del juez Thomas Griesa sobre los fondos depositados en Nueva York y las respuestas del gobierno argentino incrementaron la incertidumbre en relación al canje que ya se había postergado de enero a febrero y ahora había dudas de que incluso se lleve a cabo.

Con fecha de 2 de mayo el diario La Prensa publicó una nota en la que se expresa el canje de deuda está por comenzar y el Gobierno espera un piso de adhesión del 60%, añadiendo los comentarios del aquel momento ministro de economía Amado Boudou que explica que con ese porcentaje de adhesión el problema de default quedaría en un grupo muy acotado, advirtiendo que esta sería la última oportunidad de un acuerdo.

El 17 de mayo de 2010, la Nación publica un fragmento del comunicado de los copresidentes de la American Task Force Argentina (ATFA), en la que califican la nueva propuesta de canje como inaceptable, argumentando que Argentina ofrece a los acreedores solamente el 25% del reclamo total, dejando de lado los intereses acumulados durante la última década.

El 21 de mayo, el diario El País informa que el ministro de economía Amado Boudou reconoció que los operadores de los mercados están en otra película, aludiendo al impacto de la crisis financiera de Europa. Sin embargo, ratificó que se espera que alcance un nivel de aceptación total del 60%, al señalar que los grandes fondos ya entraron al canje y representan el 45% del total, esperando añadir un 15% extra a través del tramo minorista.

La Nación publicó el 15 de junio que el Gobierno asegura que el nivel de adhesión de los minoristas japoneses es alto, alcanzando un nivel de participación del 99% al tener en cuenta la reestructuración del 2005 y la del 2010.

Con posterioridad al resultado final del canje, el diario la Nación informó el 14 de septiembre de 2010 que la calificadora de riesgo S&P elevó la nota de deuda soberana argentina de B- a B, pero advirtiendo que siguen pendientes los riesgos de mediano plazo por la creciente confrontación política y económica.

4. REESTRUCTURACIÓN 2020

4.1 SITUACIÓN MACROECONÓMICA

Durante los años que siguieron al cierre de la reestructuración de la deuda pública remanente en 2010, la economía argentina se encontró sin poder mantener un claro ritmo de crecimiento económico sostenido.

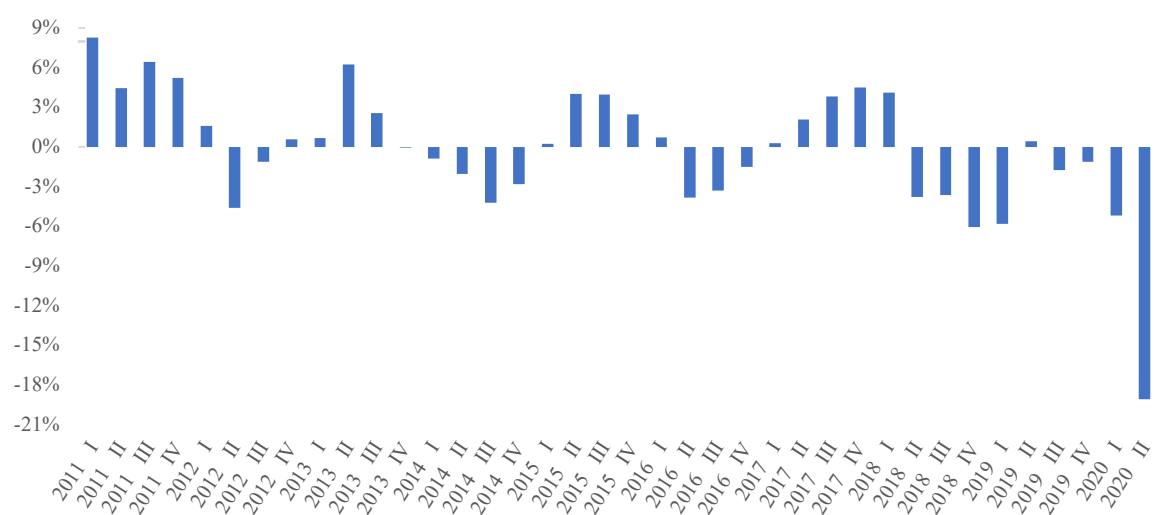
En diciembre de 2015, llega al poder un nuevo gobierno no peronista, el primero desde la presidencia de De la Rúa. Durante el primer año de gobierno, la economía cayó en total 2,1% interanual, luego de registrar tres trimestres consecutivos de contracción.

En 2017, la situación mostró una reversión al registrar cuatro trimestres consecutivos de expansión, generando amplias expectativas de un mayor crecimiento en el futuro cercano. Sin embargo, el año siguiente mostró una realidad diferente a la esperada.

Luego de crecer a un ritmo de 4,1% interanual en el primer trimestre de 2018, el segundo trimestre registró una contracción de 3,8% YoY, producto de una importante crisis cambiaria, que desembocó en solicitar en mayo de ese año la ayuda del FMI al cerrarse el financiamiento a través los mercados internacionales.

La llegada del Fondo Monetario Internacional tampoco pudo resolver la crisis argentina a pesar de un préstamo histórico de 50.000 millones de dólares, ya que la economía continuó en recesión durante 2019 y 2020, amplificando los efectos recesivos durante el año en curso producto de una estricta cuarentena como medida para combatir la pandemia del Covid-19, que generó una caída del PIB de 19,1% interanual solo en el segundo trimestre. Según el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) de octubre llevado a cabo por el BCRA, se espera para el 2020 una caída del PIB de 11,6% respecto al año previo.

Gráfico N°104: Crecimiento del PIB trimestral – Variación Interanual (Base 2004)



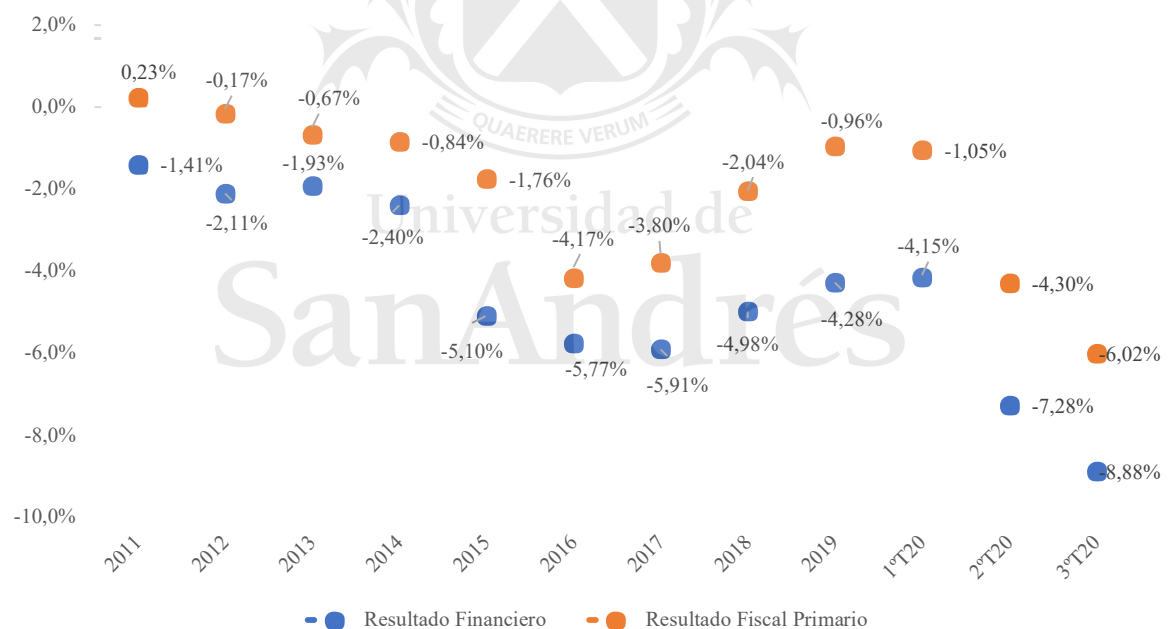
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

El superávit fiscal que existió en 2010 se revirtió rápidamente en un abultado déficit que en 2016 alcanzó un resultado primario negativo de 4,17% del PIB, su valor más alto desde 1988, y un déficit financiero de 5,77%.

Para el 2017, el gobierno buscó reducir paulatinamente el nivel de déficit, pero al generarse la crisis cambiaria y con la llegada del FMI las cuentas fiscales debieron de ajustarse a un ritmo mayor. De esta manera, el déficit primario de 2016 paso a ser de 3,8% del PIB en 2017, 2% en 2018 y 0,96% en 2019.

Sin embargo, con la llegada de un nuevo gobierno peronista en 2020 y en un contexto de pandemia y cuarentena el déficit primario y financiero volvieron a incrementarse a un vertiginoso ritmo. Al primer trimestre de 2020 el saldo deficitario primario era de 1,05% apenas un crecimiento de 0,10 puntos porcentuales, pero para el tercer trimestre se incrementó a 6% y el déficit financiero total aumentó en el mismo período a 8,88% desde el 4,15% previo. Para este año, según el REM y comentarios del Gobierno, se espera que el déficit primario se ubique cercano al 8%, mientras que el déficit total aumentaría a 10,5%.

Gráfico N°105: Resultado Fiscal Primario y Resultado Financiero como % del PIB

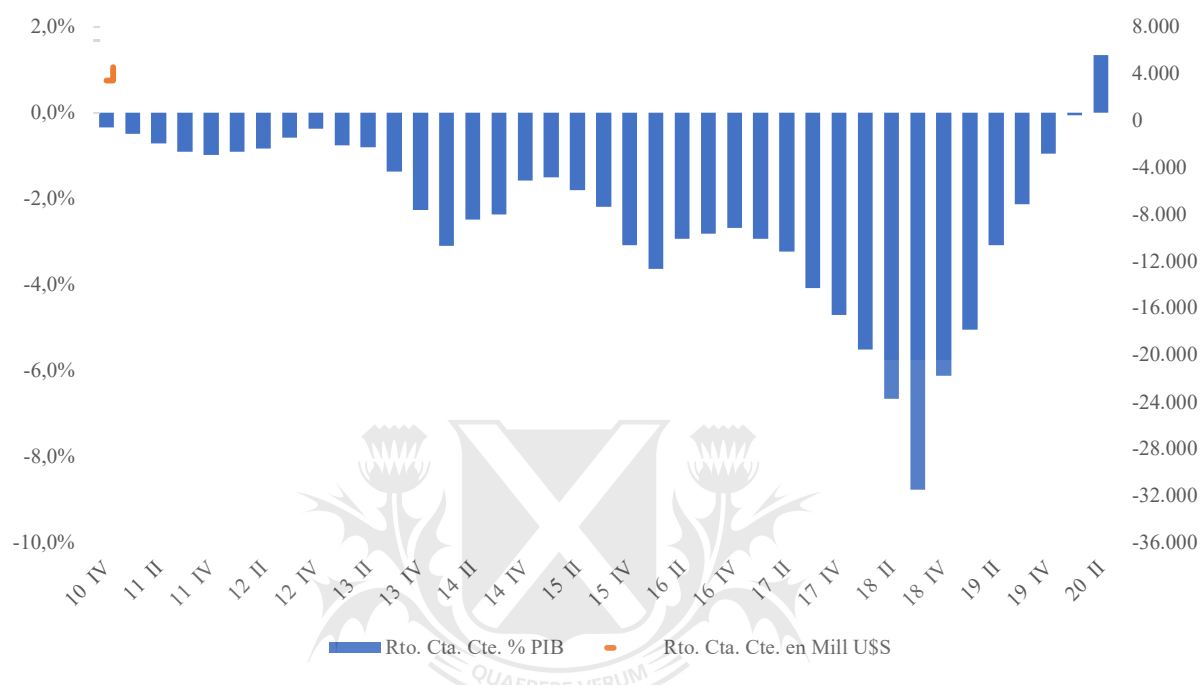


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

La balanza de pagos por su parte registró un destino similar. El leve déficit comercial registrado en la cuenta corriente a finales del 2010 se consolidó durante prácticamente toda década. Para finales del 2015 el déficit de cuenta corriente alcanzó a representar el 3% del PIB. Para el tercer trimestre del 2018 el resultado negativo se había incrementado a 8,7% del Producto Interno Bruto, alcanzando su mayor nivel desde la década del 90.

En los meses siguientes el déficit comercial se fue reduciendo paulatinamente en gran parte debido a la menor actividad económica que desembocó en un menor nivel de importaciones. Para el 2ºT2020, período en el que se mantenían las negociaciones de la reestructuración de deuda soberana, el saldo deficitario se había revertido a un superávit de 1,3% del PIB.

Gráfico N°106: Cuenta Corriente y relación como % del PIB



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

Durante el período del 2010 a 2015 el gobierno mantuvo una política monetaria de flotación administrada con pequeñas depreciaciones diarias, con excepción durante parte del 2014. A su vez, en octubre de 2011 se implementó un control de cambios que con algunos ajustes perduro hasta diciembre de 2015 cuando asumió el nuevo gobierno presidido por Mauricio Macri.

Bajo el nuevo gobierno, al menos durante los primeros tres años, la política monetaria era de libre flotación eliminando a la vez el control de cambios impuesto previamente. Sin embargo, en los primeros quince días de mayo de 2018 la calma cambiaria cesó al registrar en ese corto período una depreciación de 17%, pasando la paridad dólar peso argentino a valer 24,8 desde 21,74.

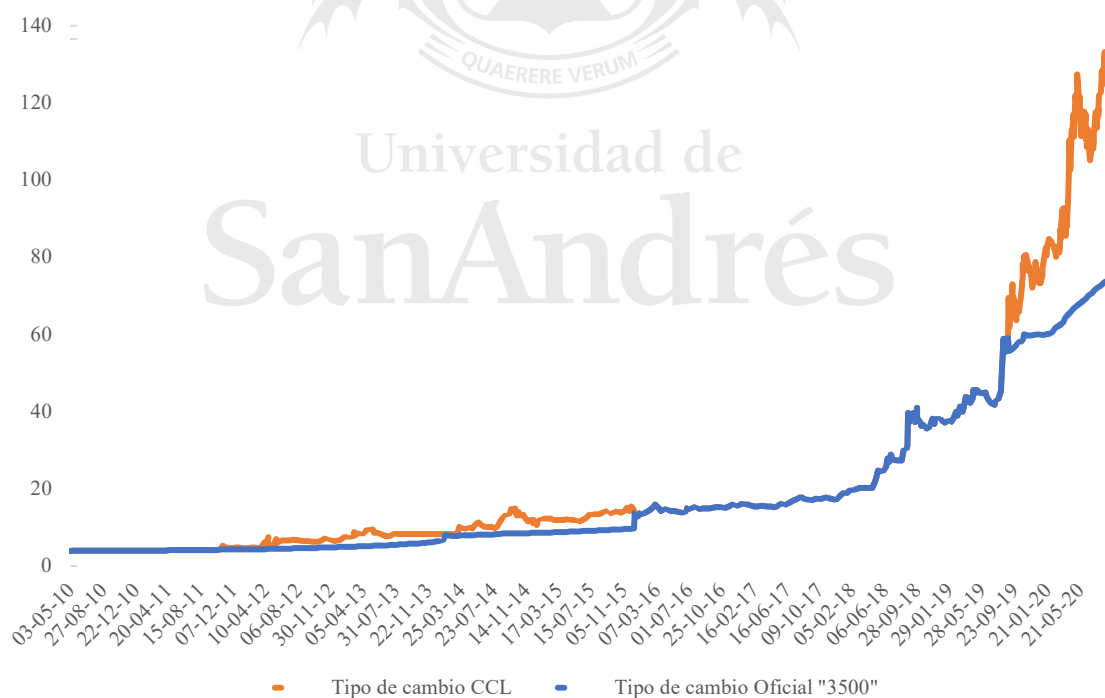
En junio el Gobierno anunció un acuerdo con el FMI por 50.000 millones de dólares, buscando calmar la incertidumbre respecto a la capacidad para afrontar sus obligaciones financieras. Sin embargo, este acuerdo trajo una calma temporal ya que en las primeras dos semanas de agosto el tipo de cambio se depreció 9,5%, y para finales de ese mes aumentaría un 24%, para alcanzar una paridad de 39,6 pesos por dólar.

Luego de este salto, el tipo de cambio se mantuvo estable bajo una nueva política monetaria basada en una banda de flotación y emisión monetaria cero. Pero esta tranquilidad volvió a interrumpirse a partir de los primeros meses de 2019. En un contexto de año electoral y debilidad política por parte del gobierno de turno volvió a generar volatilidad sobre el tipo de cambio que se depreció 10% hasta los 45 pesos por dólar antes de las elecciones primarias de agosto de 2019. Al conocerse este resultado, el cual otorgó una considerable ventaja al partido peronista por sobre el oficialista el tipo de cambio aumentó 23% en un solo día a USDARS 55,8.

En septiembre el gobierno oficialista vuelve a implementar sistema de control de cambios para evitar mayores sobresaltos sobre el dólar, que hasta el día de la fecha es mantenido por el nuevo y actual gobierno, implementando a la vez un sistema de flotación administrada con pequeñas depreciaciones diarias.

Con la implementación del control de cambios los tipos de cambios financieros, como por ejemplo el dólar contado con liquidación (CCL), comenzaron a registrar una importante diferencia respecto al valor del dólar oficial, alcanzando por momentos una brecha superior al 100%.

Gráfico N°107: Tipo de cambio Oficial y Tipo de cambio Contado con Liquidación (CCL)



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del BCRA

Producto de las importantes depreciaciones registradas en los últimos dos años el tipo de cambio real multilateral oficial alcanzó durante el proceso de negociación del canje niveles registrados en 2014. Por otro lado, si se tomará en cuenta el valor del dólar contado con

liquidación, el tipo de cambio real multilateral se ubicaría en los niveles más altos desde la salida de la convertibilidad.

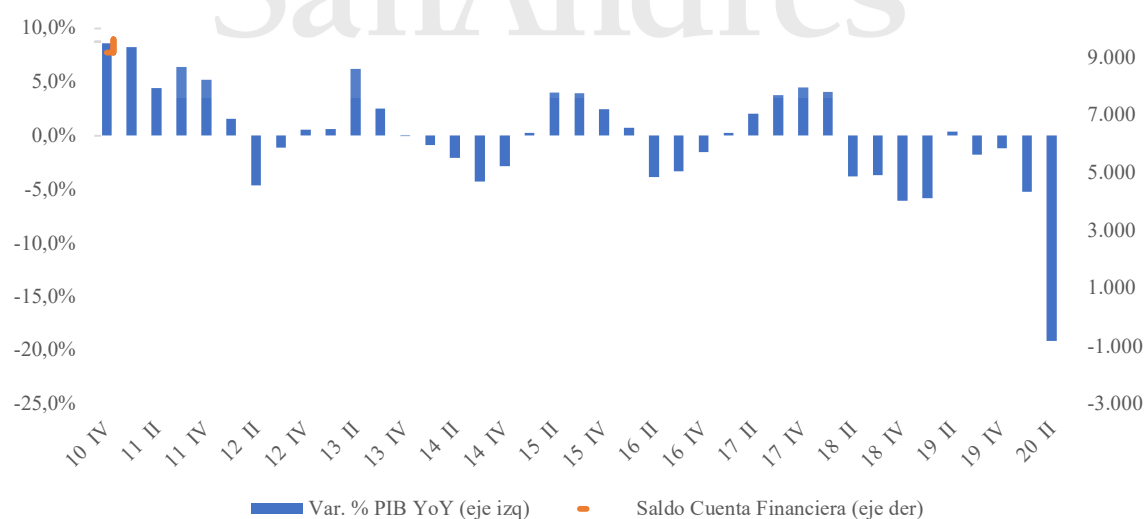
Gráfico N°108: Tipo de Cambio Real Multilateral



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del BCRA

Durante la última década se mantuvo constante la dinámica histórica en la que el crecimiento de la economía se muestra ligado a los movimientos de capitales. En 2017 el PIB se expandió de la mano también de una gran entrada de capitales, que a partir del 3°T18 comenzó a disminuir alcanzando incluso una reversión de los flujos de fondos.

Gráfico N°109: Cuenta Capital y Financiera en millones de dólares

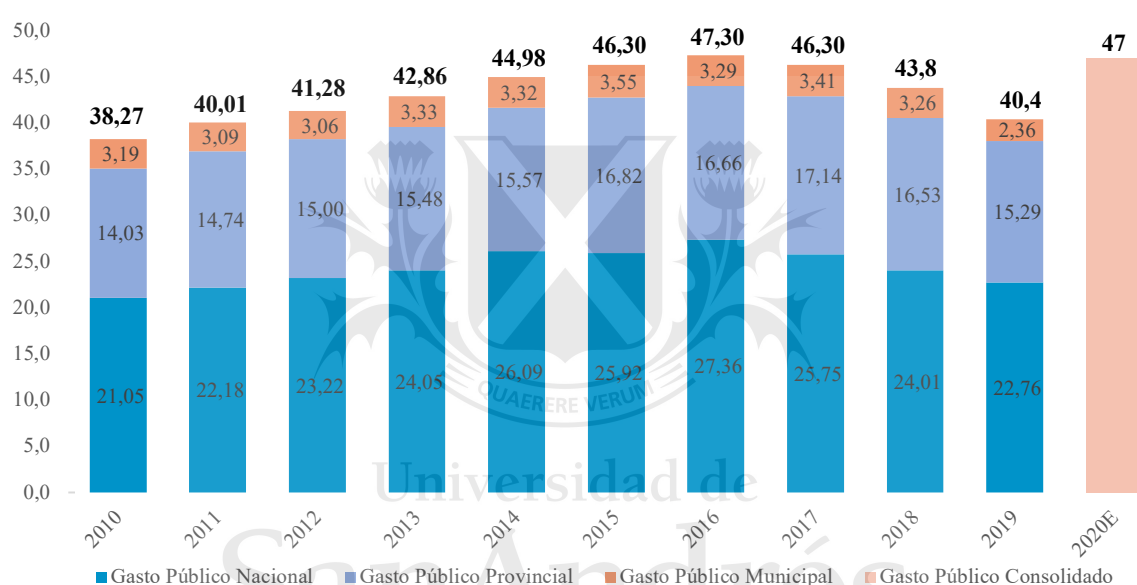


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

En los años posteriores al canje del 2010 el gasto público consolidado continuó incrementándose, representando en 2015 el 46,3% del PIB, cifra que logró ser superada durante el primer año de la presidencia de Mauricio Macri al llegar al 47,3%.

Durante los tres años siguientes el gobierno de Macri comenzó a disminuir el nivel de gasto público, intensificando esta reducción en 2018 y 2019, cuando alcanzó el 40,4% del PIB. Es decir, que en tres años el gobierno redujo el nivel de gasto público consolidado en casi 7 puntos porcentuales, alcanzado su nivel más bajo desde el 2011. Sin embargo, para el 2020 según estimaciones de Orlando Ferreres el gasto público consolidado aumentaría a 47% del PIB, en gran parte debido a los gastos incurridos para paliar los efectos de la cuarentena y el coronavirus.

Gráfico N°110: Gasto Público consolidado como porcentaje del PIB

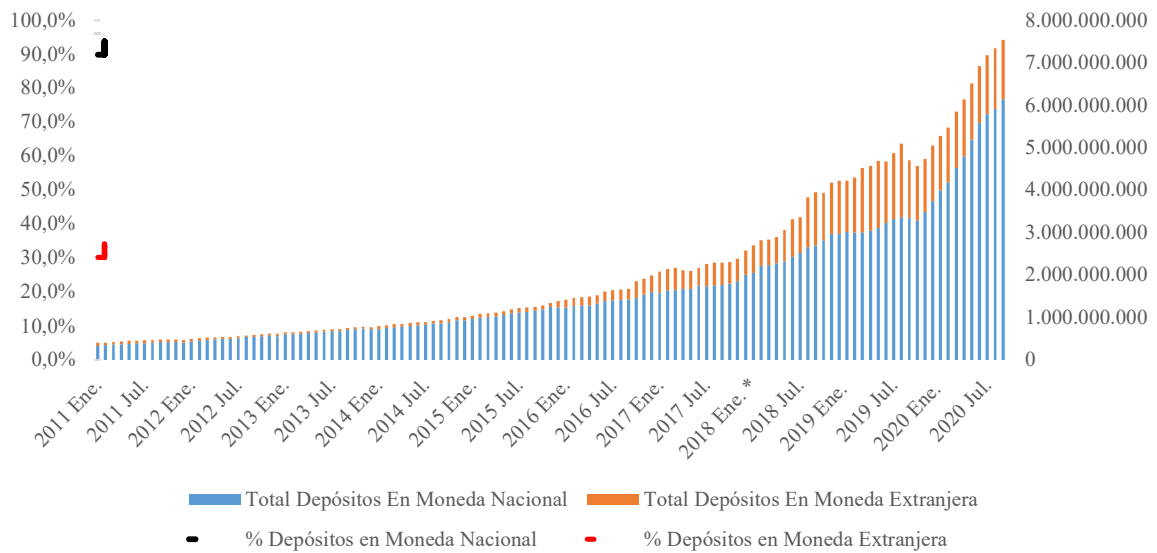


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y Orlando Ferreres

En un contexto de 10 años en el que la economía no logró crecer de forma sostenida, los depósitos totales medidos en moneda nacional registraron un incremento constante a lo largo de este período, especialmente debido al efecto inflacionario.

Por su parte, la tendencia en la que los depósitos en moneda nacional representaban alrededor del 80% del total de los depósitos a finales de 2010 regresó a niveles de 90% en 2012, manteniéndose en este nivel hasta finales de 2015. Con la llegada del nuevo gobierno, esta tendencia se revirtió y los depósitos en pesos llegaron a representar en Agosto de 2019 el 70% de los depósitos del sistema financiero, su valor más bajo desde la salida de la convertibilidad. Luego del resultado electoral de las primarias que se dio ese mismo mes, los depósitos en pesos volvieron a representar cerca del 80% del total.

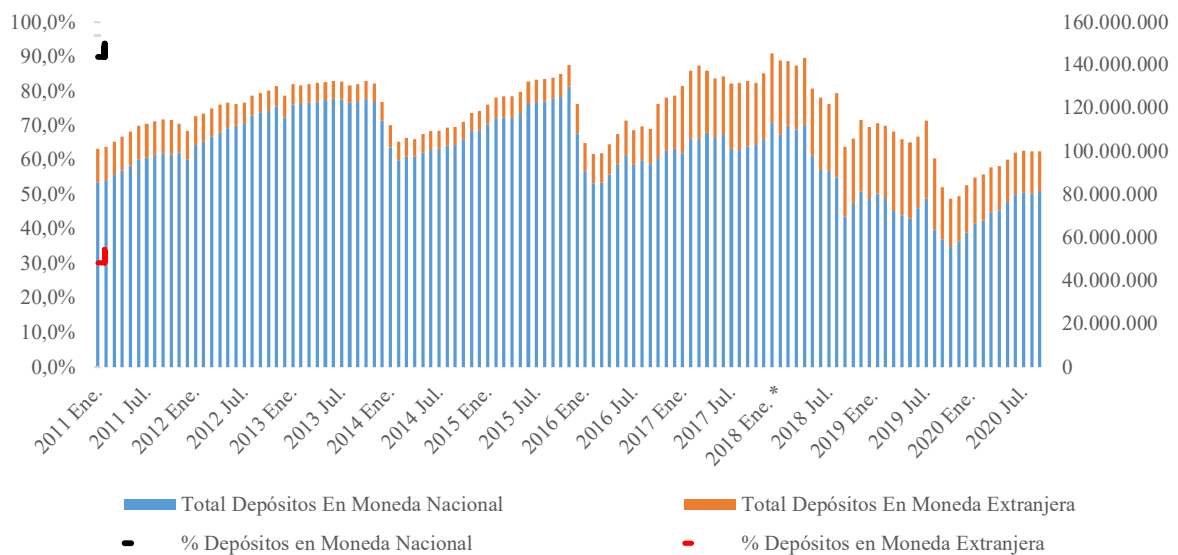
Gráfico N°111: Total Depósitos en sistema financiero (en miles de pesos argentinos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Al convertir los depósitos de este período en dólares por el tipo de cambio oficial se puede apreciar que durante los últimos diez años la totalidad de depósitos en el sistema financiero no ha podido superar los 140.000 millones de dólares. A su vez, es posible visualizar la caída de depósitos tanto en moneda nacional como extranjera, la cual se acentuó en 2019 especialmente luego de las primarias de agosto, cuando se retiraron más de 8.000 millones de dólares solamente en Septiembre en un contexto donde además se implementó un régimen de control de cambios. En 12 meses siguientes, el retiro de depósitos en dólares continuó pero a un menor ritmo, retirándose del sistema financiero un total cercano a los 5.600 millones de dólares y alcanzando un nivel de depósitos totales similares a los del 2009.

Gráfico N°112: Total Depósitos en sistema financiero (en miles de dólares por tipo de cambio oficial)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Debido a que durante gran parte de los últimos diez años aplicó un régimen de control de cambios, que produjo la existencia de varios tipos de cambios paralelos, se analizaron los depósitos totales del sistema financiero medido por el dólar contado con liquidación o CCL.

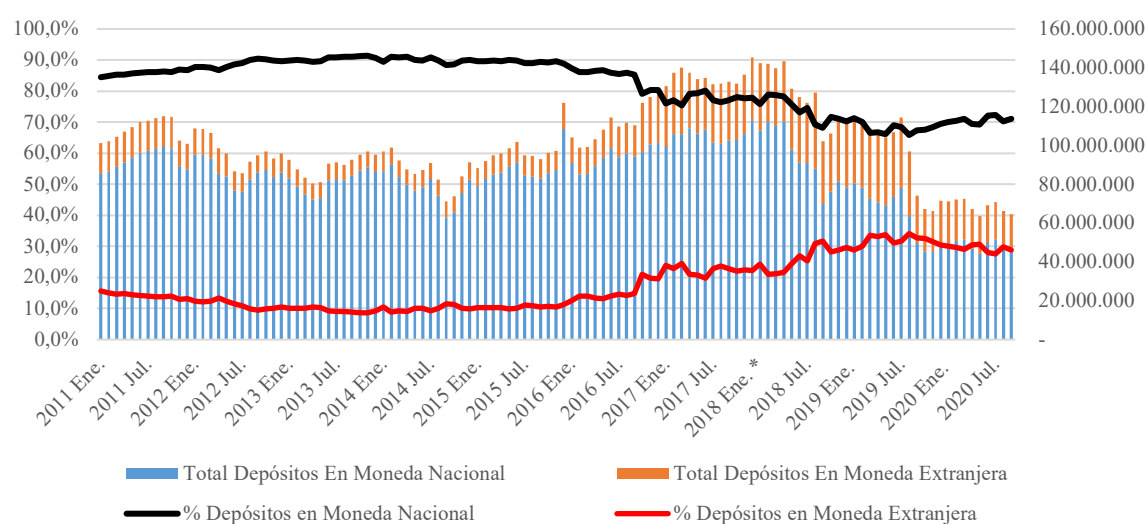
Medidos de esta manera la evolución de los depósitos muestran un comportamiento más suavizado al evitar el efecto del atraso cambiario oficial y su posterior devaluación, como por ejemplo a comienzos del 2014 y en Diciembre de 2015. También puede verse que los depósitos totales alcanzaron en 2017 su nivel más alto desde 1990.

En agosto de 2018, los depósitos en moneda extranjera se ubicaban en valores cercanos a los 39.200 millones de dólares, representando el 31% del total de depósitos en el sistema financiero. Para Septiembre de 2020, se habían retirado del sistema 20.500 millones de dólares, alcanzando un total de 18.650 millones de dólares, su nivel más bajo en cuatro años.

Por su parte, los depósitos en moneda nacional medidos en dólares por el CCL, disminuyeron desde Agosto 2018 hasta Septiembre de este año en 42.120 millones de dólares. De esta manera, el total de depósitos del sistema financiero medido en dólares alcanzó su valor más bajo en casi doce años, registrando niveles similares a los vistos durante la crisis financiera de 2008.

En cuanto a la representatividad de los depósitos en moneda extranjera sobre el total del sistema financiero, la misma se incrementó en los últimos cuatro años a casi el 30% desde el 10% promedio registrado a partir de la salida de la convertibilidad y por lo tanto su valor más alto. A pesar de este aumento, los depósitos en moneda extranjera se mantienen en niveles ampliamente inferiores a los registrados durante la década de 1990.

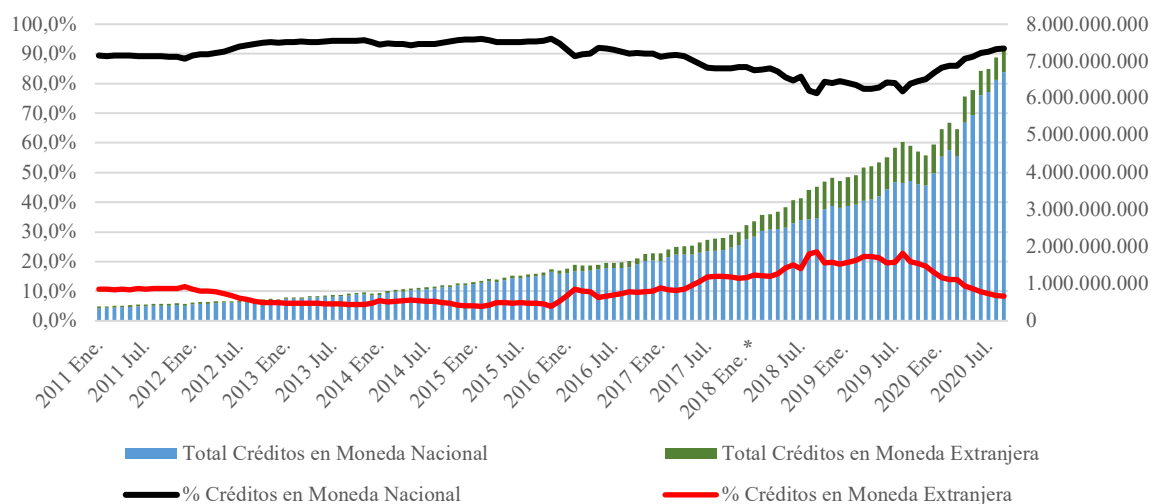
Gráfico N°113: Total Depósitos en sistema financiero (en miles de dólares por tipo de cambio CCL)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

La totalidad de créditos otorgados en el sistema financiero medidos en moneda nacional registraron un crecimiento similar al de los depósitos, debido en gran parte a la incidencia inflacionaria sobre la economía. La proporción de créditos en pesos se mantuvo durante gran parte de los últimos diez años cercano al 90%, con excepción de un breve período de tiempo donde disminuyó hasta el 80%.

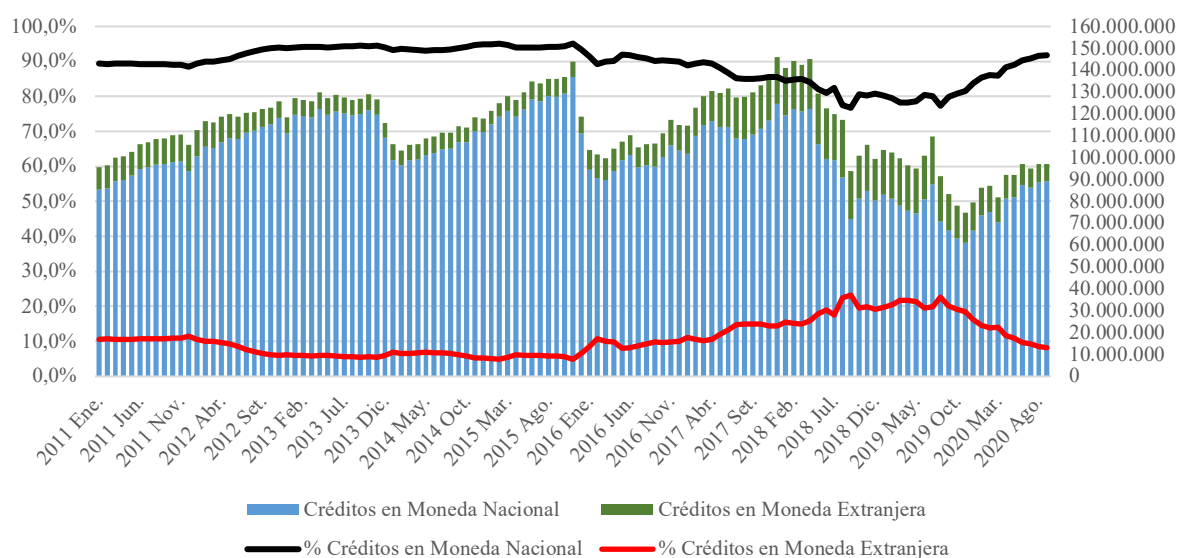
Gráfico N°114: Total Créditos del sistema financiero (en miles de pesos argentinos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Al convertir la totalidad de créditos otorgados por el tipo de cambio oficial se puede observar una evolución idéntica a la de los depósitos. Con el retiro de estos últimos sumado a la contracción de la actividad económica, los créditos totales otorgados también registraron una importante caída.

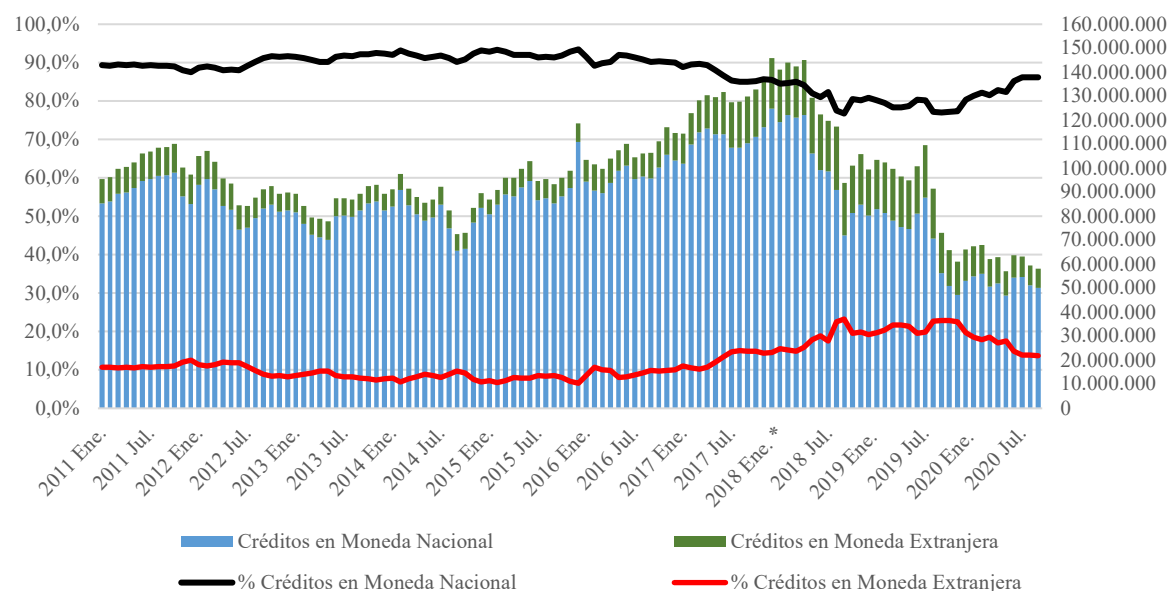
Gráfico N°115: Total Créditos del sistema financiero (en miles de dólares por tipo de cambio oficial)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Si se mide la cantidad de créditos totales del sistema financiero por el dólar contado con liquidación, se observa que a inicios de 2018 alcanzó su valor más alto de créditos otorgados, representando los préstamos en moneda nacional casi el 80%, su valor más bajo desde el año 2000.

Gráfico N°116: Total Créditos del sistema financiero (en miles de dólares por tipo de cambio CCL)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Terminada la reestructuración de deuda pendiente en 2010, las reservas internacionales comenzaron a disminuir en un contexto marcado por la entrada de déficit fiscal, déficit de cuenta corriente y señales de atraso cambiario ante una inflación que crecía por encima del ritmo de depreciación cambiaria. Desde enero de 2011 hasta Octubre de ese año las reservas internacionales cayeron en 5.000 millones de dólares, por lo que el gobierno luego de haber ganado las elecciones de medio término implementó un régimen de control de cambios.

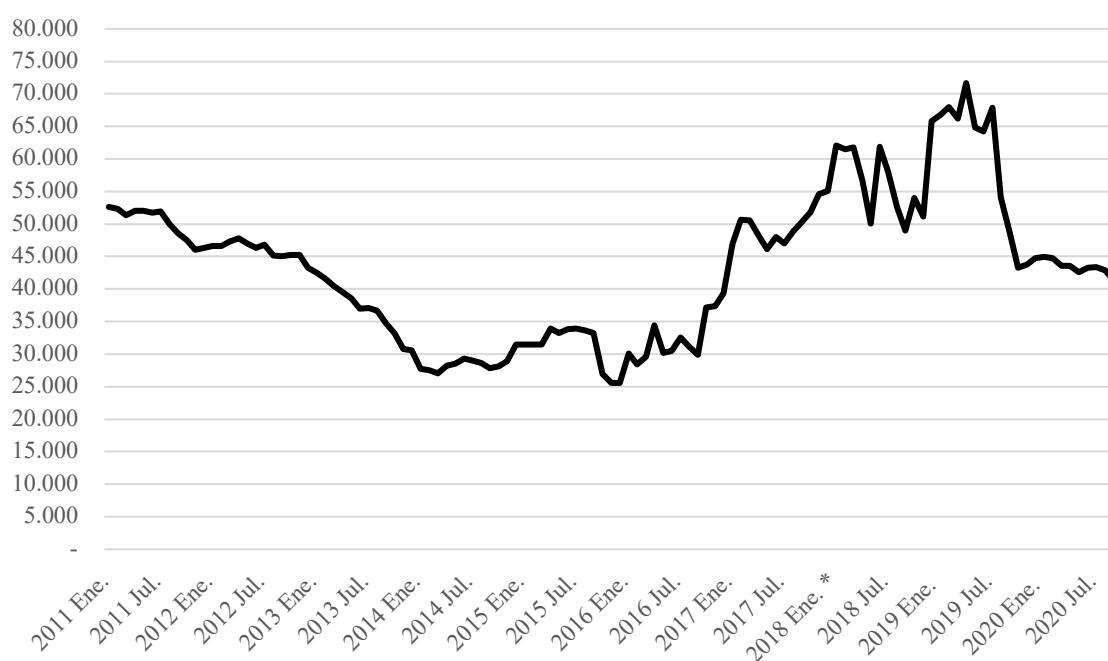
Sin embargo, esta medida no evitó la caída de las reservas internacionales que a diciembre de 2015 alcanzaron un nivel de 25.000 millones de dólares, su nivel más bajo desde 2005. Durante los primeros dos años del gobierno de Macri, las reservas internacionales pudieron recomponerse rápidamente a valores de 60.000 millones de dólares, cifra superior a la registrada en 2010.

Durante la primera crisis cambiaria que ocurrió durante los primeros meses del 2008, vio reducida las reservas en 10.000 millones de dólares tan solo en dos meses. En junio de ese año ingresó el primer desembolso de la ayuda del Fondo Monetario Internacional que recompuso las arcas a niveles de 60.000 millones nuevamente. De todas maneras, la calma fue momentánea ya que para septiembre de ese año, las reservas habían caído nuevamente en un poco más de 10.000 millones de dólares.

El gobierno consiguió modificar el acuerdo con el FMI logrando adelantar los desembolsos que tenía prometido y abultando así las reservas internacionales a niveles de 71.000 millones de dólares. Sin embargo, la pérdida de reservas continuó y se vio incrementada a partir del resultado electoral de las primarias en Agosto de 2019, cuando ese mismo mes disminuyeron en más de 13.000 millones de dólares a 54.000 millones. En septiembre se volvió a implementar un nuevo control de cambios, aunque en dicho mes las reservas disminuyeron en 5.000 millones de dólares.

Desde entonces las reservas internacionales continuaron con su tendencia bajista, aunque a un menor ritmo. Para septiembre de 2020, mes en que se publicó el resultado de la actual reestructuración de deuda, las reservas internacionales se ubicaban en 40.000 millones de dólares.

Gráfico N°117: Reservas Internacionales (en millones de dólares)



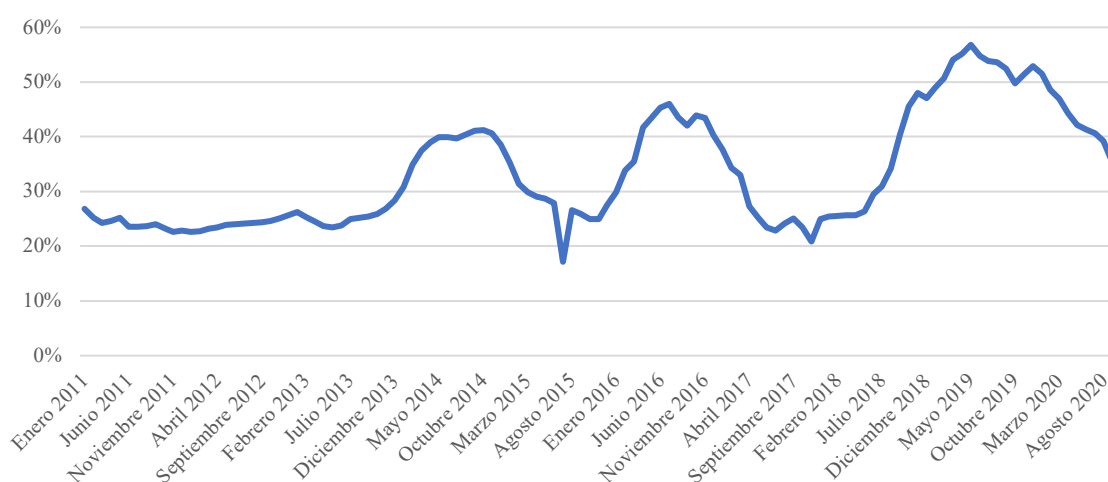
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

La inflación que en 2010 había alcanzado su nivel más alto desde la salida de la convertibilidad en 2002, se mantuvo en niveles elevados, llegando a valores superiores al 40% interanual en varias ocasiones.

A partir de Noviembre de 2017, luego de haber alcanzado un mínimo de 20% interanual, la inflación volvió a acelerarse, alcanzando en junio de 2019 una variación de 53% respecto al mismo mes del año anterior, registrando así su valor más alto desde la década de 1990.

Durante el 2020, la inflación mostró una tendencia descendiente, en gran parte producto de la caída en la velocidad de circulación del dinero debido al efecto de la cuarentena implementada en el país. Aunque todavía se mantiene en niveles históricamente elevados.

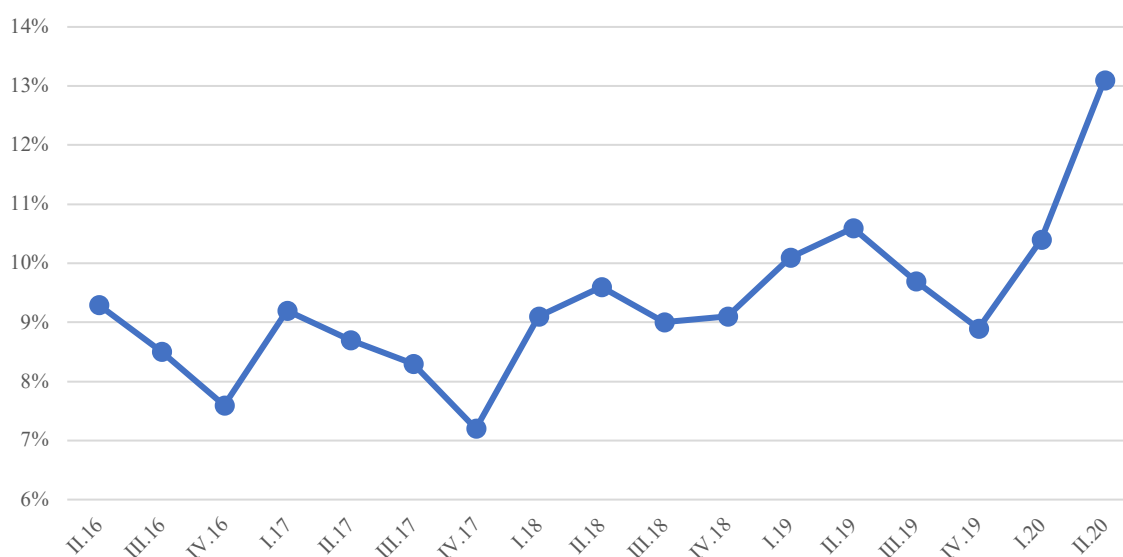
Gráfico N°118: Índice Precios al Consumidor: Variación Interanual



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

A comienzos de la presidencia de Macri, la tasa de desempleo se encontraba en 9,3%, un nivel similar al registrado en 2006, antes de la intervención de las estadísticas del INDEC. Luego de haber logrado una reducción del nivel de desocupación a 7% en 2017, la presidencia de Macri terminó con un desempleo de 8,9%. En los primeros dos trimestres del 2020 la desocupación se incrementó fuertemente al 13,1%, a niveles similares a los del 2004, producto de la estricta cuarentena para disminuir la cantidad de contagios por coronavirus.

Gráfico N°119: Tasa de desempleo

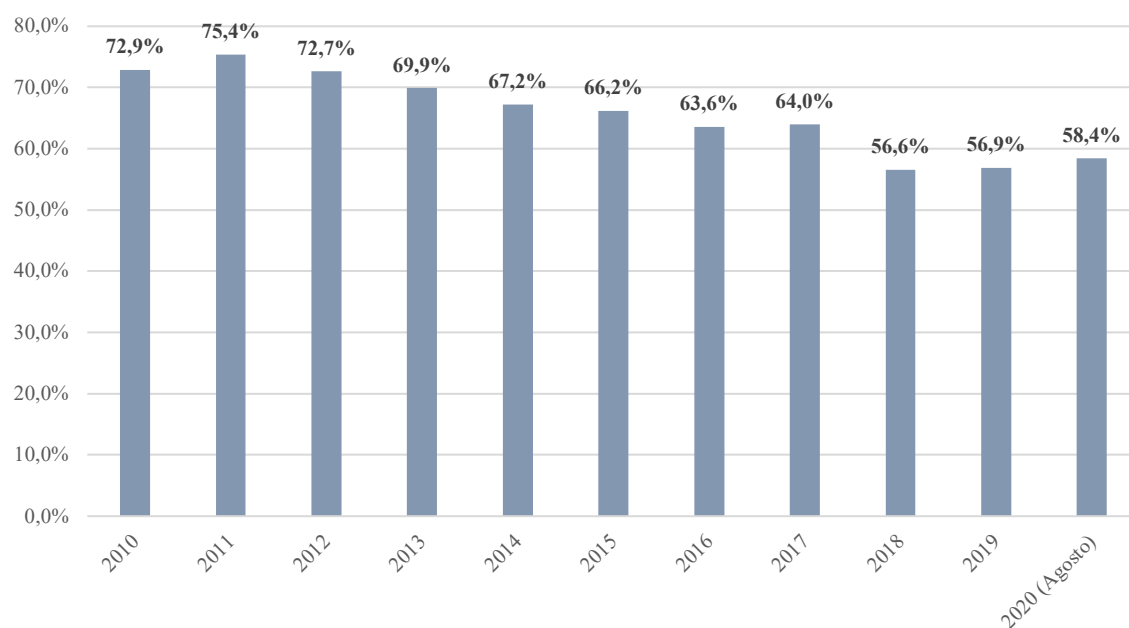


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC e Infobae

Por su parte, la capacidad instalada comenzó a caer a partir del 2011, ante una economía que no encontraba un sendero de crecimiento sostenido y en un contexto de trabas a las importaciones producto de la implementación de cambio. El efecto de las crisis, la recesión económica que comenzó a partir del 2018 y las medidas de confinamiento por el coronavirus

disminuyó el nivel de capacidad instalada a 58,4%, manteniéndose por debajo de los niveles registrados en 2003.

Gráfico N°120: Utilización de capacidad instalada

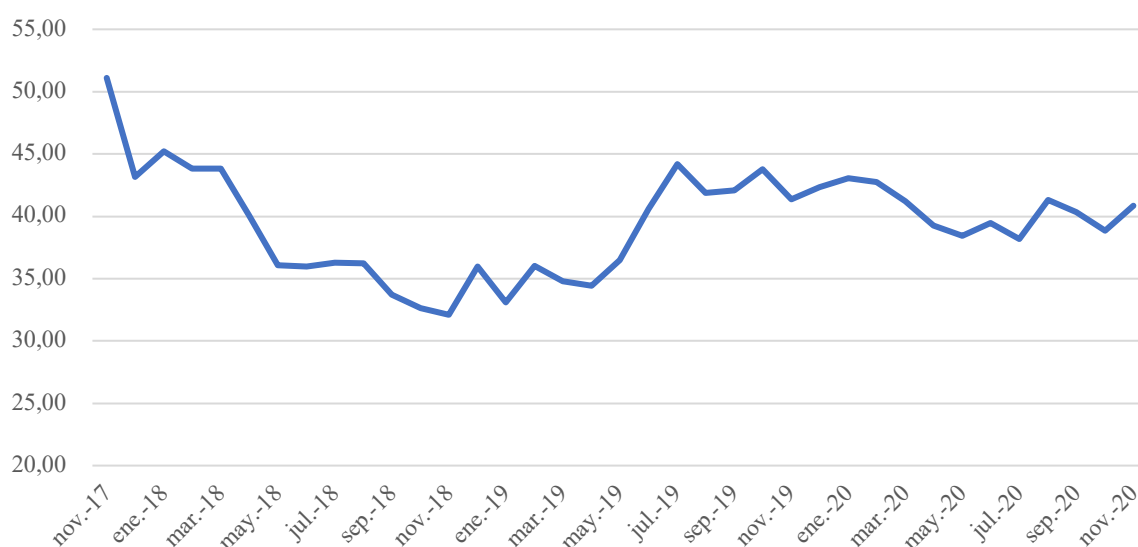


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Cronista e INDEC

A finales del 2017, el índice de confianza del consumidor se ubicaba en su valor más alto desde diciembre de 2015. El comienzo de la crisis en 2018 deterioró el nivel de confianza a valores cercanos a los registrados en 2002. Para principios del 2019 el índice fue mostrando paulatinamente una mejora, alcanzando en julio de ese año su valor más alto desde el inicio de la crisis.

Sin embargo, desde ese mes y luego de las elecciones primarias la confianza del consumidor fue mostrando una leve desmejora, alcanzando en noviembre un valor apenas superior a los 40 puntos, a pesar de la solución al problema de la deuda. Este nivel si bien se encuentra por encima de los mínimos del 2018 y la crisis del 2002, se ubica por debajo del promedio histórico de 45,9 puntos.

Gráfico N°121: Índice de Confianza del Consumidor

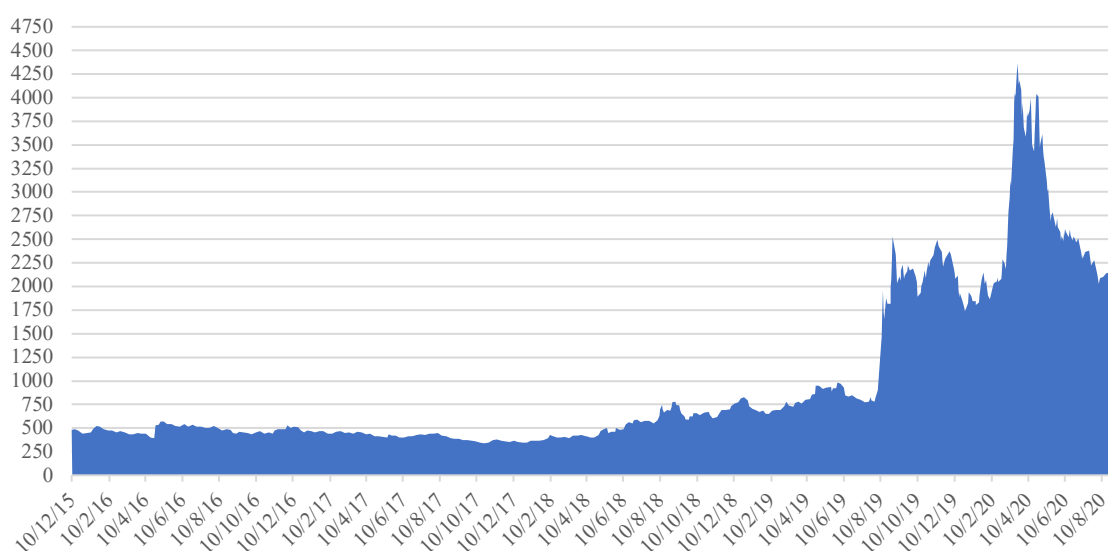


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Universidad Torcuato Di Tella

Con la llegada de un nuevo gobierno en diciembre de 2015 el riesgo país se mantuvo hasta mediados de 2018 por debajo de los 500 puntos básicos, alcanzando incluso en 2017 su valor más bajo desde el 2007. Los efectos de las crisis cambiarias, el acceso al FMI para afrontar las obligaciones financieras y la alta inflación elevaron el riesgo país a niveles cercanos a los 1.000 puntos. Luego de las elecciones primarias de agosto 2019, el riesgo país se subió 600 puntos a 1472, incrementándose rápidamente durante los próximos seis meses hasta los 4200 puntos básicos.

Conforme se divulgaban nuevas noticias respecto al avance de la reestructuración de la deuda el riesgo país fue disminuyendo hasta los 2.000 puntos aproximadamente.

Gráfico N°122: Riesgo País medido por el EMBI+Argentina



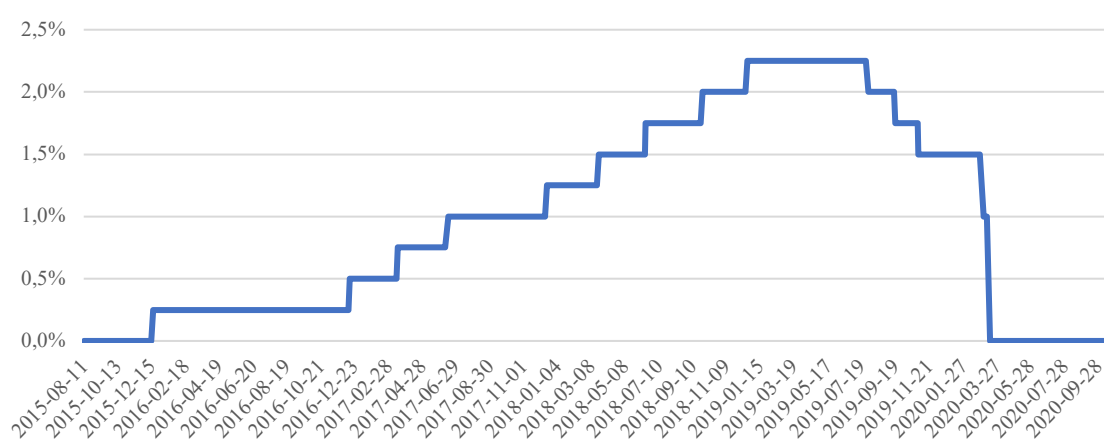
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ambito.com

4.2 CONTEXTO EXTERNO

La Reserva Federal de EE.UU. comenzó a finales del 2015 a incrementar levemente su tasa de interés de referencia. En 2018 ese ritmo de subas se aceleró a 4 aumentos en tan solo un año, ubicándola en el rango de 2,25%-2,50%. A partir de agosto de 2019, la Fed disminuyó en tres oportunidades la tasa en 25 puntos básicos cada una, para ubicarla en 1,5%-1,75% ante las perspectivas de una desaceleración de la economía estadounidense.

Finalmente, a partir de marzo del 2020, con la llegada del coronavirus a EE.UU. y la aplicación de medidas de confinamiento la Fed redujo rápidamente la tasa de referencia al rango de 0,0%-0,25%, su valor más bajo desde la crisis financiera de 2008.

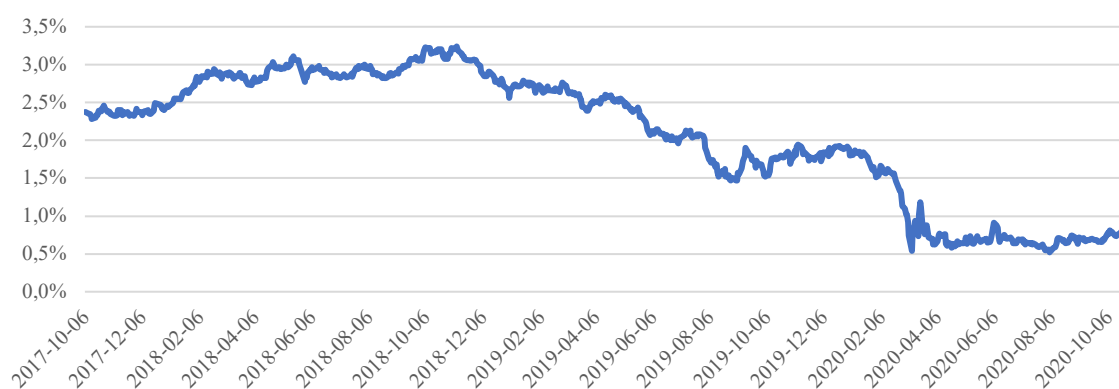
Gráfico N°123: Tasa Fed Fund (rango inferior)



Fuente: Federal Reserve Bank of New York

En línea con el incremento de tasas efectuado por la Fed, el retorno del Treasury a 10 años alcanzó en 2018 un valor máximo de 3,2%. Sin embargo, a partir de ese momento la tasa de retorno comenzó a disminuir acelerando el ritmo para principios de 2020. Durante todo el proceso de negociación de la reestructuración de deuda argentina la tasa de retorno se ubicó entre 0,5% y 0,8%. Su valor más bajo en la historia.

Gráfico N°124: Retorno del bono del Tesoro norteamericano a 10 años



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Bank of Saint Louis

Debido a la pandemia, todos los países emplearon en mayor o menor medida sistemas de confinamiento para evitar una mayor propagación del virus. Esta medida tuvo efectos económicos negativos a nivel mundial.

Según el informe de Perspectivas Económicas Mundiales de octubre (WEO por sus siglas en inglés) elaborado por el FMI la economía mundial caería en 2020 4,4%. EE.UU. por su parte, registraría una contracción de 5,8%, mientras que para la Eurozona se espera una caída del PIB de 8,3%, siendo España e Italia los países más perjudicados.

Para las economías emergentes se prevé una caída de 3,3%. El PIB de Brasil caería 5,8%, y la de México 9%, mientras que para China se pronostica un crecimiento de 1,9%, luego de haber registrado una expansión de 6% en los últimos años.

Tabla N°4: Perspectivas de crecimiento económico

	2019	2020 (Estimado)
Crecimiento Mundial	2,8%	-4,4%
Economías Avanzadas	1,7%	-5,8%
Estados Unidos	2,2%	-4,3%
Eurozona	1,3%	-8,3%
Alemania	0,6%	-6,0%
Francia	1,5%	-9,8%
Italia	0,3%	-10,6%
España	2,0%	-12,8%
Japón	0,7%	-5,3%
Reino Unido	1,5%	-9,8%
Canadá	1,7%	-7,1%
Otras Economías Avanzadas	1,7%	-3,8%
Mercados Emergentes y Economías en Desarrollo	3,7%	-3,3%
Asia Emergente y en Desarrollo	5,5%	-1,7%
China	6,1%	1,9%
India	4,2%	-10,3%
Europa Emergente y en Desarrollo	2,1%	-4,6%
Rusia	1,3%	-4,1%
Latinoamérica y el Caribe	0,0%	-8,1%
Brasil	1,1%	-5,8%
México	-0,3%	-9,0%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI – Perspectivas de la Economía Mundial Octubre 2020

En marzo de este año, con el comienzo de la pandemia el dólar, medido bajo el índice DXY, registró en poco tiempo un fuerte salto a 103, su valor más alto desde finales del 2016, debido

a la fuerte demanda de la divisa como activo de refugio ante la importante aversión al riesgo que generaron los temores del efecto económico de las medidas de confinamiento.

Conforme el mercado accionario estadounidense y mundial se fue recuperando la aversión al riesgo comenzó a disminuir y el dólar fue debilitándose hasta alcanzar en septiembre su valor más bajo en los últimos 2 años.

Gráfico N°125: Índice DXY



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Investing.com

Los commodities agrícolas después de registrar a comienzos del 2011 su valor más alto desde que el Banco Mundial lleva registro del índice de agricultura comenzaron un ciclo de bajas, alcanzando en 2015 su valor más bajo desde el año 2008.

Durante los cuatro años del gobierno de Macri, los precios se mantuvieron oscilando dentro de los valores del 2015, alcanzando temporalmente niveles de 90 puntos, su valor más alto en los últimos 5 años. A principios del 2020, el índice agrícola volvió a mostrar un pequeño crecimiento alcanzando nuevamente los 90 puntos.

Gráfico N°126: Índice de Agricultura (datos mensuales en dólares – Base 2010=100)



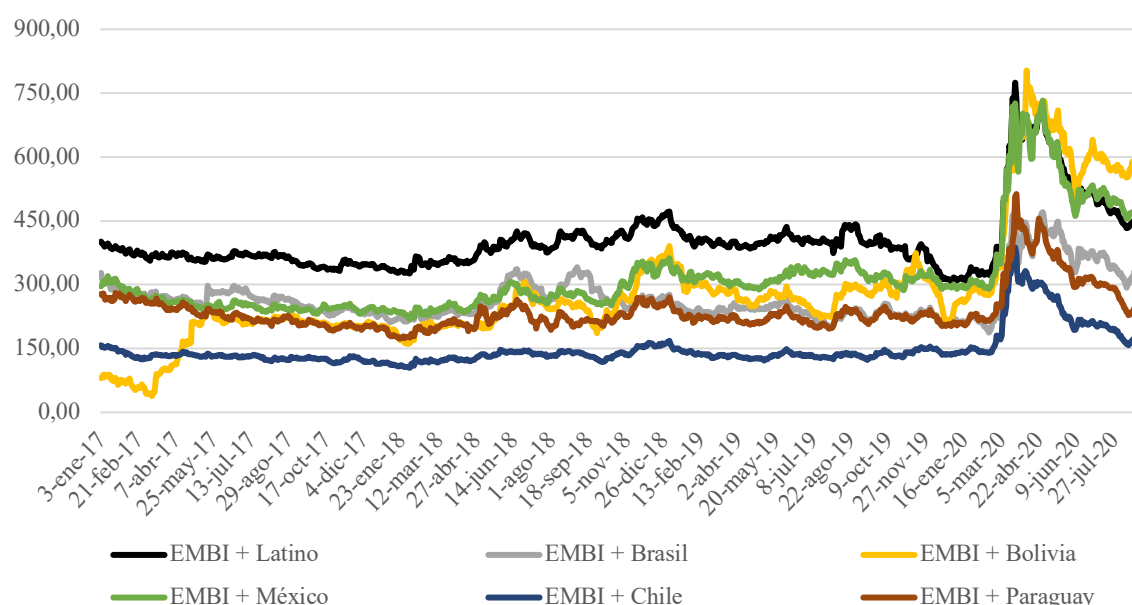
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

La crisis generada por la pandemia y las medidas de confinamiento a nivel mundial implicó un cierre de los mercados de créditos internacionales y por lo tanto un impacto en las medidas de riesgo de los países latinoamericanos.

Tomando el índice EMBI + que mide el spread entre los bonos soberanos en dólares de los países emergentes respecto al bono del tesoro de EE.UU., se puede observar que en promedio la mayoría de los países latinoamericanos, exceptuando a Argentina, tenían un nivel de riesgo inferior a los 450 puntos básicos.

En marzo del presente año, cuando la crisis del coronavirus se amplificó el riesgo promedio de la Región medido por el EMBI + Latino se incrementó alrededor de 450 puntos básicos en tan solo un mes. En los meses posteriores el nivel de riesgo fue disminuyendo en promedio 200 puntos básicos.

Gráfico N°127: Emerging Market Bonds Index Spread (EMBI +) en puntos básicos



Fuente: Elaboración propia en base a datos de JPMorgan – BCRD e invenomica.com.ar

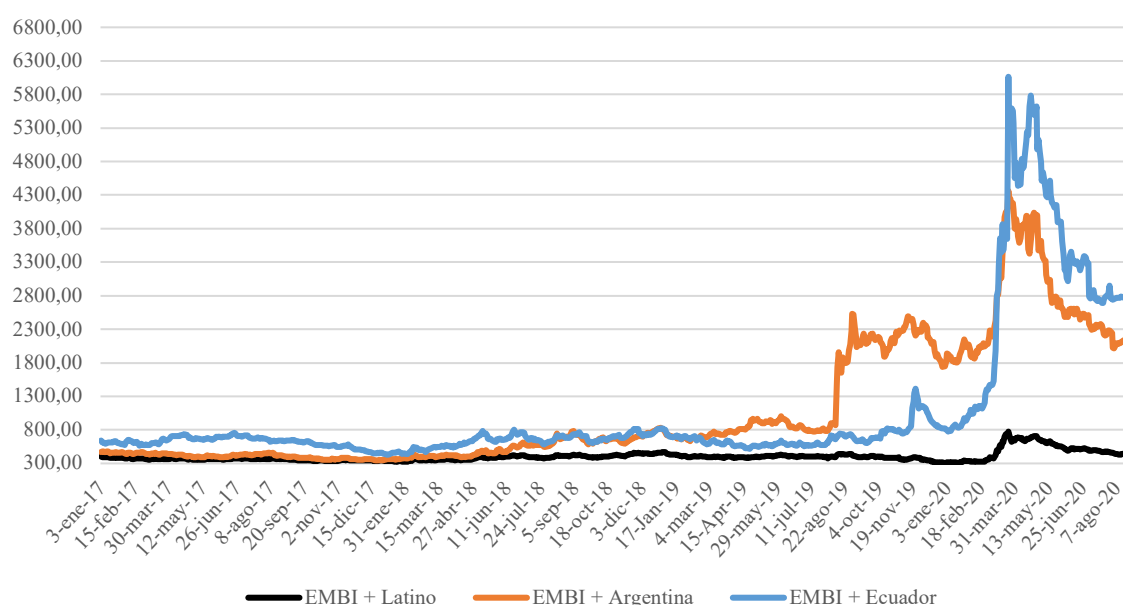
Así como Argentina era el país de la Región con mayor nivel de riesgo país producto de los últimos dos años de crisis, recesión económica y un nuevo default de su deuda, Ecuador fue otro país que anunció una reestructuración de su deuda soberana, pero producto del stress generado por la crisis del coronavirus.

A principios del 2020, Argentina poseía un nivel de riesgo país de casi 2.000 puntos, mientras que Ecuador se encontraba cerca de los 1.000 puntos. En marzo el nivel de riesgo ecuatoriano avanzó hasta los 6.000 puntos, mientras que Argentina subió casi a 4.500 puntos.

En junio el país ecuatoriano anunció la reestructuración de su deuda por alrededor de 17.400 millones de dólares. Finalmente, a principios de agosto se anunció un acuerdo con una aceptación del 97%. El canje de deuda implicaba una reducción de capital de 1.540 millones de dólares, una disminución de la tasa de interés promedio del 9,2% a 5,3%, una duplicación de la vida promedio de 6,1 años a 12,7 años. Además, se logró una extensión del período de gracia de 5 años para el capital y 2 años para los intereses.

Para el 4 de agosto, cuando Ecuador anuncia este resultado su riesgo país se ubicaba cerca de los 2.700 puntos. Por su parte, la Argentina que presentó su última oferta de canje de deuda casi al mismo tiempo tenía un nivel de riesgo país de 2.100 puntos.

Gráfico N°128: Emerging Market Bonds Index Spread (EMBI +) en puntos básicos



Fuente: Elaboración propia en base a datos de JPMorgan – BCRD e invenomica.com.ar

4.3 SITUACIÓN DE LA DEUDA

Luego de la reestructuración de deuda pendiente en 2010, el nivel total de deuda pública bruta continuó aumentando. Hasta 2015, con la finalización del mandato presidencial de Cristina Fernández de Kirchner, la misma se había incrementado 33% a 234.224 millones de dólares contabilizando la porción de deuda que quedó pendiente de resolución.

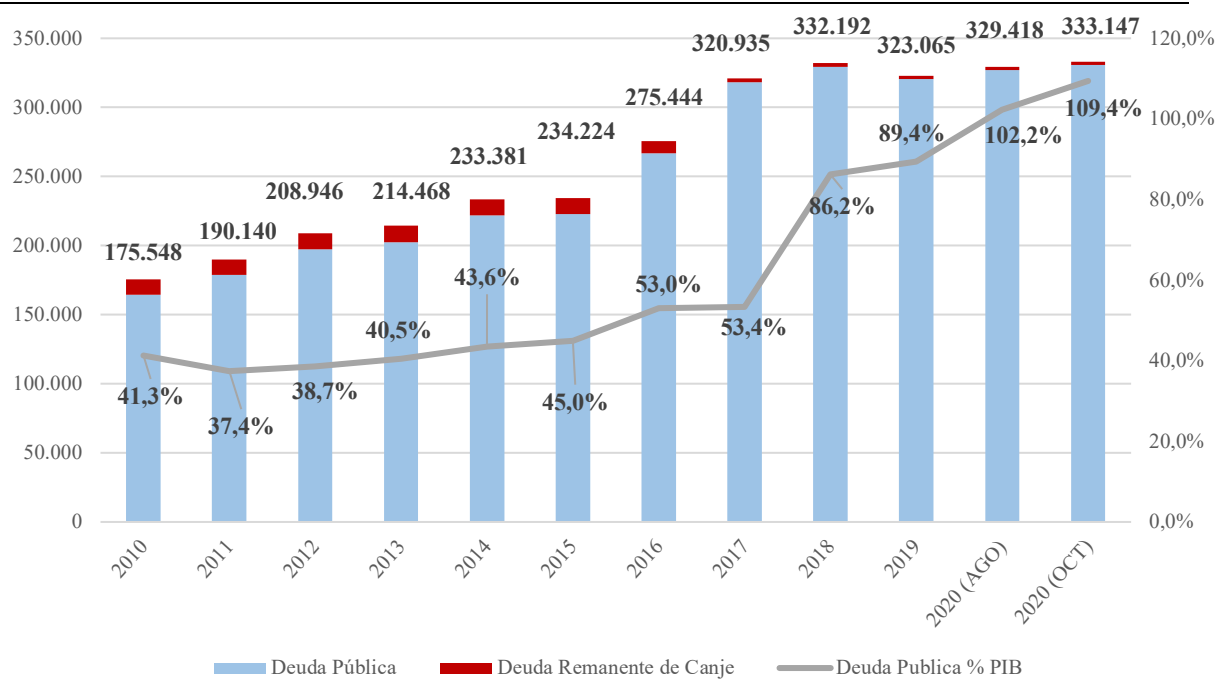
En los cuatro años de presidencia de Mauricio Macri la deuda pública total bruta creció 37,9% a 323.065 millones de dólares, explicando este crecimiento principalmente en los primeros dos años de gestión, en parte producto del arreglo de deuda remanente de canje pendiente desde el 2010.

En 2015, la deuda pública total representaba el 44,95% del PIB. A finales del 2019, esta relación se incrementó a 89,36%. En agosto del año actual, mes previo al resultado de del canje de deuda bajo ley extranjera, la deuda pública se había incrementado a 329.468 millones de dólares y a una relación de 102,2% del PIB.

Finalizado el canje de la deuda internacional, el resultado no generó un cambio en el nivel de deuda pública bruta total, ya que para octubre se había incrementado a 333.147 millones de dólares y representando el 109,43%.

Esta situación se explica en parte por el resultado de la reestructuración, por la nueva emisión de deuda en pesos en el mercado local, la suba del tipo de cambio que hasta octubre 2020 se depreció 30% y la importante caída del PIB.

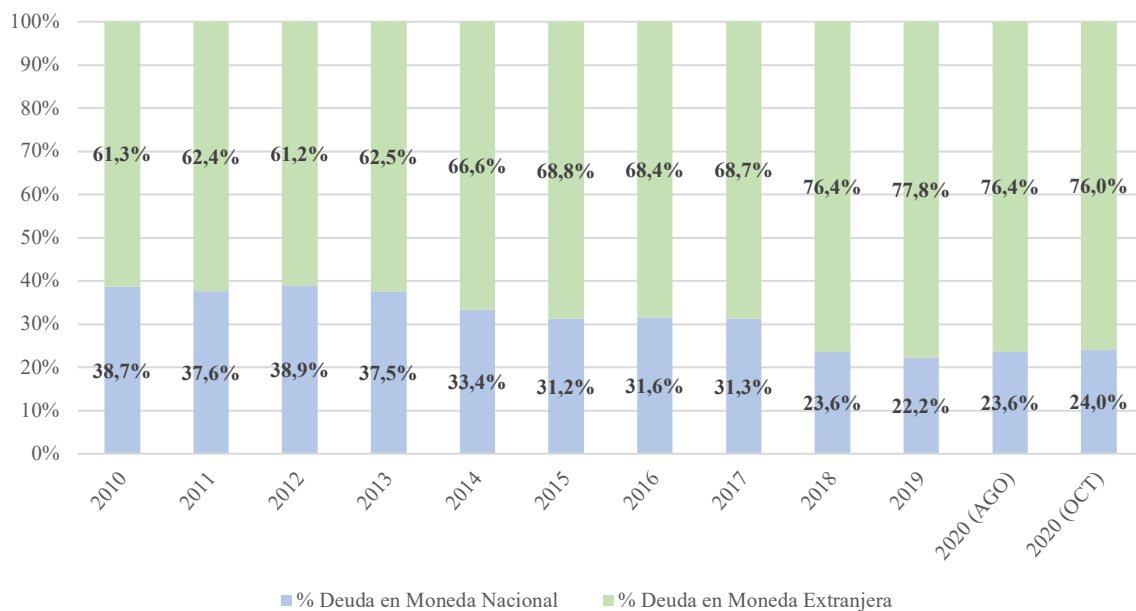
Gráfico N°129: Deuda Pública Total Bruta (en millones de dólares)



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

Así como durante la próxima década la deuda pública bruta se incrementó también lo fue haciendo su composición en moneda extranjera que para finales del 2019 se ubicaba en 77,82% su nivel más alto desde la salida de la convertibilidad. Por otro lado, la reestructuración realizada en 2020 no generó cambios respecto a la nominación de la deuda, ya que en agosto antes del resultado final el 76,37% estaba en moneda extranjera y en octubre esta relación era de 75,98%.

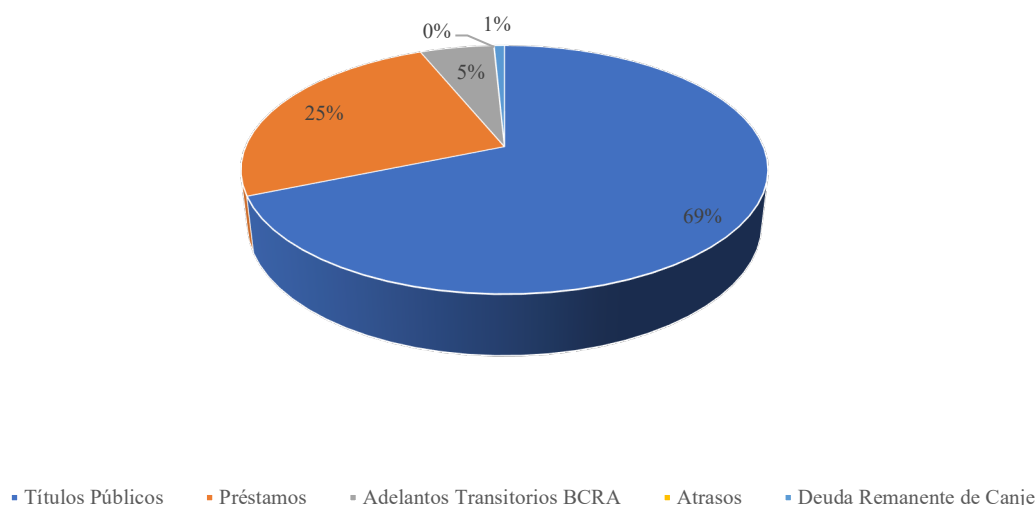
Gráfico N°130: Composición por moneda de la Deuda Pública Total Bruta



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

En agosto 2020, el total de la deuda pública bruta estaba compuesto 69% por títulos públicos, 25% por préstamos de organismos internacionales, principalmente con el FMI y 5% por adelantos transitorios del BCRA. La deuda remanente de canje representaba apenas el 1% del total.

Gráfico N°131: Composición Deuda Pública Total Bruta



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

4.3.1 LA REESTRUCTURACIÓN DEL 2020

A lo largo del 2019 las perspectivas de una nueva cesación de pagos se incrementaban a medida que las Reservas Internacionales continuaban disminuyendo a pesar del aporte realizado por el FMI, con una inflación en valores elevados, mientras que el tipo de cambio seguía depreciándose.

Luego de las elecciones primarias del 11 de Agosto estas probabilidades reflejadas en el Riesgo País se incrementaron fuertemente. Para finales del mes, el gobierno de Macri licitó Letras del Tesoro en dólares en busca de refinanciar 1.600 millones de dólares en vencimientos.

La licitación fue declarada desierta al conseguir una tasa de renovación de apenas el 5%, ampliamente por debajo del promedio de renovación que venían registrando. Con este resultado, el 29 de agosto el gobierno anuncia mediante el decreto N° 596/2019 el “reperfilamiento” de las letras emitidas por el tesoro nacional, tanto en moneda local como en dólares. La medida imponía la postergación de los vencimientos de estos títulos de hasta seis meses y su pago en cuotas.

Tras la implementación de este decreto el Riesgo País subió alrededor de 1.000 puntos básicos, luego que el gobierno incumpliera sus obligaciones incluso en moneda nacional.

El 29 de enero el nuevo Gobierno anuncia que presentará un programa de sustentabilidad de la deuda, dando los primeros pasos para una nueva reestructuración. El Gobierno separó su deuda según la jurisdicción bajo la cual fue emitida. De esta manera, se concentró en primer lugar en resolver la reestructuración de su deuda emitida bajo jurisdicción extranjera, y posteriormente su deuda bajo ley local, la cual el ministro de economía Martín Guzmán comentó que recibiría un trato similar. En este caso, el presente documento se concentra en la resolución de la deuda bajo ley extranjera.

El 21 de abril el gobierno presentó ante la SEC su primera propuesta oficial que fue aprobada también por el decreto N° 391/2020. La propuesta contaba como fecha límite de aceptación el 8 de mayo, abarcando 21 títulos públicos emitidos bajo ley New York y del Reino Unido, denominados en dólares estadounidenses, euros y francos suizos por un total de 66.072 millones de dólares.

Del total de títulos elegibles para la reestructuración 24.524 millones de dólares corresponden a los bonos Par y Discount emitidos durante los canjes del 2005 y 2010 bajo el indenture de 2005.

Por otro lado, 41.548 millones de dólares corresponden a títulos emitidos en la presidencia de Macri durante el 2016 y 2018 bajo el indenture 2016. Algunos de estos bonos fueron emitidos para resolver la porción de deuda que quedó sin reestructurar luego del canje del 2010. En su totalidad, los títulos elegibles tenían un cupón promedio ponderado de 7,03%.

En términos generales, esta primer propuesta ofrecía en total 10 títulos, 5 bonos en dólares estadounidenses y 5 bonos en euros para ser canjeados por aquellos títulos emitidos en la misma moneda. Estos nuevos bonos tienen la misma estructura de pagos, con una amortización en cuotas anuales y vencimiento en 2030, 2036, 2039, 2043 y 2047. Se extienden los plazos de pago de capital, por lo que la primera amortización comienza en 2026 y finaliza en 2047.

Los intereses se reducen drásticamente a 0,5% para ir incrementándose hasta un valor máximo de 4,875%, dependiendo el bono. Además, los intereses comenzarán a devengar a partir del 15 de noviembre de 2022 y comenzarán a abonarse a partir del 15 de noviembre de 2023, con excepción del bono 2030 cuyo primer pago de interés es el 15 de mayo de 2023.

De esta manera, se obtiene también un período de gracia para el pago de intereses y capital de 3 años. En relación con los intereses vencidos y no pagados estos no eran reconocidos.

Por otro lado, cada uno de los nuevos bonos tienen una relación de canje con los bonos elegibles, mostrando en algunos casos una quita del capital nominal de hasta 12% para los títulos emitidos en dólares y de hasta 18% para los títulos emitidos en euros. Para aquellos títulos emitidos durante el canje del 2005 y 2010 no se aplica una quita del capital.

En total la propuesta implicaba una quita del capital de 5,5%, reduciendo el stock de deuda bajo ley extranjera en 3.614 millones de dólares a 62.007 millones de dólares y disminuyendo los servicios totales de deuda a 82.945 millones de dólares desde los 126.369 millones de dólares originales. A su vez, bajo el supuesto de una exit yield de 10%, supuesto con el que se llevó a cabo toda la negociación, la oferta implicaba un valor presente neto promedio ponderado por el monto total de cada nuevo título de 40,6 dólares.

El 10 de mayo, el gobierno extendió el plazo de adhesión de la oferta hasta el 22 de ese mes. El día 15, el Ad Hoc Bondholder Group (compuesto por los fondos de inversión Blackrock, Ashmore y Fidelity, entre otros), el Argentina Creditor Committee y el Exchange Bondholder Group (integrado por los fondos HBK, Monarch y Redwood, entre otros) rechazaron la propuesta argentina, pero entregando cada uno a cambio una contraoferta.

En su conjunto la contraoferta implicaba un valor presente neto de alrededor de 61 dólares, producto de una menor quita de capital de en promedio 1%, intereses más altos con un cupón promedio de 5%, un menor período de gracia y la compensación en efectivo por los intereses devengados y vencidos no abonados. (OPC, Análisis de las propuestas de los acreedores 1). En esta primer contraoferta los servicios totales de deuda se reducían a alrededor de 110.000 millones de dólares.

La Argentina extiende nuevamente el plazo de adhesión hasta el 1 de Junio, entregando el 26 de mayo una revisión de su oferta inicial, reduciendo el período de gracia a dos años desde los tres años presentados anteriormente y reconociendo los intereses devengados de los bonos elegibles que serían pagados mediante un nuevo bono con vencimiento en 2034. Esta revisión subía el valor de la propuesta a un valor presente neto de 47 dólares. También se incrementaban los servicios total de deuda alrededor de 4.900 millones de dólares a 87.808 millones de dólares.

Por su parte, los acreedores presentaron al día siguiente una nueva contraoferta en la cual mantenían el pago en efectivo de los intereses corridos de los bonos elegibles, proponiendo la capitalización de los intereses durante el período de gracia y la emisión de títulos vinculados al PIB para los tenedores de los bonos discount. Esta contraoferta mantenía el valor presente neto en 61 dólares. (OPC, operaciones de deuda pública Mayo 2020, 9).

En este momento la Argentina ya se encontraba definitivamente en default, debido a que el 22 de mayo habían transcurridos los 30 días de plazo para el pago de intereses de bonos elegibles.

El gobierno argentino decidió el 1 de junio extender la fecha límite de aceptación para el 12 de junio. Llegada la fecha, realizó una cuarta extensión, otorgando una semana adicional para la aceptación de la propuesta.

El 14 de junio el grupo Ad Hoc Bondholder Group y el Exchange Bondholder Group presentaron en conjunto una nueva propuesta que consistía en la emisión de 14 bonos en total,

7 en dólares y 7 en euros con vencimiento entre 2027 y 2045, y un bono extra en dólares con vencimiento en 2023 que representa la mitad de los intereses devengados y no pagados, siendo la mitad restante pagadera en efectivo. A esta propuesta se suman valores de deuda vinculados al PIB y modificaciones en las cláusulas legales de los bonos. Esta oferta presentaba una reducción de los servicios totales de deuda a 102.971 millones de dólares y bajo el supuesto de una exit yield de 10% representaba un valor presente neto de 60,5 dólares más los valores vinculados al PIB.

El 17 de junio la Argentina presenta su tercer propuesta de canje de deuda. La estructura de bonos y servicios de deuda es similar a la anterior, pero la quita de capital nominal disminuye a 3% para los bonos a canjearse por los 2030, 2035 y 2046, mientras que los bonos restantes no tienen quita de capital. El cupón promedio sube ligeramente y respecto a los intereses devengados y no pagados se adelanta el vencimiento del bono a entregar al 2030 el 2034 previo. Finalmente se añade un instrumento vinculado a las exportaciones con un cupón anual de hasta 0,75%, que se pagaría entre 2026 y 2046.

Con estos cambios, los servicios de deuda totales ascienden desde la segunda oferta casi 7.000 millones de dólares a 93,792 millones de dólares. Además, la propuesta argentina manteniendo el supuesto de una tasa de 10% tiene un valor presente neto de 52,1 dólares a lo que se añade el título vinculado a las exportaciones.

En la misma fecha el grupo de acreedores Bondholders Group presentó una propuesta similar a la realizada por el gobierno argentino. La estructura de bonos y vencimientos es la misma pero la quita de capital es de 1% para todos los bonos con excepción de los bonos Par y Discount. Las tasas de interés se incrementan desde el 0,125% hasta un máximo de 5%, diferenciándose de la propuesta argentina de subas desde 0%. Se adelanta el primer pago de intereses semestrales al 15 de enero del 2021 desde el 15 de mayo ofrecido por el Gobierno. Reconoce los intereses devengados y no pagados mediante un bono con vencimiento también en 2030. Además, incorpora también un título vinculado a las exportaciones.

Esta oferta de Bondholders Group poseía un valor presente neto de 54,7 dólares y representaba servicios de deuda por 93.062 millones de dólares, mostrando un gran acercamiento con la propuesta realizada por el gobierno argentino.

El 19 de junio la Argentina extiende por quinta vez la fecha límite de aceptación de la oferta oficial al 24 de julio.

Luego de semanas sin avances en las negociaciones, el 6 de julio la Argentina presenta su cuarta oferta de canje. Esta nueva propuesta adelanta el comienzo de las amortizaciones de los títulos a partir del 4 de marzo de 2025 desde el 15 de mayo de 2025 planteado en la propuesta anterior. Se mantiene el bono al 2030 como reconocimiento de los intereses devengados y no pagados, incorporándole una tasa de interés de 1%. Como novedad se incorpora un tratamiento diferenciado de los intereses corridos de los bonos elegibles, a aquellos acreedores que acepten la propuesta se les reconocen los intereses corridos de los

bonos elegibles hasta la fecha de liquidación del 4 de septiembre. En cambio, a aquellos que opten por no participar pero que sean arrastrados por la aplicación de las Clausulas de Acción Colectiva o CACs, solo se les reconocen los intereses corridos hasta el 22 de abril. (OPC, Nueva propuesta Argentina, 2).

Por otro lado, el título vinculado a las exportaciones ofrecido en la propuesta anterior de junio fue retirado, pero se agrega la posibilidad que los bonos canjeados mantengan el contrato o indenture original de los bonos elegibles.

Con estas nuevas condiciones la propuesta argentina presentaba servicios de deuda totales por 91.664 millones de dólares y valuada con una exit yield de 10% un valor presente neto de 54,4 dólares, acercándose aún más a la oferta presentada por el Bondholders Group.

Dos días después de presentar esta oferta, el ministro de economía argentino Martín Guzmán declaró que los acreedores no deberían esperar mayores mejoras respecto a esta última propuesta.

El 20 de julio en un comunicado en conjunto, los tres grupos de acreedores más importantes, Argentina Creditor Committee, Ad Hoc Bondholder Group y el Exchange Bondholder Group, rechazan la oferta argentina pero presentan una nueva oferta como un bloque unido.

El 25 de julio, el Gobierno presenta un comunicado instando a los acreedores a aceptar la propuesta realizada el 6 de julio porque de lo contrario las futuras negociaciones serán más complejas debido a que la situación en Argentina sería más difícil.

El 4 de agosto, el Gobierno publica un nuevo comunicado en el que confirman un acuerdo con Argentina Creditor Committee, Ad Hoc Bondholder Group y el Exchange Bondholder Group luego de realizar ciertos cambios en la propuesta presentada el 6 de julio pasado.

Esta oferta tenía como fecha límite de aceptación el 24 de agosto, mientras que la liquidación final se mantuvo sin cambios para el 4 de septiembre.

Se mantienen la oferta de 10 bonos, 5 en dólares y 5 en euros con vencimiento en 2030, 2035, 2038, 2041 y 2046, pero se adelantan las fechas de pago del 4 de marzo y 4 de septiembre al 9 de enero y 9 de julio de cada año. También se adelanta el pago de intereses a julio de 2021 desde septiembre de ese año.

La fecha de inicio del pago de amortizaciones para los bonos con vencimiento en 2030 se avanza a julio 2024 desde marzo 2025. Para los bonos con vencimiento en 2038 también se adelanta la fecha de amortización de marzo de 2028 a julio de 2027. Por su parte, las relaciones de canje presentadas previamente con sus respectivas quitas de capital implícitas y la evolución de los cupones de intereses no fueron modificadas.

Respecto a los intereses devengados y no pagados, se adelanta un año el vencimiento del bono a entregar manteniendo el cupón de 1% y el incentivo para una pronta aceptación realizados en la oferta previa. Esta propuesta final presenta un valor presente neto de 54,8 dólares.

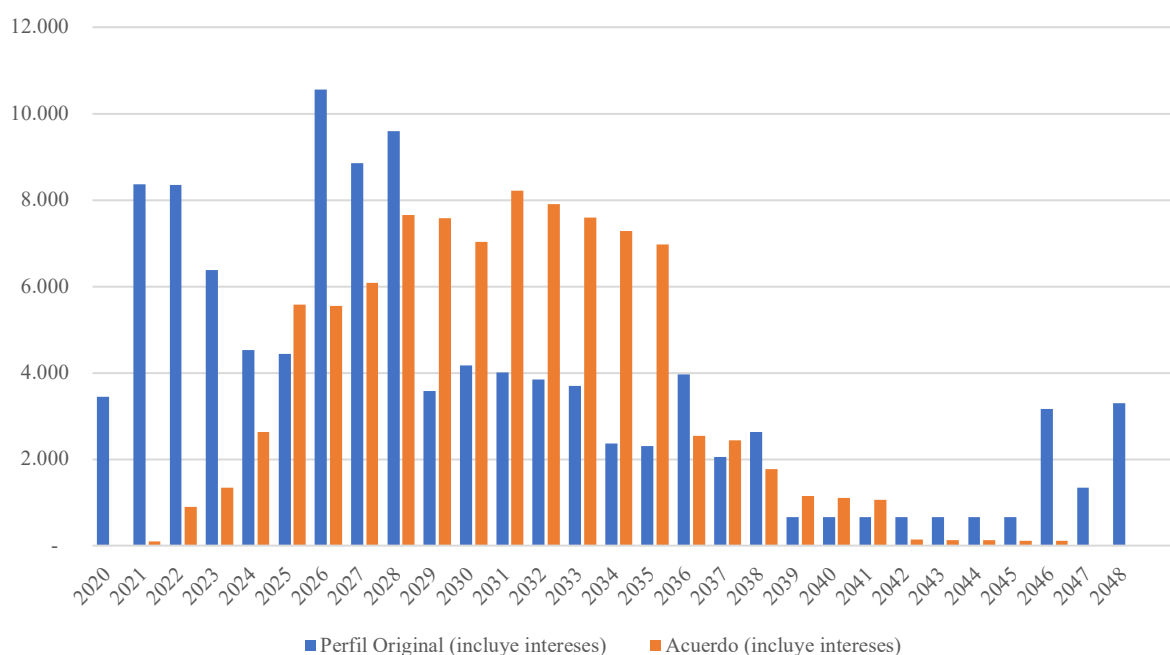
Finalmente, el 31 de agosto el Gobierno anunció el resultado del canje, el cual logró una adhesión superior al 90%, logrando así poder reestructurar el 99,01% del total de la deuda elegible.

De esta manera, sobre el total de deuda elegible de 66.072 millones de dólares se emitieron según lo informado por el gobierno en el anuncio de resultados 65.435 millones de dólares, mostrando así una quita total de capital de 0,96%. Sin embargo, si se añade la emisión de los bonos con vencimiento en 2029 por los intereses corridos la emisión total de nueva deuda asciende a 68.177 millones de dólares, implicando un incremento de 3,2%.

Por otro lado, el canje logrado redujo los servicios de deuda totales en 32.228 millones de dólares a 93.082 millones de dólares respecto de los 125.310 millones de dólares originales. A su vez, la carga de intereses totales se redujo un 58%.

Respecto al perfil de vencimientos, el acuerdo despejó considerablemente los pagos hasta 2024, mostrando un alivio de 26.102 millones de dólares, sin embargo la carga de de servicios de deuda a afrontar durante el período 2025-2035 es superior al perfil original.

Gráfico N°132: Comparación perfiles de vencimientos de capital de títulos públicos en millones de dólares

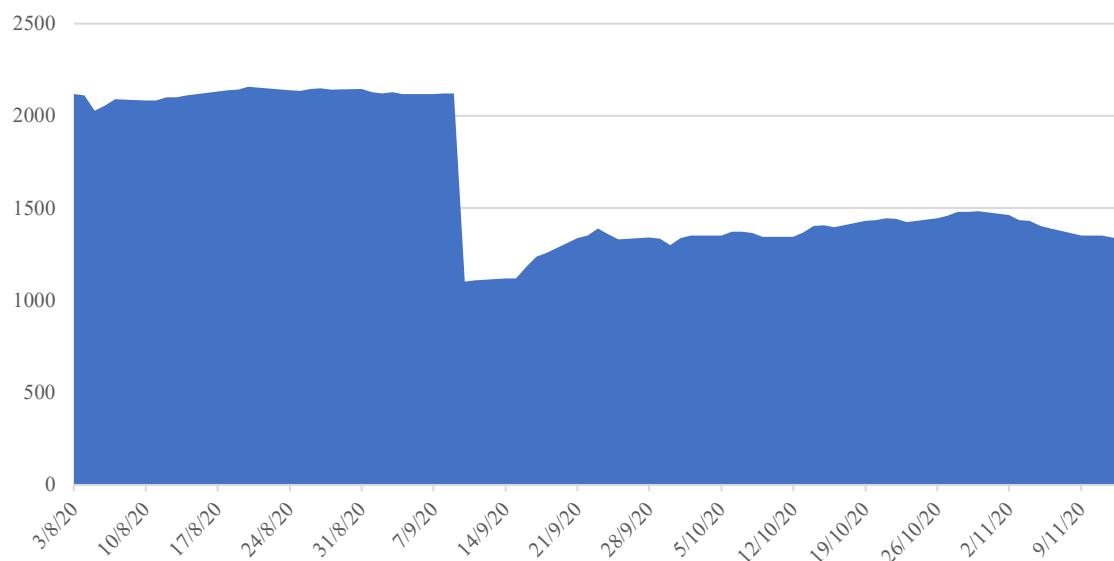


Fuente: Elaboración propia en base a datos de OPC y Ministerio de Economía

Al finalizar la reestructuración el Riesgo País disminuyó casi 1.000 puntos a 1.101 puntos básicos cuando los nuevos bonos comenzaron a cotizar en el mercado. Sin embargo, esta

reducción fue temporal, ya que a las pocas semanas volvió a incrementarse hasta alcanzar en octubre un nivel máximo de casi 1.500 puntos, señalando un deterioro respecto de las expectativas futuras post canje.

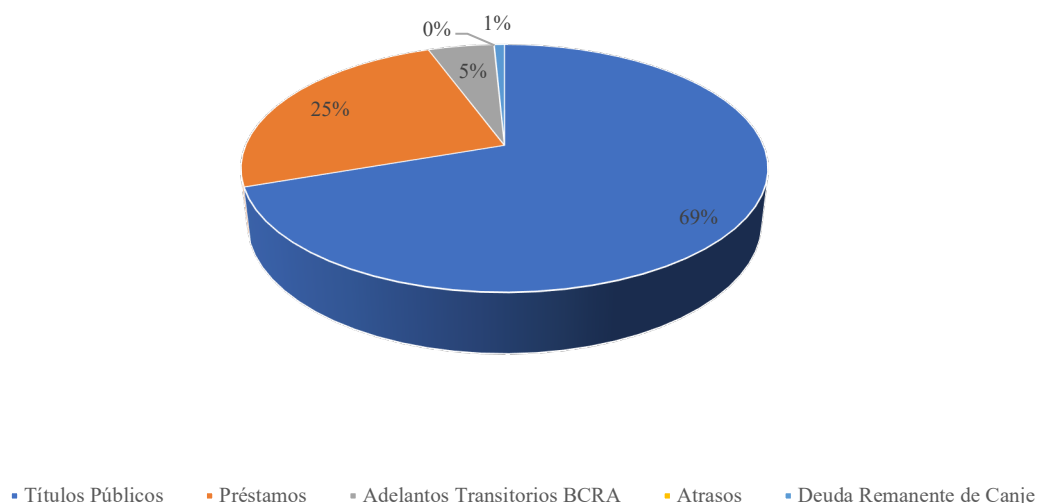
Gráfico N°133: Riesgo País medido por el EMBI+Argentina



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ambito.com

La composición de la deuda total bruta no registró cambios una vez finalizado el canje. El 69% corresponde a obligaciones de títulos públicos, 25% por préstamos de organismos internacionales, principalmente con el FMI y 5% por adelantos transitorios del BCRA. La deuda remanente de canje representaba apenas el 1% del total.

Gráfico N°134: Composición Deuda Pública Total Bruta



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

4.3.2 ANÁLISIS Y COMPORTAMIENTO DE LOS BONOS DURANTE EL PERÍODO

Para esta sección del trabajo se utilizaron las cotizaciones de aquellos bonos en dólares que fueron elegibles de la reestructuración de deuda bajo ley extranjera y que hubieran cotizado al menos el 60% del período bajo análisis.

A finales del 2017, los títulos públicos operaban sobre la par, con excepción del bono Par (PARY) que cotizaba a una paridad de 70% convalidando una YTM de 6,6%. Los títulos más cortos como el AA21D operaba con una TIR de 4,1%, mientras que los bonos más largos como por ejemplo el Centenario AC17D registraba una TIR de 6,9%.

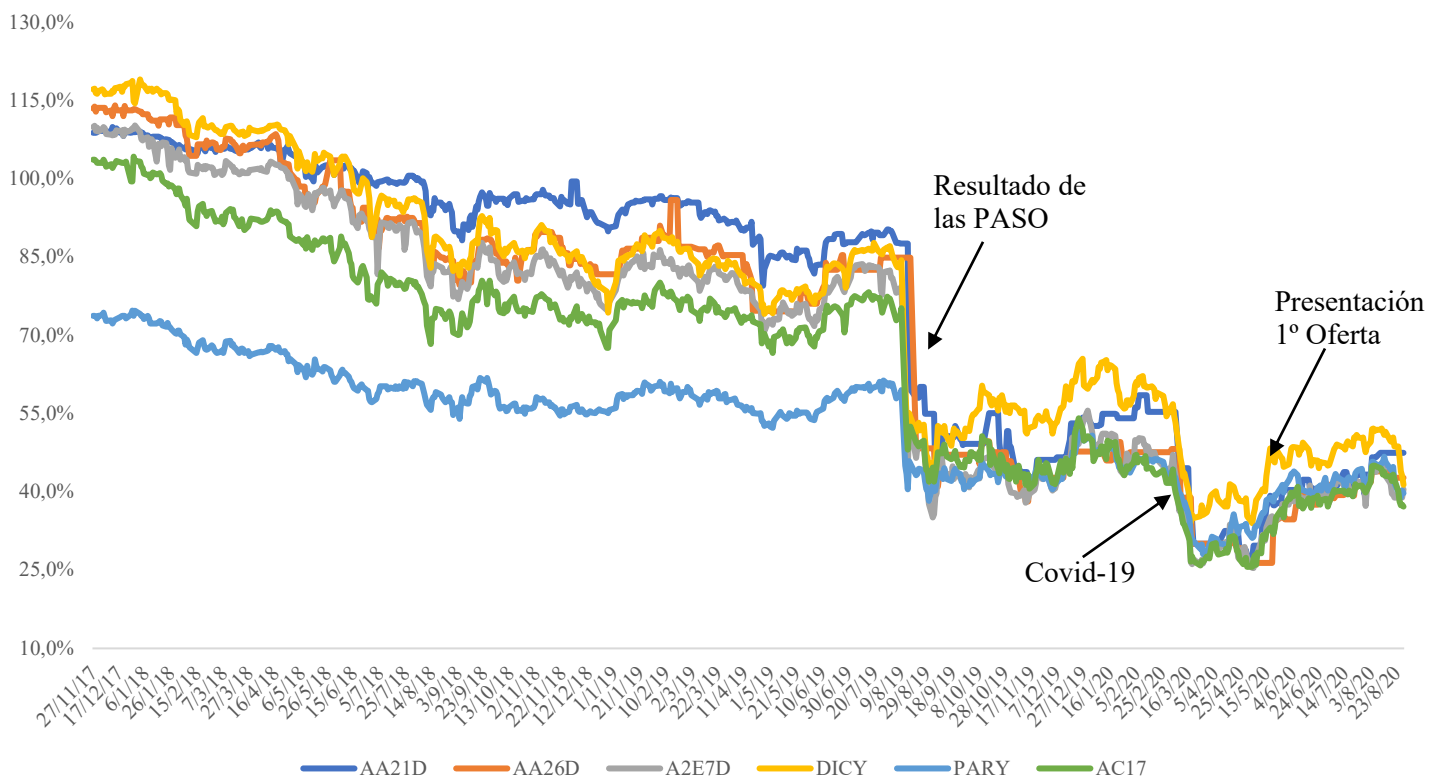
Con el inicio de la primera crisis cambiaria a principios del 2018 las paridades de los bonos comenzaron a disminuir hasta la zona de 70% para el AC17 y 85% para bonos como el Discount (DICY), A2E7D y AA26. El PARY por su parte alcanzado una paridad de 55%. Sobre estos niveles los títulos públicos lograron estabilizarse durante casi 12 meses hasta agosto de 2019 y el resultado de las elecciones primarias conocidas como las PASO (Primarias Abiertas Simultaneas y Obligatorias).

Luego de conocerse el resultado electoral de las PASO, las paridades de los bonos registraron importantes bajas entre 200 y 350 puntos básicos. Esta caída se afianzó a medida que el resultado de las PASO, que mostraba el regreso del partido peronista, se consolidaba en las elecciones presidenciales. Durante este período de agosto hasta diciembre los bonos operaban con paridades de 40% a 55%.

A comienzos del 2020, las paridades volvieron a disminuir hasta niveles de 25% para todos los bonos en parte por la confirmación por parte del nuevo gobierno que se buscará una reestructuración de la deuda y por otro lado producto del efecto de la pandemia que a mediados de marzo tuvo un impacto negativo en los mercados internacionales.

Sin embargo, tras la publicación de la primera oferta de canje en abril de este año los bonos comenzaron una importante recuperación subiendo casi 150 puntos básicos para regresar a una paridad de 40% al momento de conocerse la última oferta de canje en agosto.

Gráfico N°135: Evolución paridades de bonos previo a Reestructuración 2020

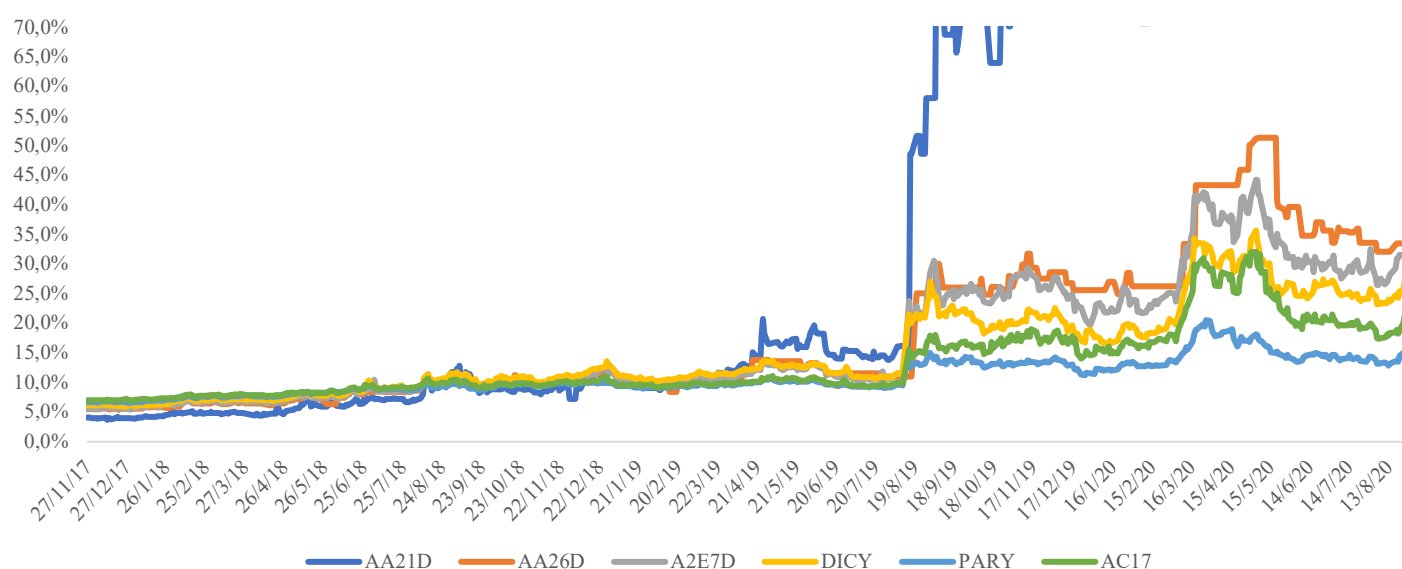


Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y BYMA

En línea con el comportamiento de las paridades con el comienzo de la crisis cambiaria en 2018, los títulos comenzaron a operar con tasas de entre 7,2% para el AA21D, 8,4% y 8,7% para el AA26D y A2E7D respectivamente. Los bonos más largos como el DICY, PARY y AC17 operaban con una TIR entre 9,2% y 9,8%. Hasta el resultado de las PASO en promedio los bonos mantuvieron un nivel de tasas de entre 10% y casi 20% alcanzando por el título más corto, el AA21D.

Luego del resultado electoral, las tasas se incrementaron exponencialmente, en especial para los bonos más cortos. El AA21D en pocos meses operaba con una TIR superior al 200%, mientras que el resto de los títulos cotizaban con tasas inferiores al 50%.

Gráfico N°136: Evolución TIR bonos previo a Reestructuración 2020



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y BYMA

A partir de la publicación de la primera oferta de canje es posible calcular la tasa de descuento implícita de los nuevos bonos a partir de su correspondiente relación de canje. Para determinarla se utilizaron las cotizaciones diarias de los títulos elegibles analizados anteriormente. En los casos en que varios títulos podían ser canjeados por un mismo instrumento se aplicó un promedio simple para determinar una única exit yield.

Bajo las características y relaciones de canje de la primera oferta presentada en abril, el bono global 2030 (GD30) comenzó registrando una tasa implícita de descuento de 14% que llegó a incrementarse hasta un máximo de 16% en mayo. Posteriormente, a medida que las negociaciones avanzaban y los acreedores presentaban contraofertas, la exit yield comenzó a disminuir hasta niveles de 10%.

Los demás títulos, como el GD35, GD38, GD41 y GD46, registraron un comportamiento similar pero comenzando con niveles de tasas entre 11% y 12%, alcanzando niveles mínimos de 9,5%.

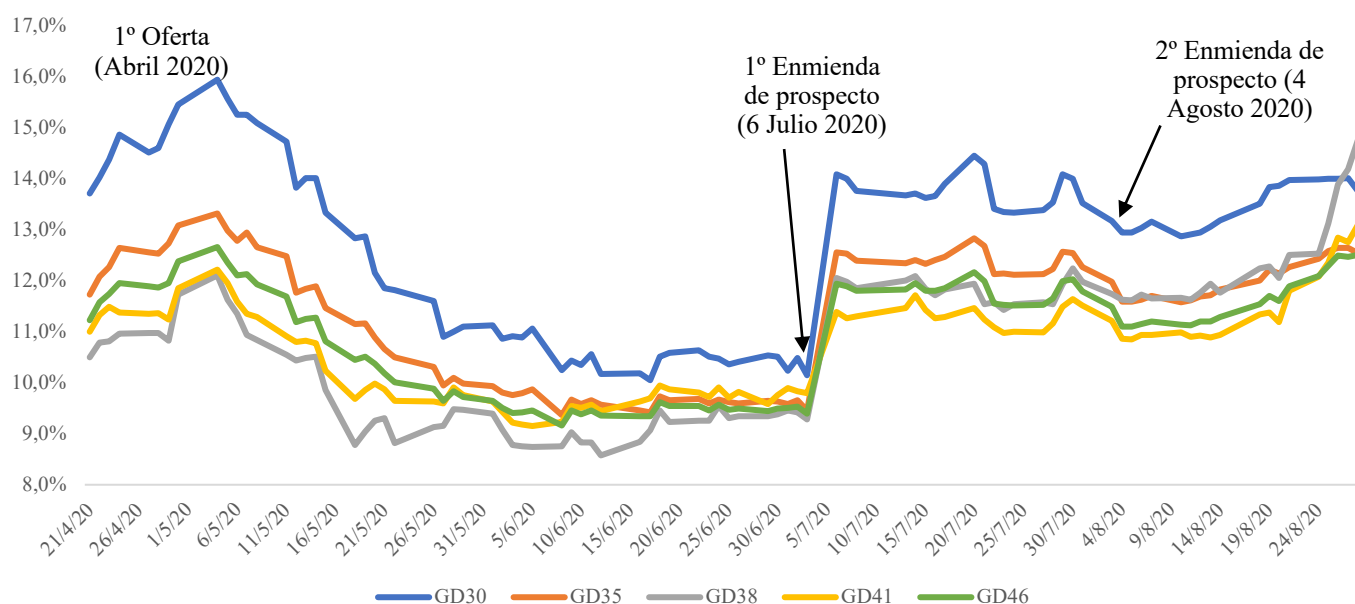
Con la nueva oferta realizada por el Gobierno Nacional publicada en julio ante la SEC como primer enmienda al prospecto original de canje, los títulos registraron un salto en su tasa de descuento de regreso a niveles de 14% para el GD30 y entre 12,5% y 11,5% para el resto de los bonos. Durante los próximos 30 días, este nivel de tasas se mantuvo relativamente estable.

Con la presentación de la oferta final el 4 de agosto, las tasas implícitas no registraron grandes cambios, en parte debido a que la estructura de los títulos a entregar no tuvo importantes modificaciones como si las hubo en la segunda propuesta, bajo la cual se incluyeron los intereses corridos no abonados bajo el bono con vencimiento en 2029.

En las primeras semanas luego de publicarse la última oferta de canje, el GD30 mostraba una exit yield de 13%, mientras que el resto de los bonos plasmaban tasas entre 12% y 11%. Sin embargo, al acercarse la fecha de aceptación de propuestas y de publicación de resultados las tasas de los bonos comenzaron a incrementarse hasta llegar a niveles de 15% para el GD38, 14% para el GD30 y niveles entre 13% y 12% para el GD46, GD41 y GD35.

Es visible también que durante todo el proceso de negociación, los títulos más cortos, especialmente el GD30 mostraban un nivel de tasas superior a los bonos más largos. Esto podría deberse a que las expectativas de corto plazo continuaban siendo desfavorables.

Gráfico N°137: Evolución exit yield bonos Reestructuración 2020



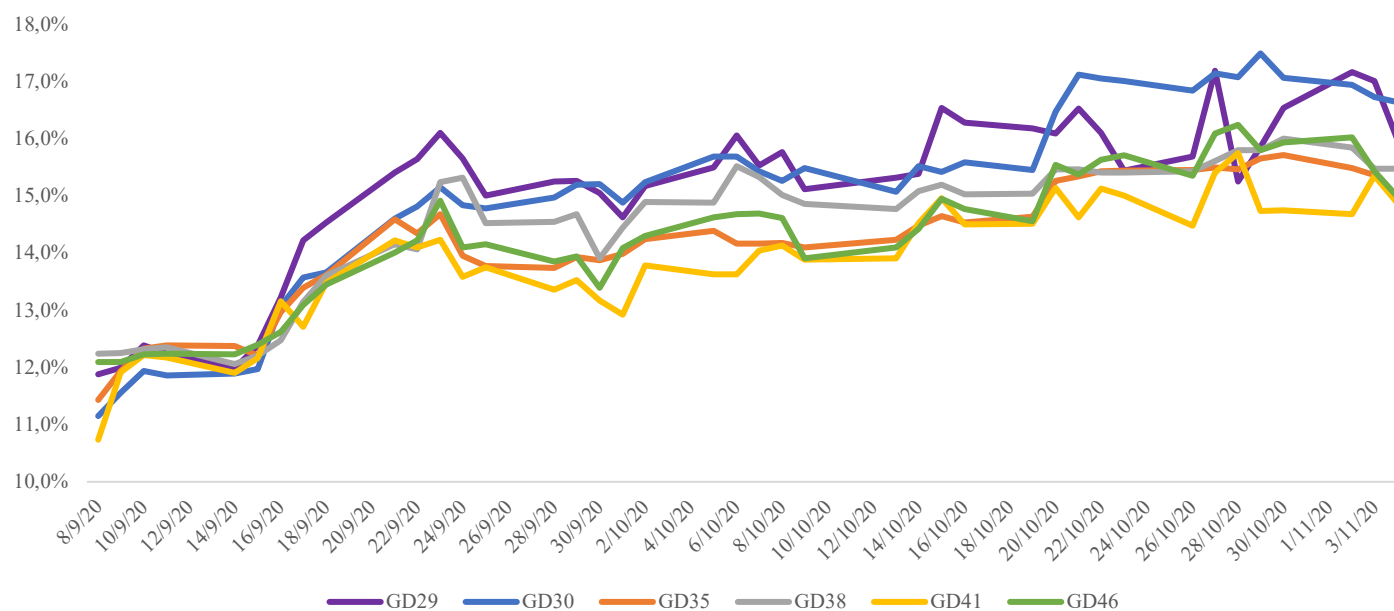
Fuente: Elaboración propia en base a datos de BYMA

El 8 de septiembre los nuevos bonos comenzaron a registrar sus primeras operaciones. El GD30 salió al mercado con una TIR de casi 11%, 3 puntos porcentuales por debajo de la exit yield reflejada en la última cotización de los títulos elegibles de canje del 28 de agosto.

El GD41 y GD35 también iniciaron con un nivel de tasas de casi 11%, mientras que el GD46 registró una TIR de 12%, al igual que el bono global 2029 (GD29) entregado en concepto por los intereses corridos.

Las primeras dos semanas de operaciones, el nivel de tasas se mantuvo relativamente estable, en la que la mayoría de los títulos convergió a una TIR de 12%. Sin embargo, en los meses siguientes los títulos reflejaron cada vez tasas más altas a niveles de 17 y 16% para el GD30 y GD29, respectivamente. Mientras que los bonos más largos reflejan TIRes de casi 15%.

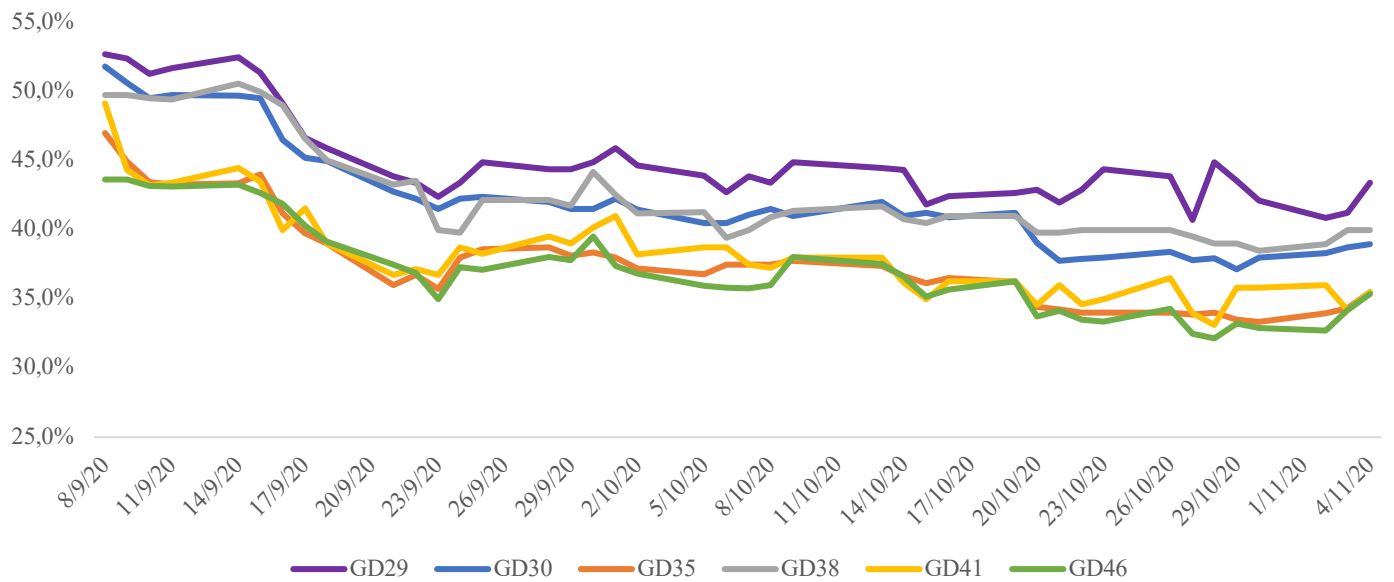
Gráfico N°138: Evolución TIR Bonos emitidos por Reestructuración 2020 Ley New York



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BYMA

Los bonos globales salieron al mercado con una paridad en promedio de 50%, con excepción del Global 2046 que registró una paridad de casi 45%. Si bien la problemática de la deuda se vio arreglada, todavía persisten hasta el momento los problemas inflacionarios, de déficit fiscal y cambiarios que afectan al país, mientras también los efectos de las medidas para combatir la pandemia continúan impactando sobre la economía. De esta manera, las paridades de los bonos siguieron disminuyendo hasta regresar a niveles de default de 45%-35%, señalando también un deterioro en las expectativas respecto al futuro de la economía argentina.

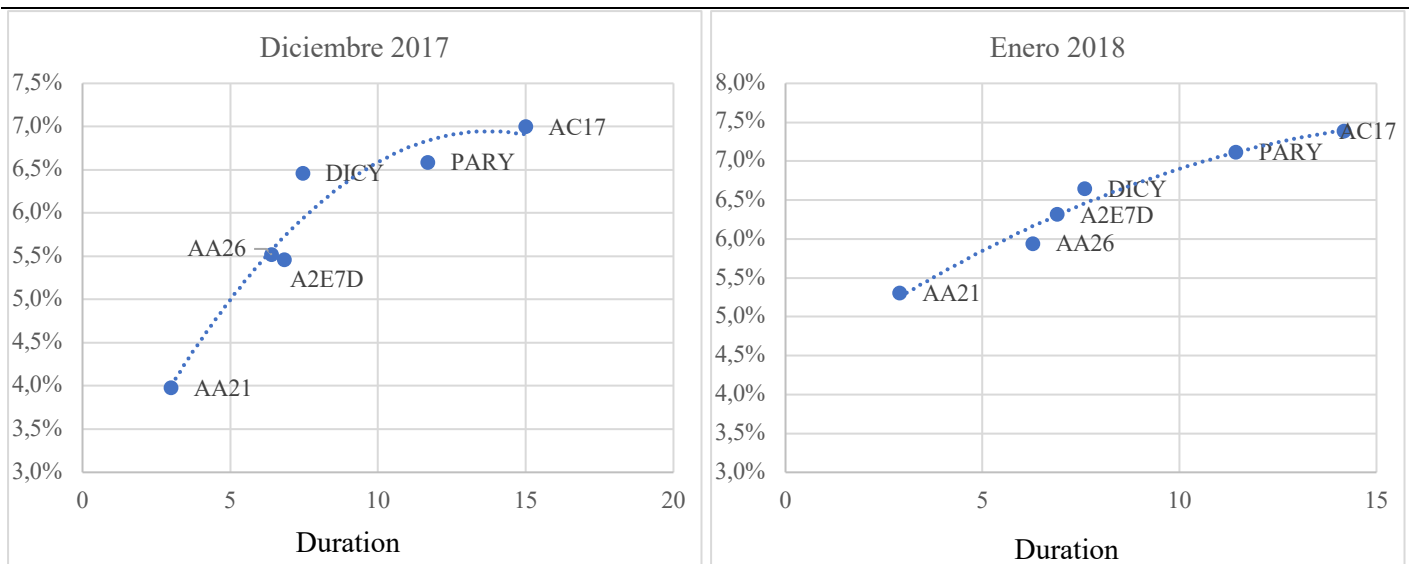
Gráfico N°139: Evolución paridades bonos emitidos Reestructuración 2020 Ley New York

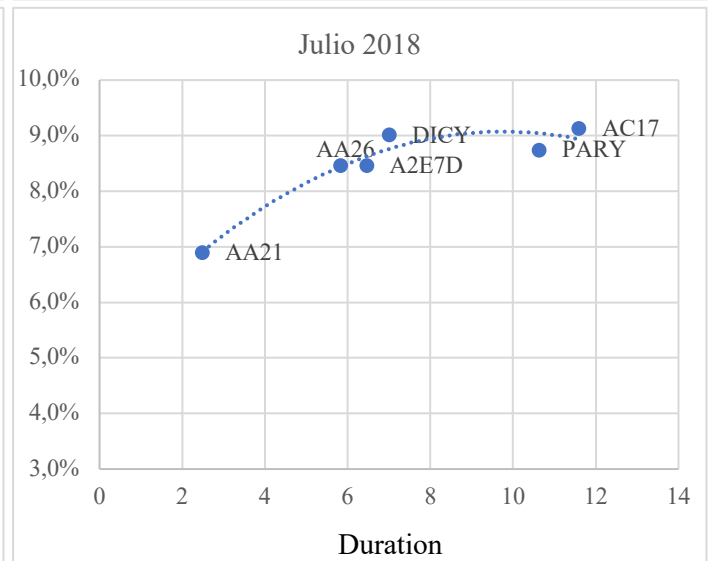
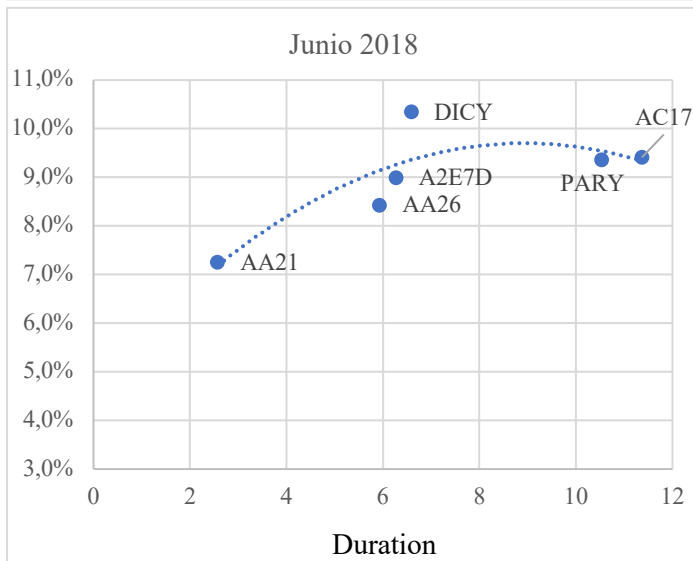
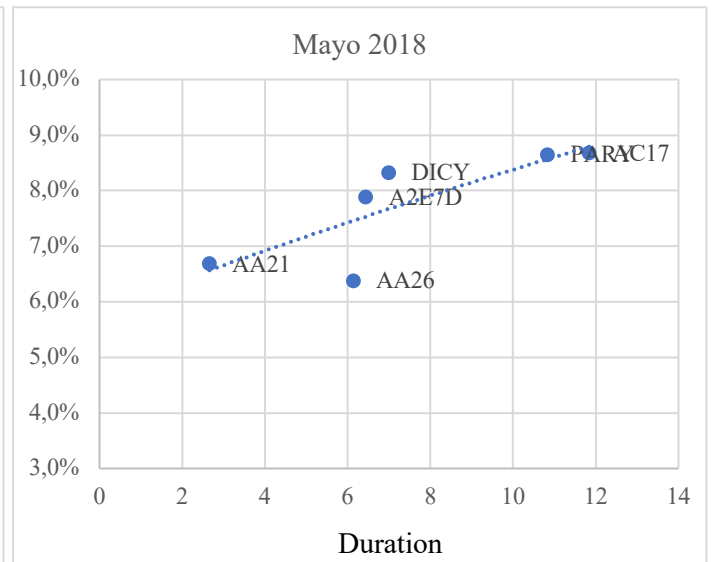
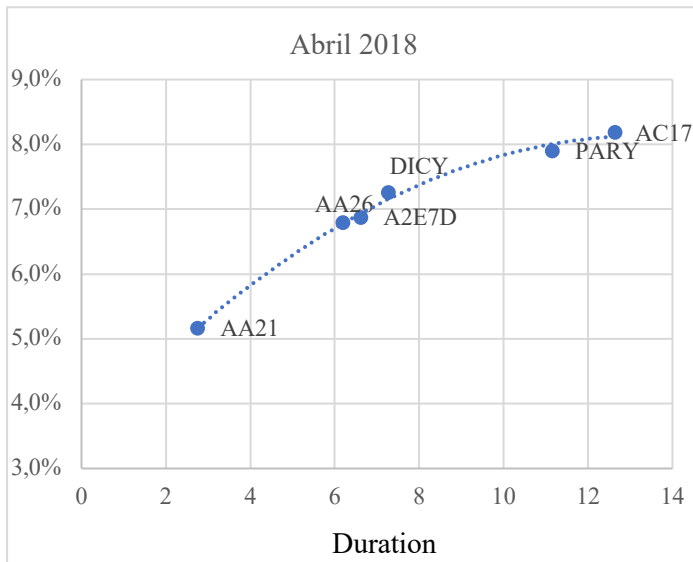
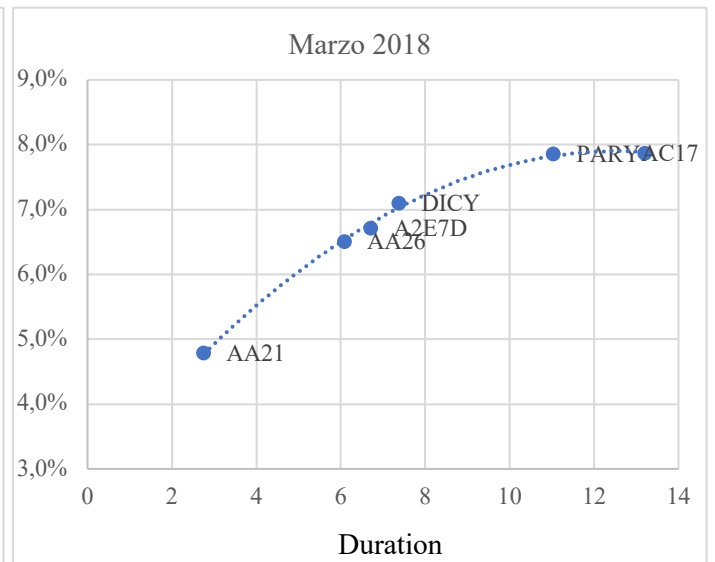
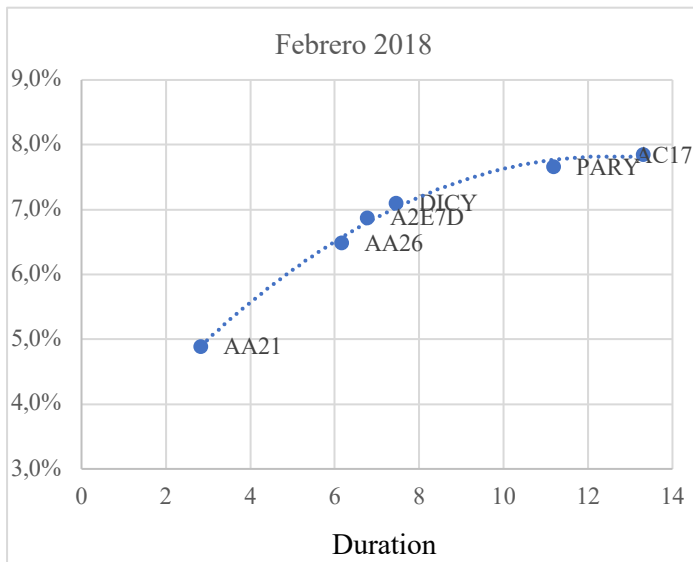


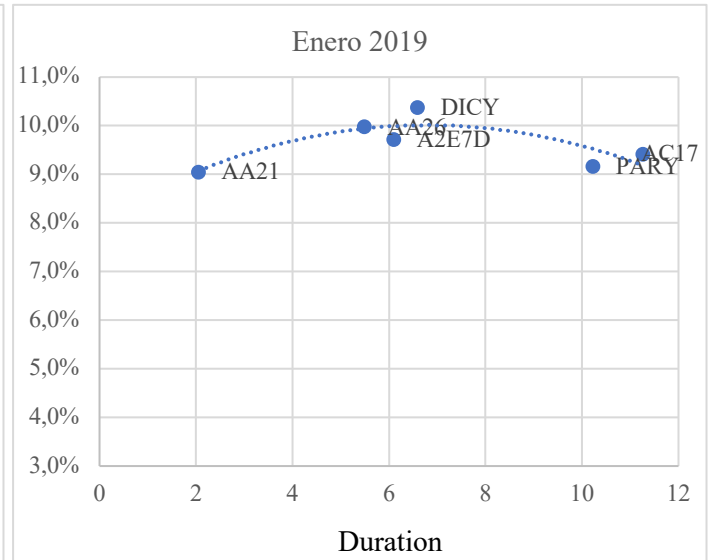
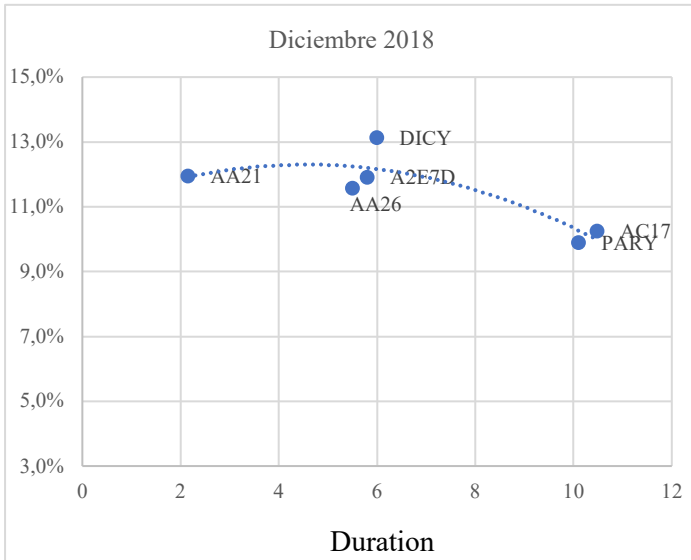
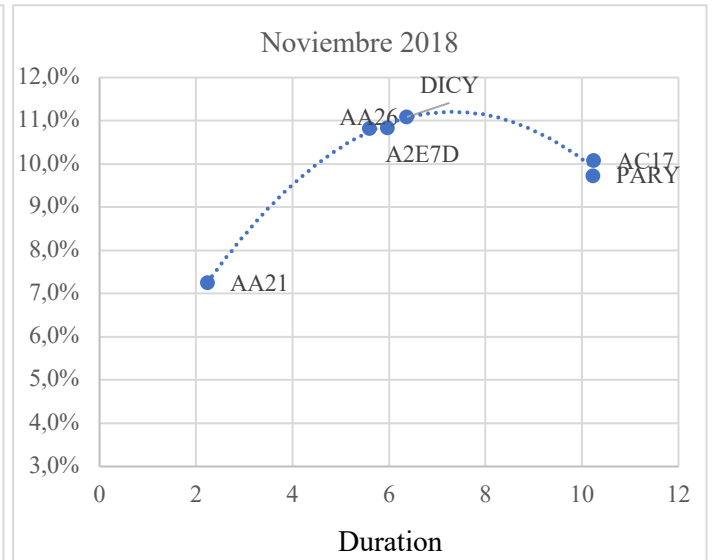
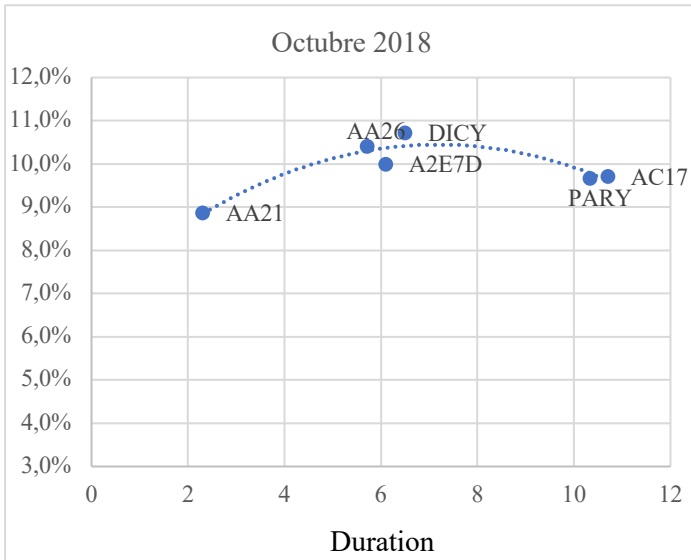
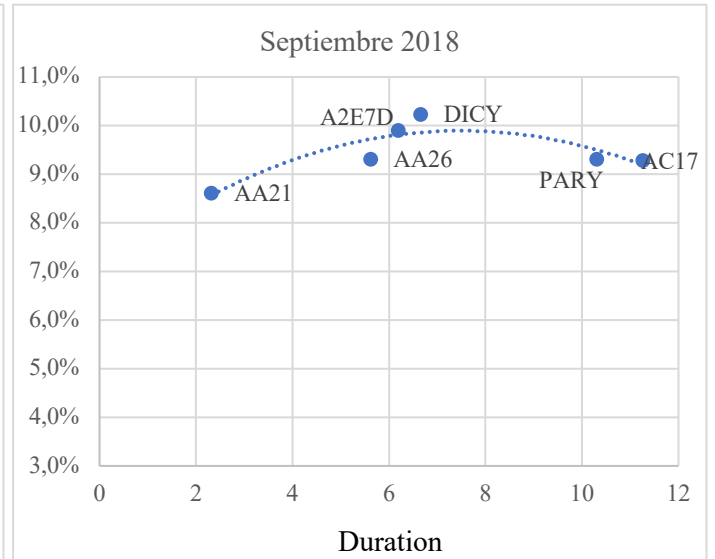
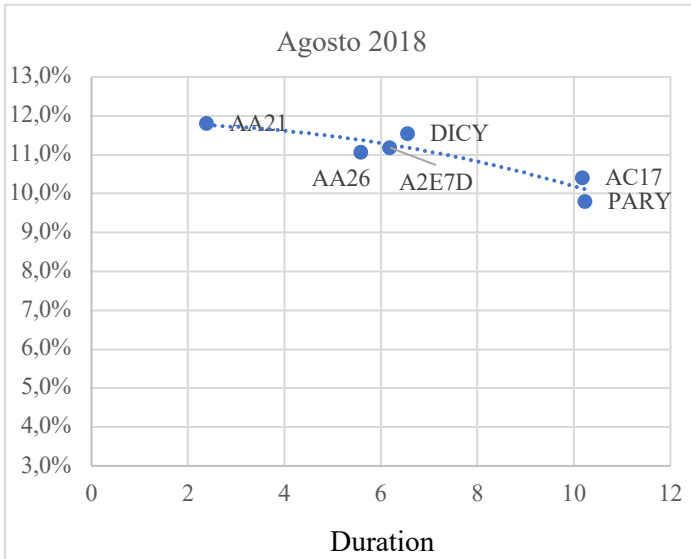
Fuente: Elaboración propia en base a datos de BYMA

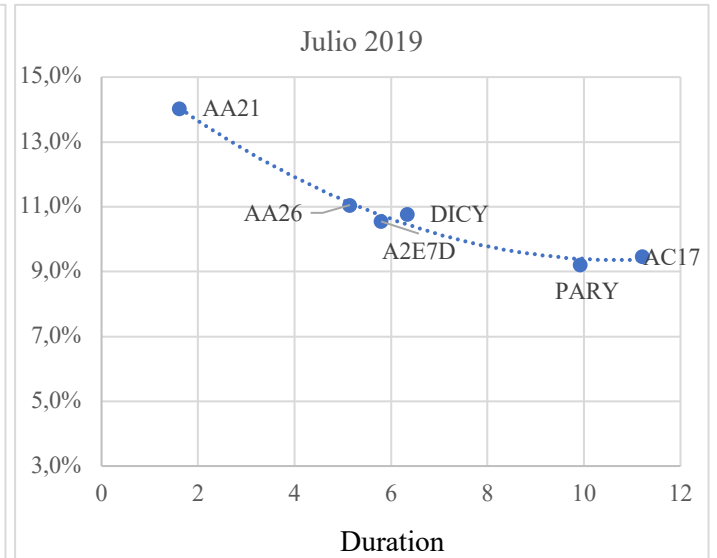
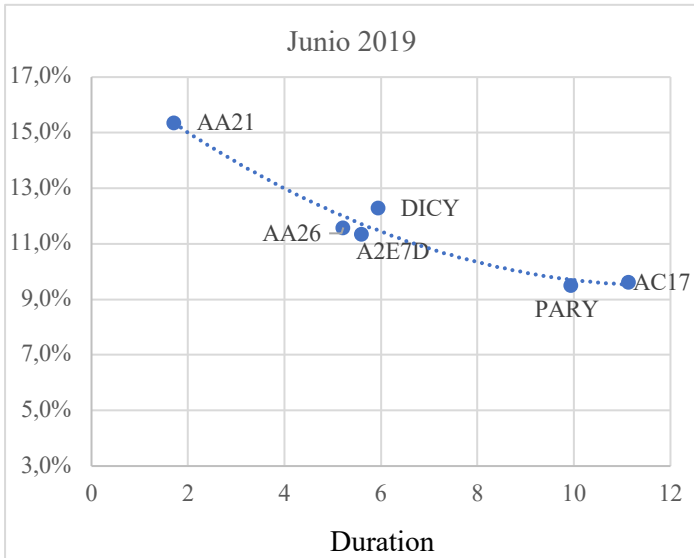
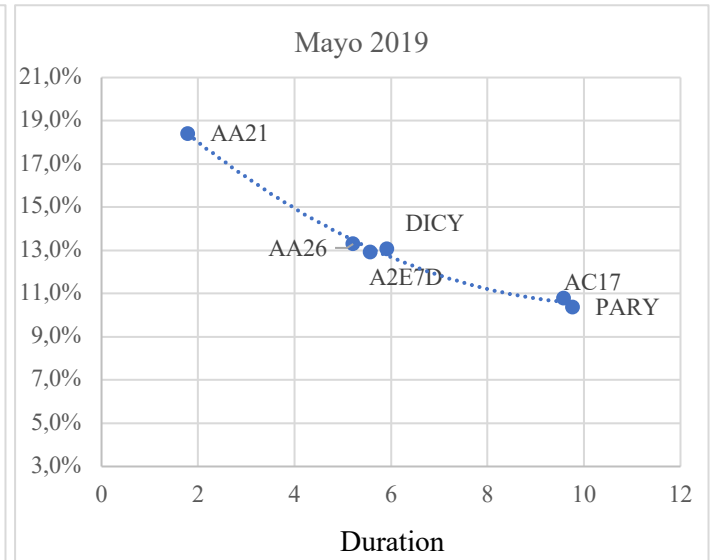
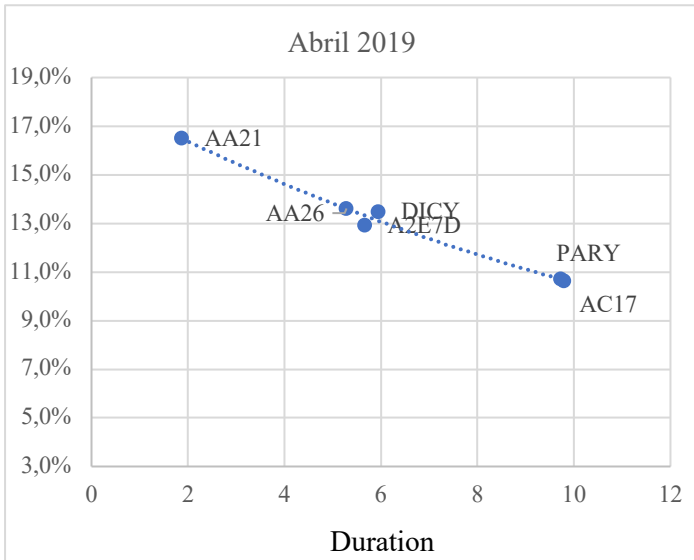
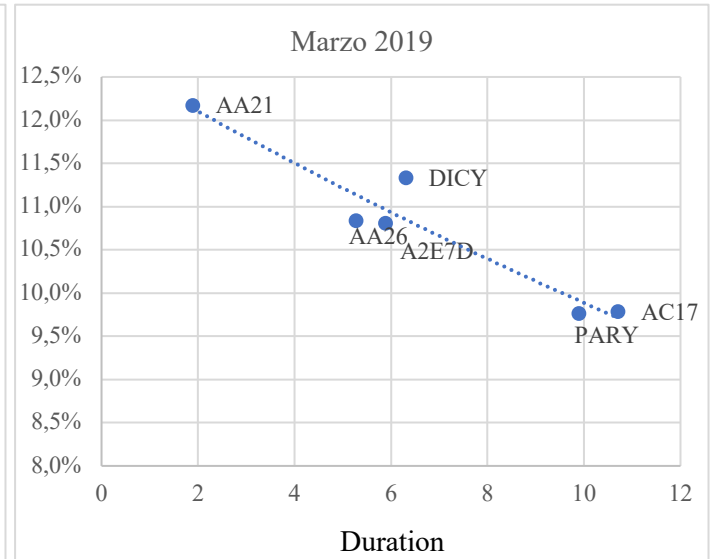
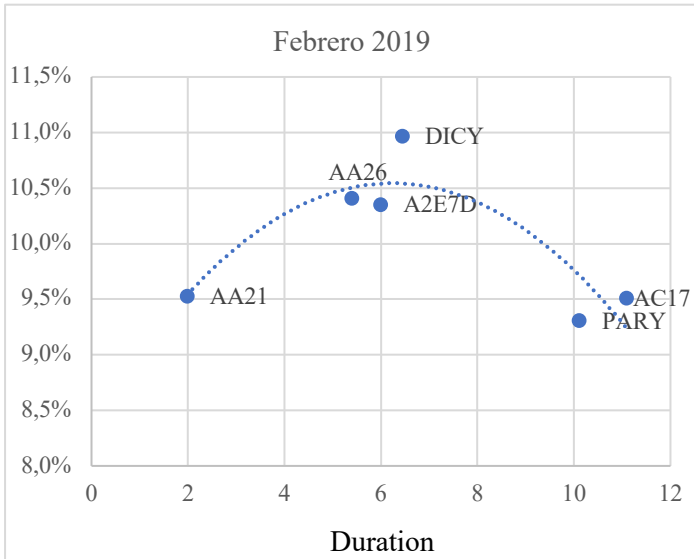
Durante todo el período analizado podemos observar la evolución de la curva soberana y como durante el inicio de la crisis cambiaria en 2018 comenzó a aplanarse para posteriormente invertirse durante todo el año 2019.

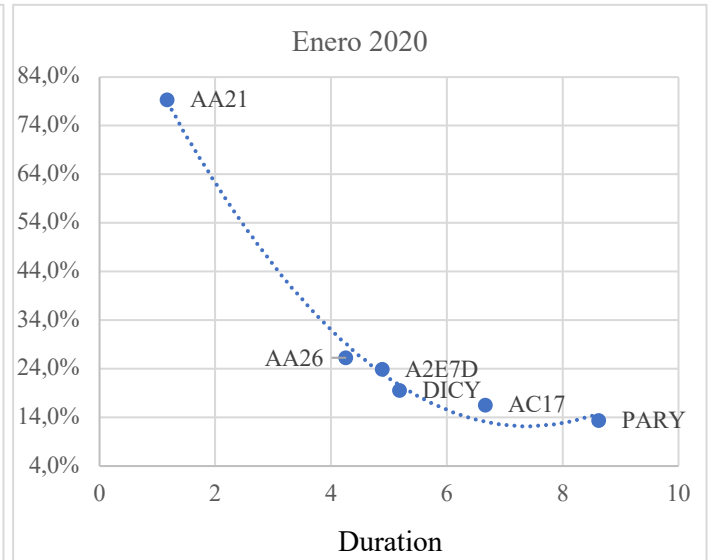
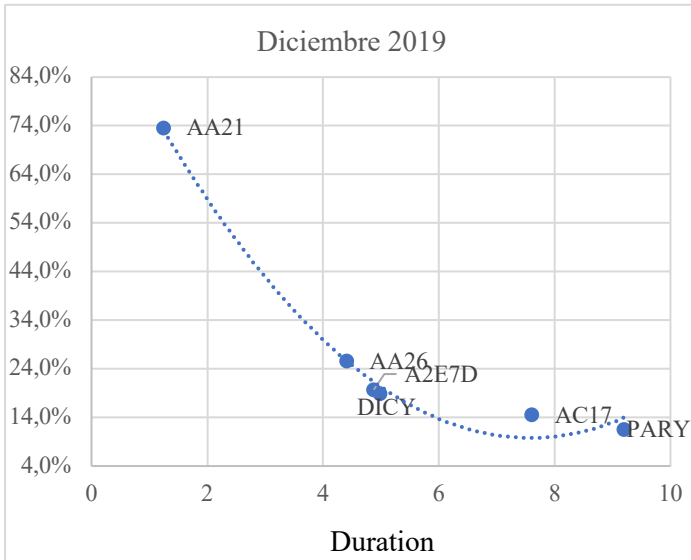
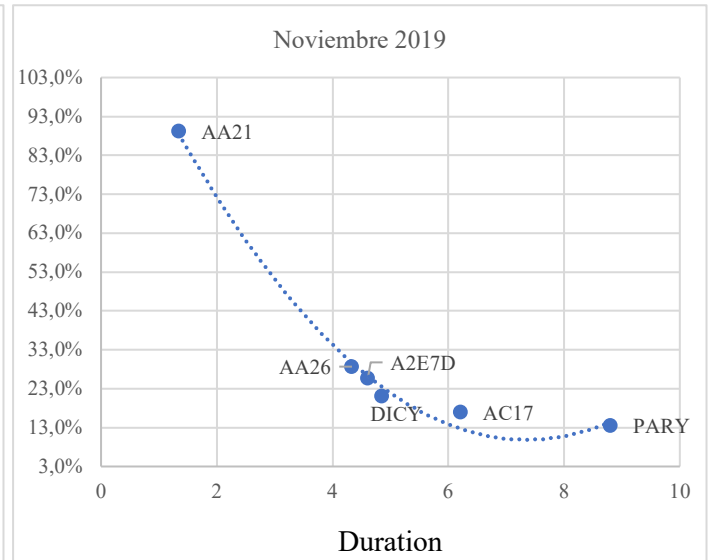
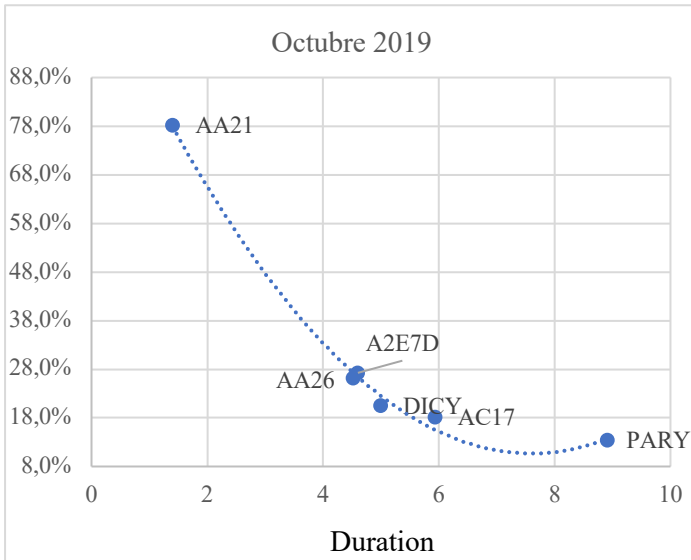
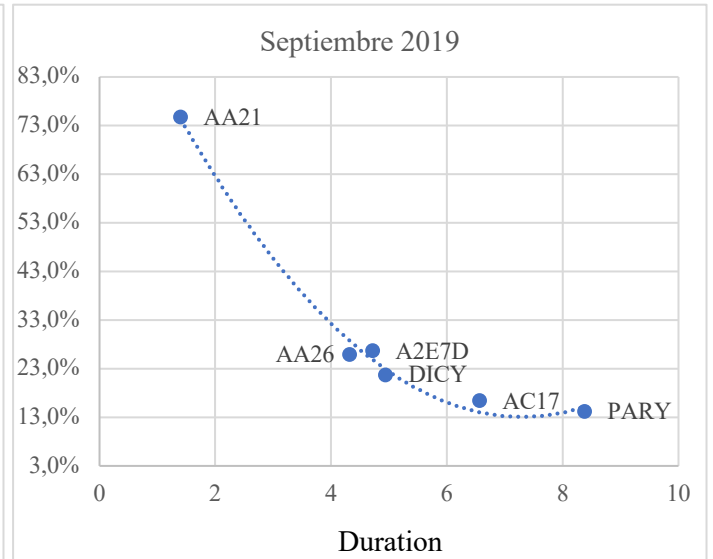
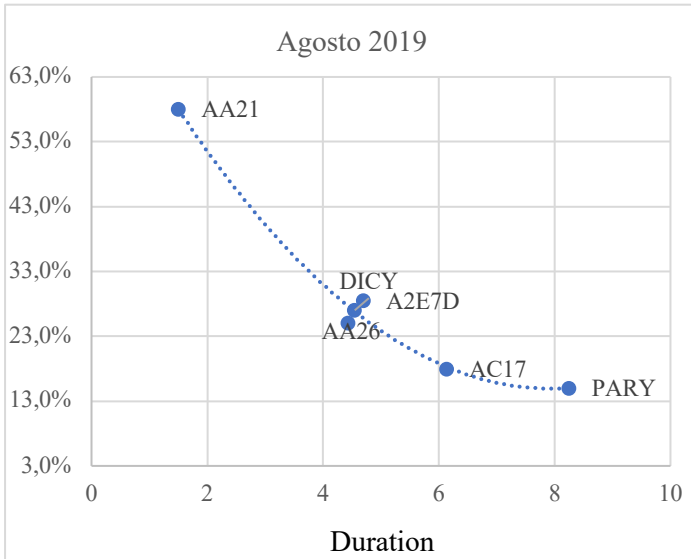
Gráfico N°140: Evolución curva soberana de bonos ley extranjera

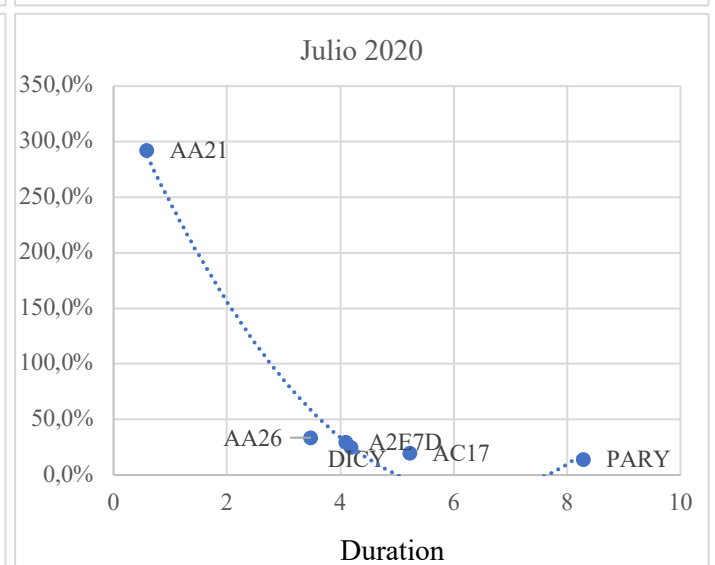
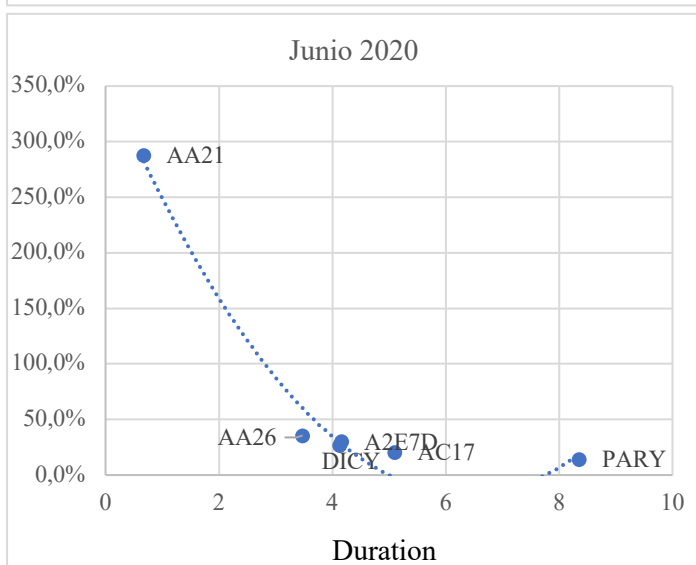
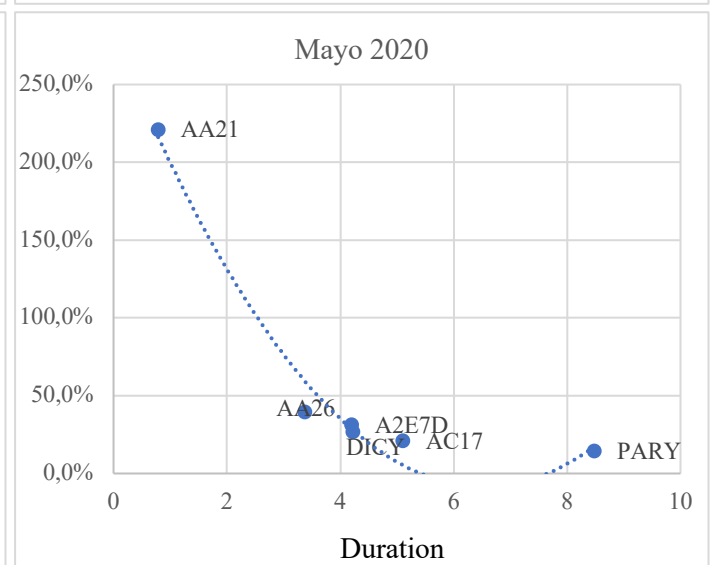
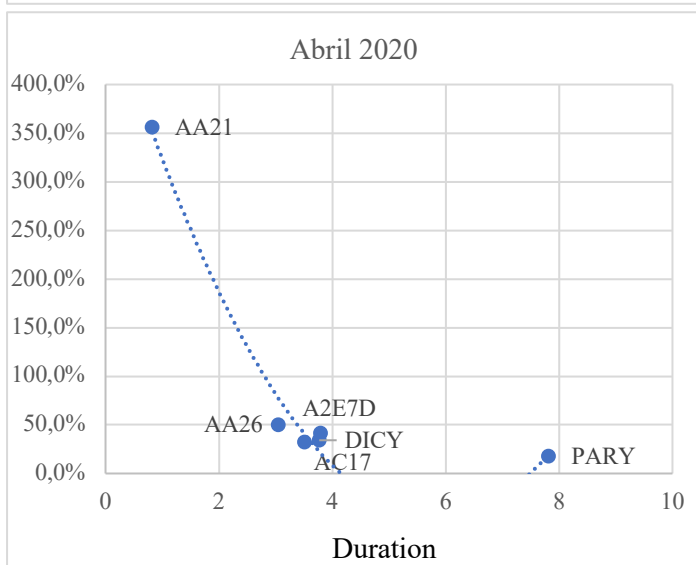
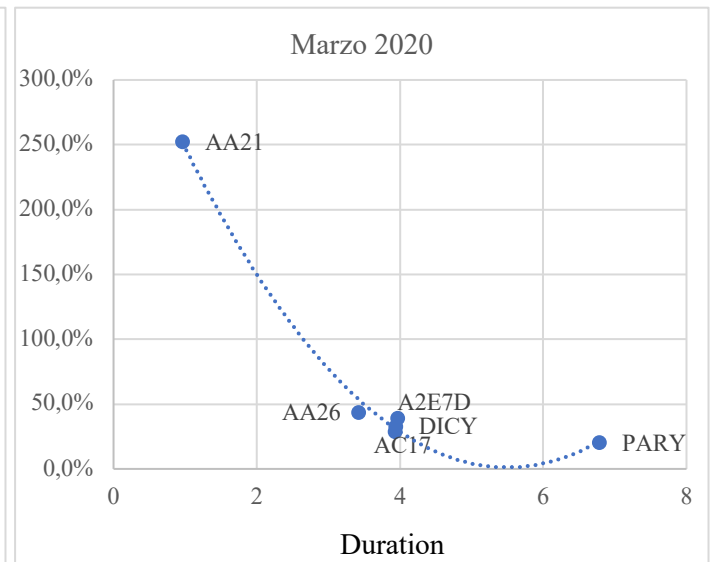
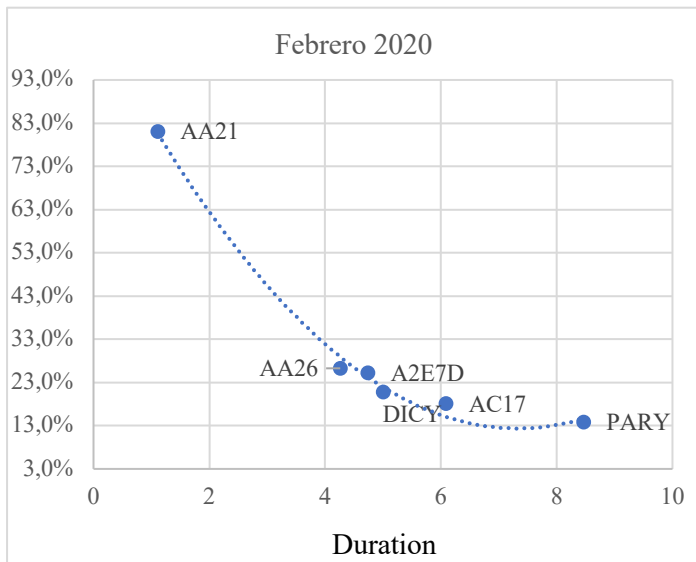


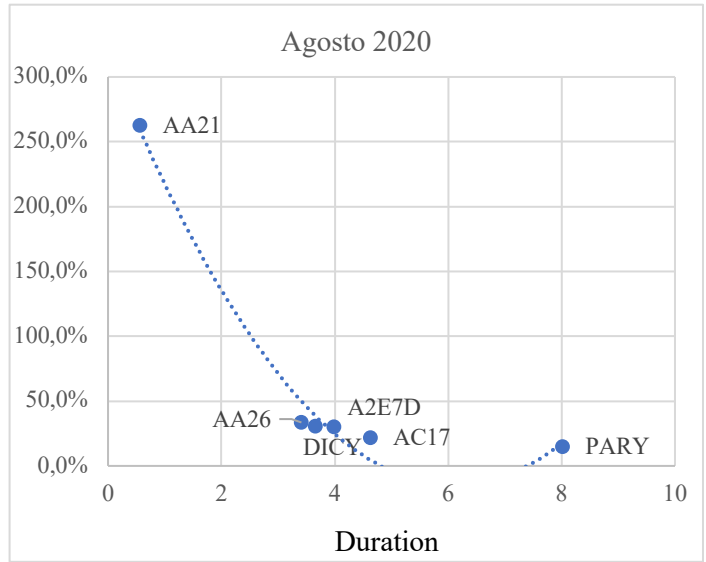




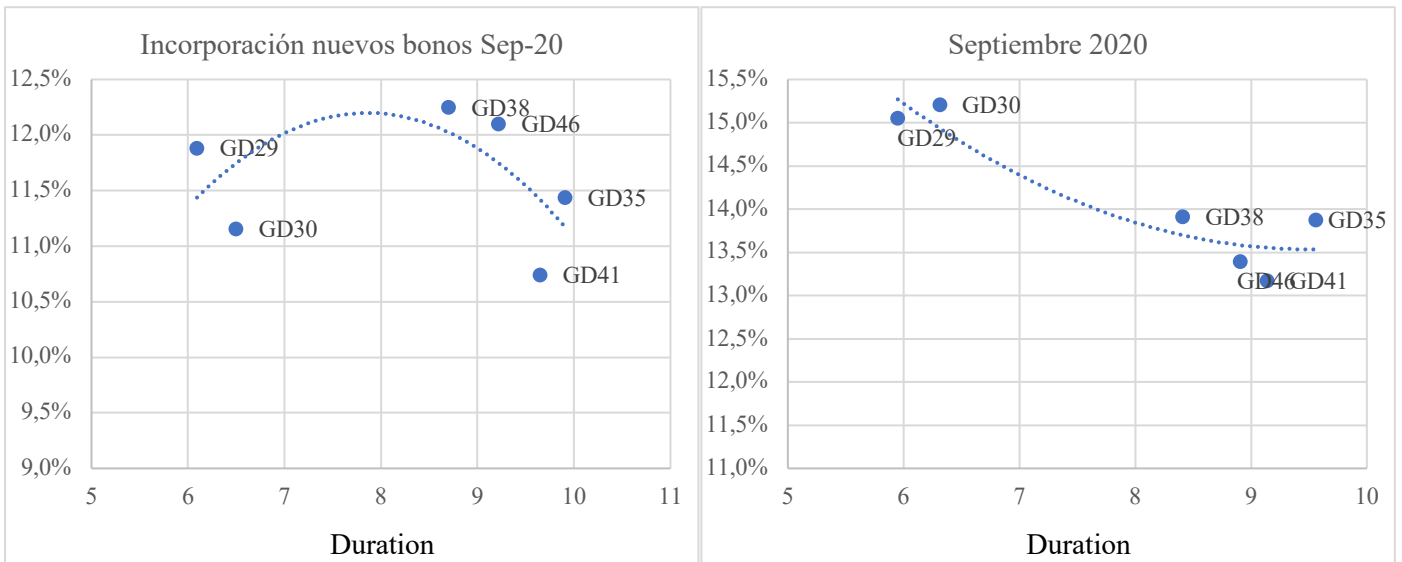


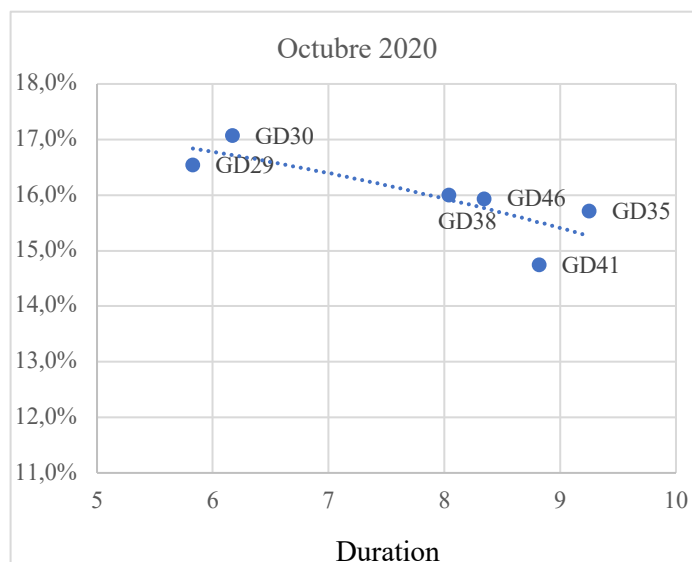






Con la entrada en vigencia de los bonos de la reestructuración, la nueva curva soberana inició septiembre prácticamente aplanada al mostrar los títulos más cortos un rendimiento similar a los títulos más largos. Sin embargo, para finales de ese mes, la curva se había invertido completamente.



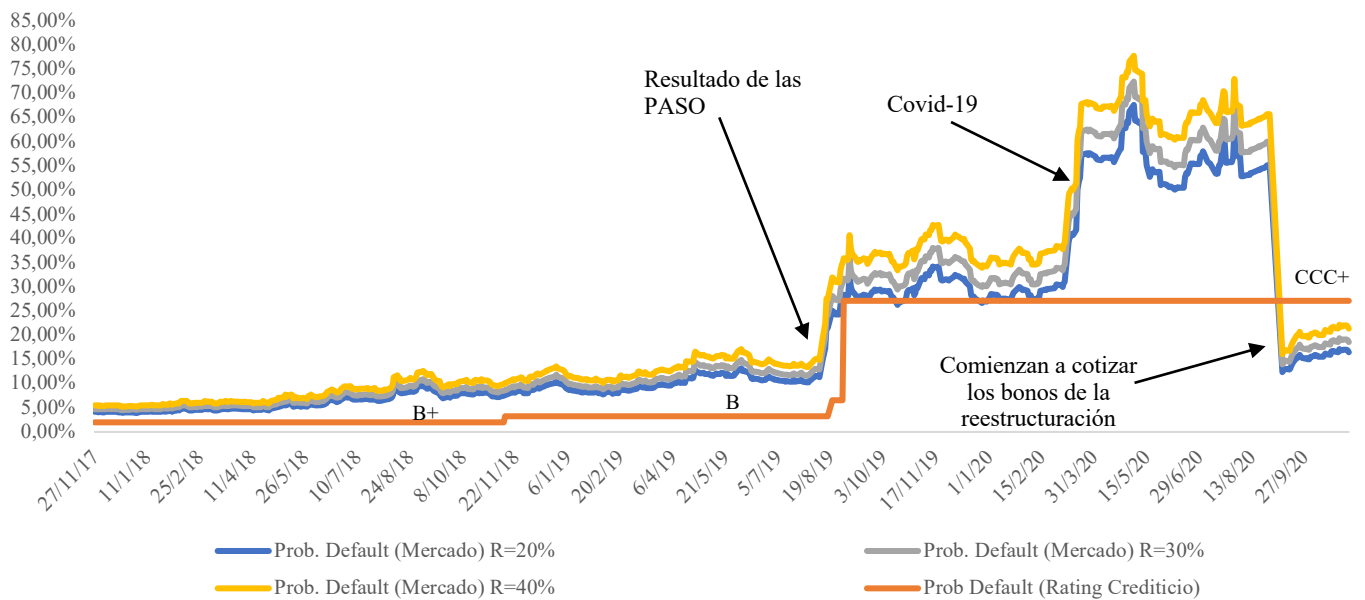


A finales del 2017 las probabilidades de default para el próximo año se ubicaban en niveles de 5,5%, su valor más bajo desde la reestructuración del 2005. Al dificultarse la situación económica del país en 2018 y profundizarse en 2019, las probabilidades de default se incrementaron a niveles de 11% y 14% para una tasa de recupero de 20% y 40% respectivamente. Luego del resultado electoral de agosto de 2019, estas probabilidades aumentaron drásticamente a niveles de 25% y 31%.

Para finales de marzo, las probabilidades volvieron a incrementarse, esta vez en gran parte producto del impacto del coronavirus a nivel mundial. Al cierre de abril, fecha en la que la Argentina cae en un nuevo default al no pagar sus compromisos de deuda las probabilidades se ubicaban en 55% y 67%.

A principios de septiembre cuando finaliza el canje y comienzan a cotizar los nuevos bonos de la reestructuración las probabilidades de default se redujeron a niveles de 12% y 16%, calculadas con una tasa de recupero de 20% y 40%, pero ubicándose en valores similares a los registrados antes de las elecciones primarias. Dos meses más tarde, estas probabilidades de default volvieron a incrementarse a valores de 16,5% y 21%.

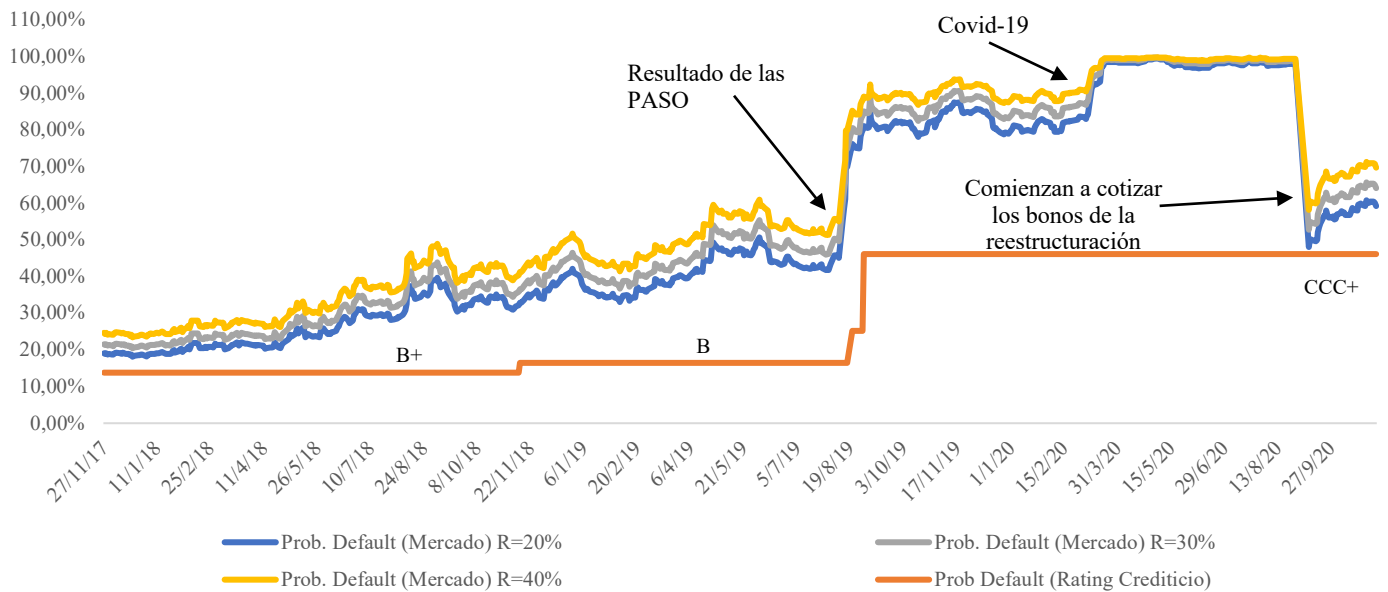
Gráfico N°141: Evolución probabilidad de default a un año



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE, BYMA y S&P Global Ratings Research

Terminada la reestructuración las probabilidades de default acumulada para los próximos 5 años disminuyeron a niveles de casi 50% y 58,5% con tasas de recuperio de 20% y 40% respectivamente. Estos niveles se incrementaron en poco tiempo a 54% y 64%, ubicándose ampliamente por encima de los niveles pre PASO.

Gráfico N°142: Evolución probabilidad de default acumulada 5 años

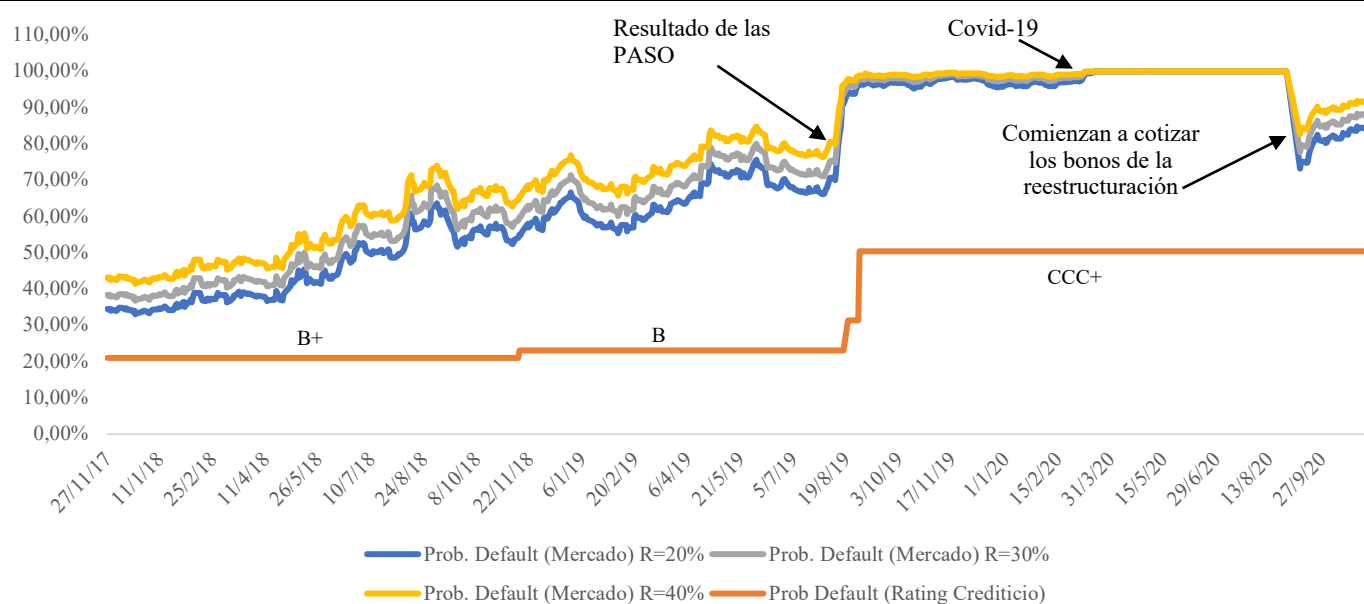


Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE, BYMA y S&P Global Ratings Research

La actual reestructuración no generó grandes cambios en las expectativas de default para los próximos 10 años, ya que finalizado el canje, las mismas se ubicaron en torno al 73% y 82% calculadas con una tasa de recuperio de 20% y 40%, cuando en marzo las mismas habían

llegado a niveles de casi 100%. Para finales de noviembre de 2020, las probabilidades de default habían ascendido a 83% y 90%, señalando que de mantenerse estas condiciones, se incurriría en una nueva cesación de pagos, coincidiendo con los mayores compromisos de deuda pactados luego de la reciente reestructuración.

Gráfico N°143: Evolución probabilidad de default acumulada 10 años



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE, BYMA y S&P Global Ratings Research

4.4 NOTICIAS DEL PERÍODO

El 30 de enero el portal de medios Infobae recopiló una noticia de Thomson Reuters en la que el Ministerio de Economía publicó el cronograma tentativo de todo el proceso de reestructuración de la deuda bajo ley extranjera, el cual comenzaba en febrero y tenía como fecha tentativa de finalización el 31 de marzo.

El 5 de febrero Infobae informa que el Senado aprobó por unanimidad la ley que autoriza al poder Ejecutivo a efectuar "canjes y/o reestructuraciones de los servicios de vencimiento de intereses y amortizaciones de capital de los títulos públicos emitidos bajo ley extranjera".

Con fecha 6 de febrero, el diario *Ámbito Financiero* reveló que el presidente de EE.UU. Donald Trump recibió al designado embajador argentino en ese país, Jorge Argüello, a quien le transmitió su intención de colaborar con la renegociación de la deuda.

El 20 de marzo, el diario *El Cronista* informó el comunicado publicado por el FMI en el cual el organismo internacional aclara que la publicación se lleva a cabo por pedido de las autoridades argentinas y en estrecha colaboración e informa que la Argentina necesitará un alivio sustancial entre los 55.000 millones de dólares y los 85.000 millones de dólares, señalando que el actual nivel de deuda es insostenible.

El 19 de abril, la agencia de noticias Bloomberg publicó una noticia luego de la presentación de la primera oferta de canje donde básicamente informa que a pesar de las críticas de los acreedores ante esta oferta los precios de los bonos registraron una importante suba.

El 20 de abril, el Cronista informó que Argentina Creditor Committee rechaza la oferta argentina declarándola como una oferta unilateral, y que se encuentran delineando una solución viable a cambio que el Gobierno se comprometa a mostrar un programa económico macro sustentado en políticas concretas y viables.

El 8 de mayo, Infobae informó que finalizó el período de aceptación de la oferta presentada en abril por el gobierno el cual registró un rechazo por parte del 80% de los acreedores. Revelando también que el Gobierno puede declarar desierto el canje y continuar negociando, aunque podría caer en default el 22 de mayo si no paga los 590 millones de dólares que vencen ese día. Con este resultado, el Gobierno extendió el período de aceptación hasta el 22 de mayo.

El diario *Ámbito Financiero* publicó una noticia informando que encabezado por el economista Joseph Stiglitz en conjunto con casi 160 otros economistas publicaron una carta abierta en la cual se defiende la propuesta de canje presentada por el Gobierno argentino y pide "una solución responsable" a la reestructuración de la deuda local que siente "un precedente positivo" para el sistema financiero internacional en su conjunto.

El 15 de mayo Infobae publicó que el Ministerio de Economía había recibido tres contraofertas por parte de sus acreedores y que el equipo económico estaba analizando las distintas propuestas.

El 29 de mayo, el ministro de economía Martín Guzmán expuso que a Argentina aún le falta "un camino importante por recorrer" antes de alcanzar un acuerdo sobre reestructuración de deuda.

Con fecha del 5 de junio la agencia de noticias Telám, publicó que el presidente de la Nación Alberto Fernández comentó que "tenemos que terminar de resolver el problema de la deuda, que es un fuerte condicionante para la Argentina; resolverlo es una condición necesaria para planear el futuro porque no es lo mismo gobernar un país en default, que un país que no lo está".

El 18 de junio Infobae publicó una noticia en la cual el Jefe de Gabinete de la Nación, Santiago Cafiero comunicó en su informe de gestión ante el Senado que la deuda argentina es impagable en los términos en los que fue acordada.

El 25 de junio Bloomberg, reveló que según comentarios del ministro Guzmán se había llegado a un entendimiento de temas importantes pero no un acuerdo con uno de los grupos de acreedores, mientras se extendió nuevamente el plazo de aceptación de la propuesta al 24 de julio al no lograr un avance en las negociaciones con el resto de los acreedores.

Ámbito Financiero publicó el 3 de julio que la próxima semana la Argentina presentaría ante la SEC una nueva oferta de canje de la deuda bajo ley extranjera, que estaría valorizada a una paridad de 53 dólares por cada lámina de 100.

El 28 de Julio Infobae informó que los tres grupos de acreedores, Exchange Bondholder, Ad Hoc y Argentina Creditor Committee rechazaron la propuesta argentina afirman representar "60% de los bonos de canje y 51% de los bonos globales en circulación", lo que les daría poder para bloquear la reestructuración. A su vez la noticia, presenta la posibilidad que el período de aceptación de la oferta se extienda nuevamente.

Una semana más tarde, específicamente el 4 de agosto, varios medios replicaron la publicación del Ministerio De Economía en el que se informa que se había alcanzado un acuerdo con los representantes del Grupo Ad Hoc de Bonistas Argentinos, el Comité de Acreedores de Argentina y el Grupo de Bonistas del Canje y otros tenedores (en conjunto, los "Acreedores que brindan Respaldo") que les permitirá a los miembros de los tres grupos de acreedores apoyar la propuesta de reestructuración de deuda de Argentina y otorgarle a la República un alivio de deuda significativo.

El 8 de septiembre con la finalización de la reestructuración de la deuda bajo ley extranjera Ámbito Financiero publicó que la calificadora de riesgo Standard & Poor's sacó de la figura del default a la Argentina en tanto emisor de deuda soberana, señalando que subieron las calificaciones soberanas en moneda local y extranjera de largo plazo de Argentina a 'CCC+' desde 'SD' (Default selectivo).

El 26 de octubre, más de un mes después de cerrada la reestructuración de deuda extranjera el Cronista publicó una noticia informando los nuevos títulos no logran estabilizarse y continúa sin encontrar un piso. Toda la curva soberana bajo ley extranjera continúa cayendo, con rendimientos que ya alcanzan el 16%.

5. COMPARACIÓN Y CONCLUSIONES

Para esta sección se presenta un cuadro comparativo que resume alguna de las principales características de las reestructuraciones analizadas en este trabajo.

El proceso de canje o reestructuración puede ser considerado como exitoso no solo por su resolución y por el alivio de los servicios de deuda, sino también por la evolución favorable en la cotización de los nuevos títulos emitidos y por lo tanto sus paridades, que a fin de cuentas señalan también una mejora en las expectativas económicas del país.

A su vez, así como la resolución de las negociaciones de canje de deuda depende de las pautas, oferta y condiciones que establece tanto el deudor como el acreedor también esta influida por el contexto macroeconómico local y externo vigente en el período.

Teniendo esto en cuenta es posible trazar ciertas similitudes entre los cuatro procesos de canje de deuda soberana analizados, que tuvieron lugar en los últimos 20 años.

Tabla N°5: Comparación canjes de deuda soberana

	Megacanje 2001	Reestructuración 2005	Reestructuración 2010	Reestructuración 2020
PIB Año de Reestructuración	-4,4%	8,9%	10,1%	-11,6%(e)
PIB Año anterior	-0,80%	9%	-5,9%	-2,2%
Resultado Fiscal Primario % PIB	-1,9%	3,4%	1,5%	-8%(e)
Resultado Fiscal Financiero % PIB	-7%	1,6%	0,20%	-10,5%(e)
Resultado Cta Cte % PIB	-1,5%	2,4%	-0,3%	1,3%(*)
Deuda Total Bruta en USD Millones	144.453	191.243	180.672	329.418
Deuda Total Bruta % PIB	50,80%	115,20%	48,40%	102,2%(*)
EMBI+ Argentina / Riesgo País Ex Ante Canje	1.000	6.500	800	2.500
EMBI+ Argentina / Riesgo País Ex Post Canje	1.500	750	700	1.000
EMBI+ Argentina / Riesgo País a finales del año	5.000	500	450	1.500
Treasury 10 años	5,2%	4,5%	3%	0,8%
Tipo de cambio Real Multilateral	68,5	160	127	120
Reservas Internacionales en USD Millones	20.257	20.904	49.240	41.379
Reservas Internacionales como % PIB	7,1%	11,1%	11,6%	12,2%
Reservas Internacionales como % Deuda Total Bruta	14,0%	10,9%	27,2%	12,5%
Índice de Confianza del Consumidor al momento del Canje	40,6	58,4	50,3	41,3

(e) cifra esperada para 2020. (*) dato al 2ºT2020

Tabla N°6: Comparación probabilidades de default acumulada a 10 años

	Megacanje 2001	Reestructuración 2005	Reestructuración 2010	Reestructuración 2020
Probabilidad de Default a 10 años 2 meses post canje (tasa de recupero 20%)	83,2%	43%	70,9%	83,4%
Probabilidad de Default a 10 años 2 meses post canje (tasa de recupero 30%)	86,9%	45,8%	75,5%	87,1%
Probabilidad de Default a 10 años 2 meses post canje (tasa de recupero 40%)	92,1%	50,5%	80,7%	90,9%

Bajo la idea de un canje exitoso no solo por el alivio de los servicios de deuda sino también por la posterior mejora en las paridades de los nuevos bonos emitidos es posible ver que la reestructuración de la deuda defaulteada en 2002 y llevada a cabo durante el 2005 se dio en un contexto favorable para la Argentina.

La economía local ya se encontraba ordenada bajo un nuevo modelo, acumulaba tres años consecutivos de crecimiento con un importante superávit fiscal y de cuenta corriente y un tipo de cambio real altamente competitivo. Por su parte, la confianza del consumidor se encontraba en uno de sus valores más altos desde que comenzó a medirse.

El contexto externo también fue favorable, la economía mundial se encontraba en crecimiento y el precio de los commodities registraba uno de sus valores más altos en la historia, ayudando aún más a la economía argentina.

Terminado el canje, el diferencial de tasas de los bonos argentinos medido por el EMBI+ registró una inmediata y considerable disminución que continuó hasta finales de ese año alcanzando niveles de 500 puntos básicos y señalando con esta dinámica una mejora en las expectativas económicas.

El canje realizado en 2010 por la porción de deuda pendiente de reestructuración del 2005 también tuvo un contexto similar. En el ámbito local la economía salía de su primera recesión producto del impacto de la crisis financiera internacional del 2008, las cuentas fiscales se mantenían con un saldo positivo, aunque en menor medida al registrado en 2005 y la confianza del consumidor se encontraba en niveles relativamente altos.

Por su parte, el spread de tasas se ubicaba en los 800 puntos al momento del canje y tras su finalización disminuyó 100 puntos básicos, continuando con esta tendencia hasta alcanzar a finales de aquel año los 450 puntos básicos.

En cambio, el canje realizado en junio de 2001 se llevó a cabo en un contexto local altamente recesivo, con tres años consecutivos de caída del PIB, un déficit financiero de 7% del Producto Interno Bruto, un tipo de cambio sobrevaluado generando que los productos argentinos sean mucho más caros, colaborando con un resultado de cuenta corriente deficitario de 1,5% del PIB. A su vez, la confianza del consumidor se encontraba en niveles bajos al momento de efectuado el Megacanje.

Desde el frente externo, el crecimiento de la economía mundial se desaceleraba producto de la crisis generada por el estallido de la burbuja.com y más tarde el atentado terrorista en EE.UU.

Si bien el canje generó un cierto alivio en los vencimientos de capital e intereses de los títulos públicos, el Riesgo País medido por el EMBI+ no disminuyó sino que aumentó 500 puntos básicos y para el cierre del año se incrementó a 5.000 puntos, terminando en la cesación total de pagos.

Respecto a la reestructuración actual, las condiciones macroeconómicas tienen cierto paralelismo con las condiciones del 2001, salvando grandes diferencias como el modelo económico y la composición del sistema financiero local.

Actualmente, la economía acumula casi tres años consecutivos de contracción económica, con un déficit primario y financiero que finalizaría en sus niveles más altos desde el 2001. El tipo de cambio real valuado con el tipo de cambio oficial se encuentra en niveles competitivos, aunque actualmente el nivel de confianza se encuentra en valores relativamente bajos, similares a los de la convertibilidad.

Cerrada la reestructuración de la deuda, el EMBI+ Argentina registró una disminución de 1.500 puntos, sin embargo todavía se encontraba en valores relativamente altos de 1.000 puntos básicos. Además, a las pocas semanas las paridades de los bonos comenzaron a disminuir, alcanzando nuevamente niveles de default y por lo tanto el Riesgo País volvió a incrementarse a los 1.500 puntos básicos, señalando un deterioro de las expectativas económicas.

Incluso, las probabilidades de default acumulada para los próximos 10 años se ubican en niveles superiores al 80% luego de dos meses de haberse reestructurado la deuda bajo legislación extranjera. Este valor se encuentra en niveles cercanos a los registrados en 2001 luego de dos meses de haberse realizado el Megacanje. En cambio, en 2005 con una economía ordenada e indicadores macroeconómicos favorables, dichas probabilidades oscilaban entre el 40% y 50%, significativamente por debajo de los valores actuales.

Así como Guzmán elocuentemente expone en “Análisis de la Resolución del Default de Argentina de 2001” el alivio de deuda no es una condición suficiente para la recuperación económica de un país, también podemos decir que una reestructuración de la deuda no significa por sí solo una mejora en las cotizaciones de los títulos públicos y por lo tanto de sus paridades.

Según lo expuesto en este trabajo, para que la favorable evolución de las paridades de los bonos ocurra luego de un proceso de reestructuración debe darse alguna de las siguientes condiciones. Por un lado que el canje se lleve a cabo un contexto favorable y con la economía ya ordenada con un alto nivel de confianza, como fue lo ocurrido en 2005.

Por otro lado, si la reestructuración se da en un contexto macroeconómico desfavorable una mejora en las paridades de los bonos podría ocurrir solamente si el Gobierno de turno ataca de raíz las problemáticas que generaron los desequilibrios macroeconómicos contando a su vez con el suficiente apoyo político para llevarlo a cabo.

Esto ocurrió en el 2001 luego del Megacanje, el cual se llevó a cabo a la par con la idea de implementar políticas fiscales de déficit cero, pero que no contaron con el apoyo político para llevarlas a cabo y que tampoco se sumaron otros planes para mejorar el plano de la competitividad.

En la actualidad, no hay claros indicios de un plan económico integral que busque cambiar los desequilibrios macroeconómicos que desembocaron en la crisis iniciada en 2018.

6. GLOSARIO

Indenture: Es un contrato legal que refleja los términos y condiciones de una emisión de deuda y establece derechos y obligaciones para ambas partes en relación con los títulos emitidos.

Spread: Es la diferencia o margen existente entre dos activos.

Duration: Es una medida de la sensibilidad del precio del bono ante cambios en la TIR. Además es una medida de madurez de un bono al reflejar el plazo promedio de los cupones de renta y amortización ponderados por los flujos de fondos descontados.

Precio clean: Precio del bono limpio de los intereses corridos

Precio dirty: Precio que incluye los intereses corridos del título.

7. ANEXO

Otra metodología para calcular las probabilidades de default a partir del spread de tasas es descrita por Andrea Resti y Andrea Sironi en Risk Management and Shareholders' Value in Banking (321).

$$e^{rt} + R = [1 - p*(1 - k)]e^{(rt+dt)T}$$

Donde p es la probabilidad de default, r es igual a la tasa libre de riesgo, d simboliza el spread de tasas, k la tasa de recuero, T el plazo o duration del bono y R el premio por demandar un activo riesgoso. Siendo $R=0$ cuando se esta en neutralidad al riesgo.

De esta manera se obtiene la probabilidad de default acumulada del bono. A partir de este resultado es posible calcular la probabilidad de default anual, suponiendo que dicha probabilidad es igual cada año.

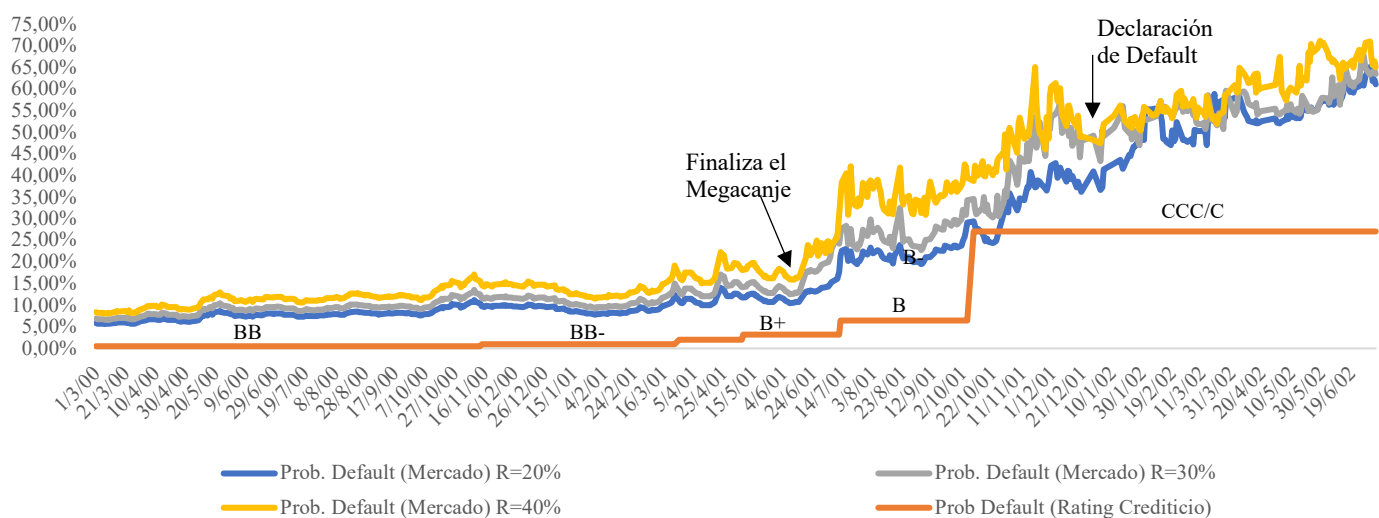
$$P = 1-(1 - pt)^{1/t}$$

En este trabajo se calculó la probabilidad de default acumulada para cada bono y luego su respectiva probabilidad anual. A este último resultado se le aplicó un promedio simple para obtener una única probabilidad de default anual y a partir de esta se estimó la probabilidad de default acumulada a 5 y 10 años.

$$P \text{ acumulada} = 1-(1 - P)^t$$

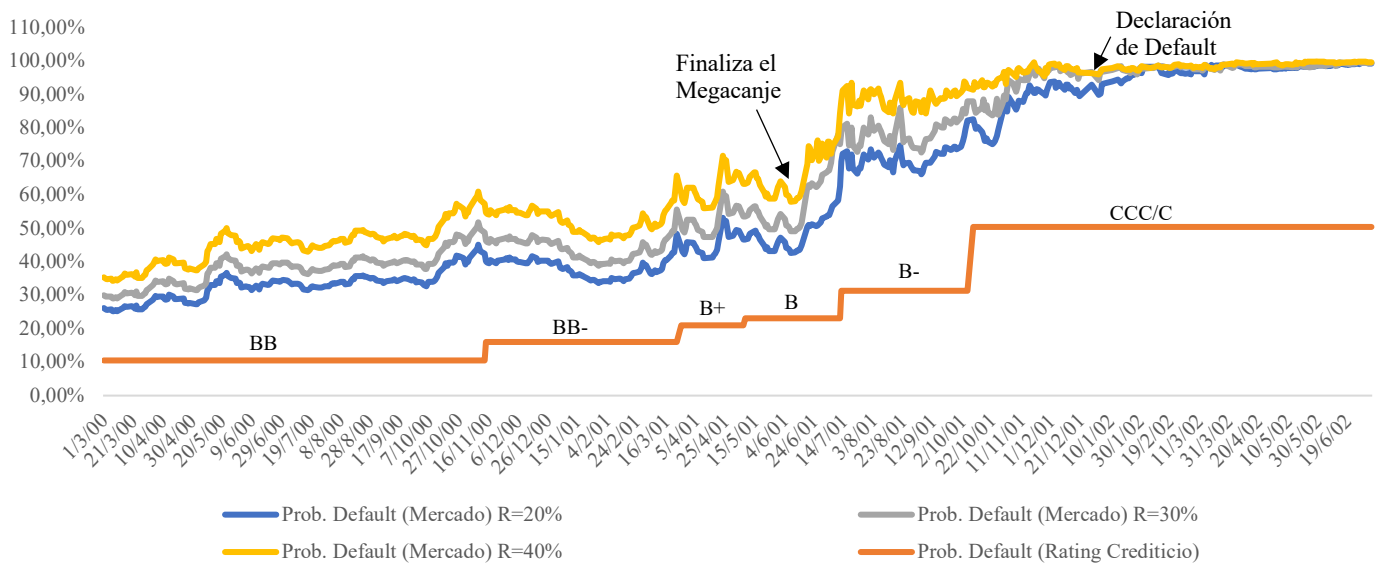
A continuación se muestran los resultados graficados, que en términos generales y salvo algunas excepciones no se muestran alejados respecto a los valores obtenidos bajo la metodología empleada de Hull.

Gráfico N°144: Evolución probabilidad de default a un año – Megacanje



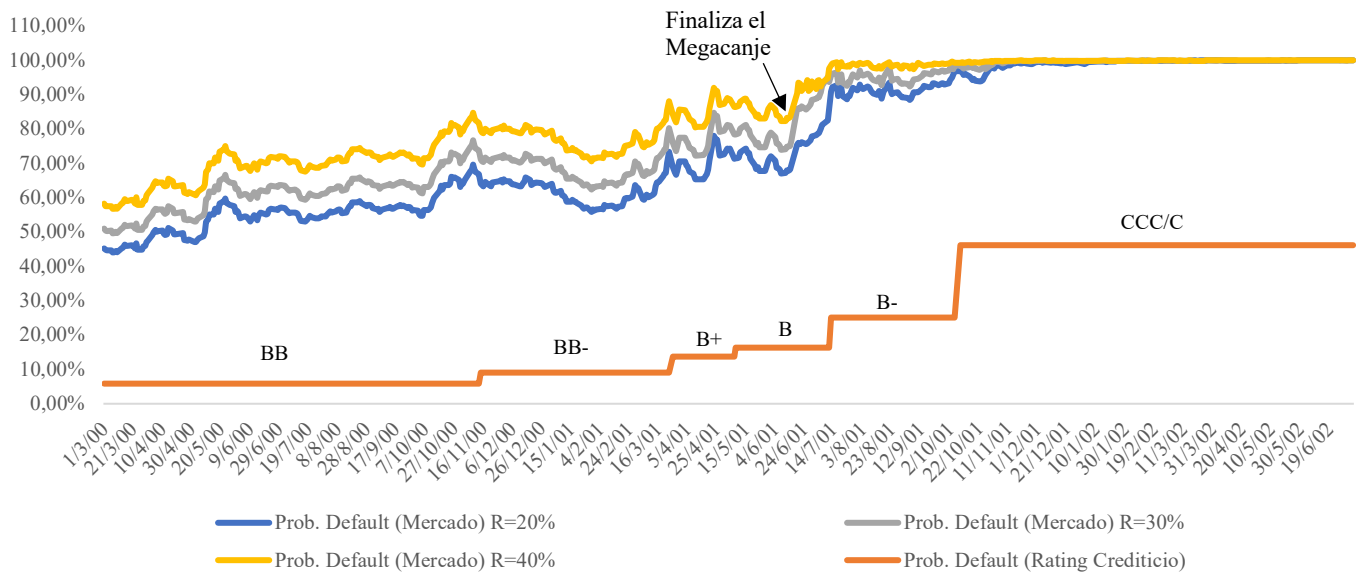
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Gráfico N°145: Evolución probabilidad de default acumulada 5 años - Megacanje



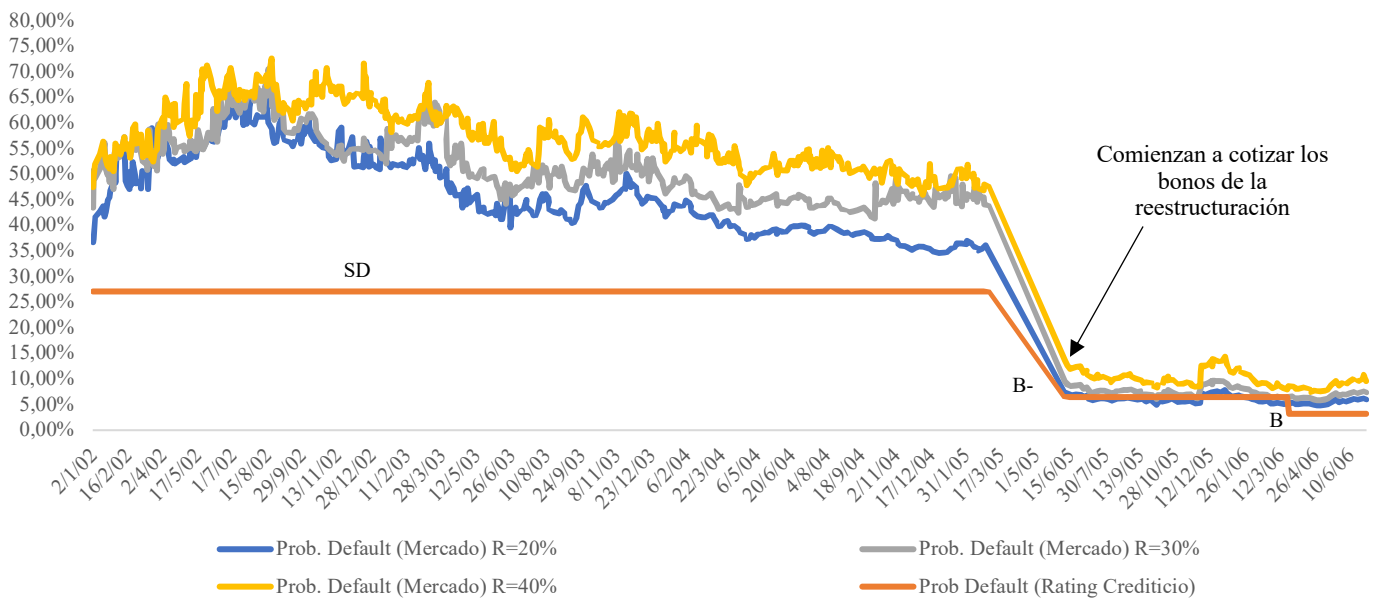
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Gráfico N°146: Evolución probabilidad de default acumulada 10 años - Megacanje



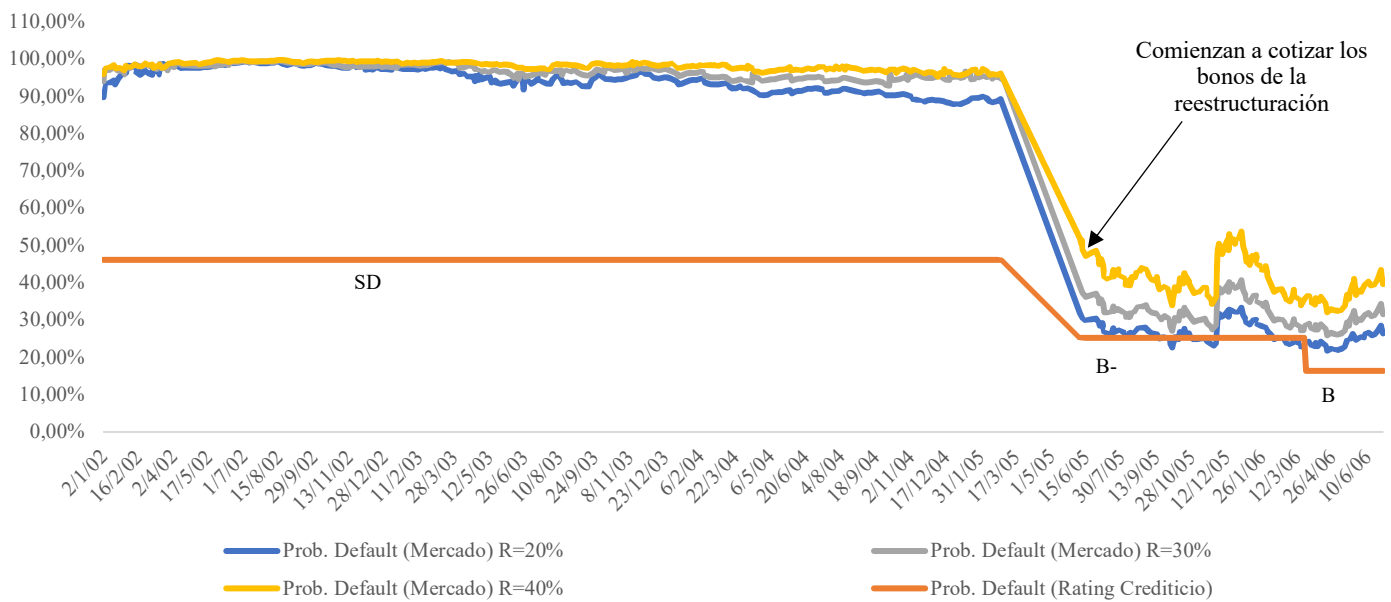
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Gráfico N°147: Evolución probabilidad de default a un año – Reestructuración 2005



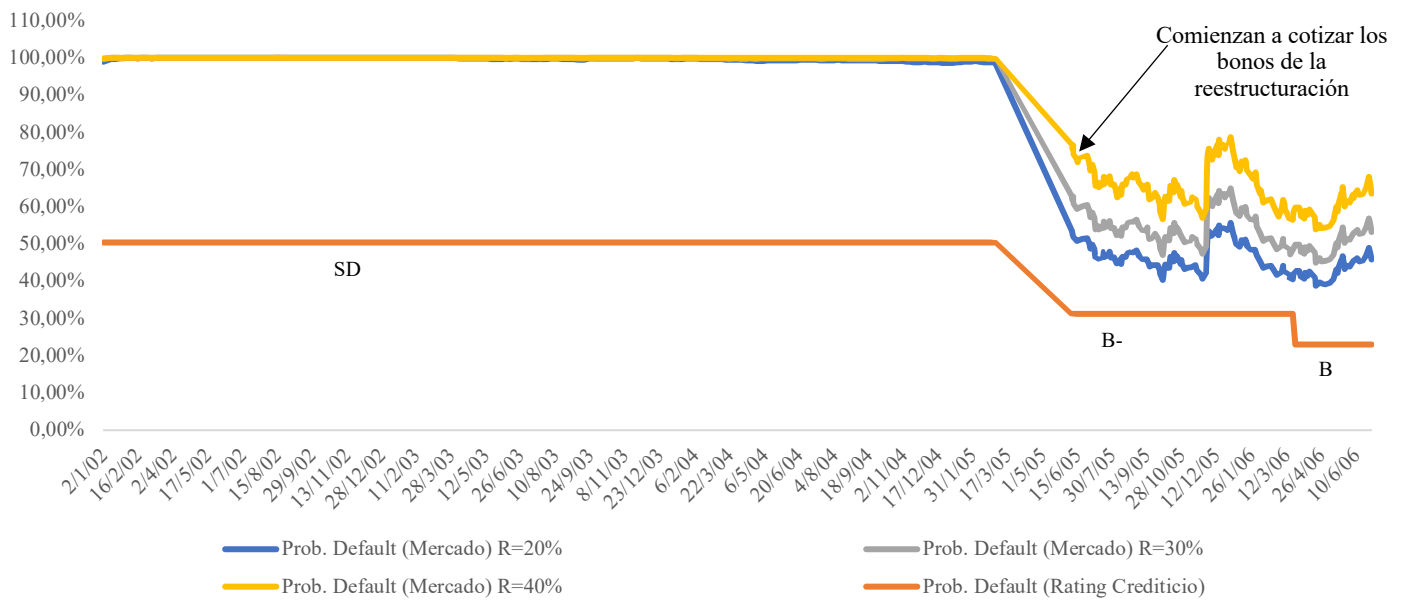
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Gráfico N°148: Evolución probabilidad de default acumulada 5 años – Reestructuración 2005



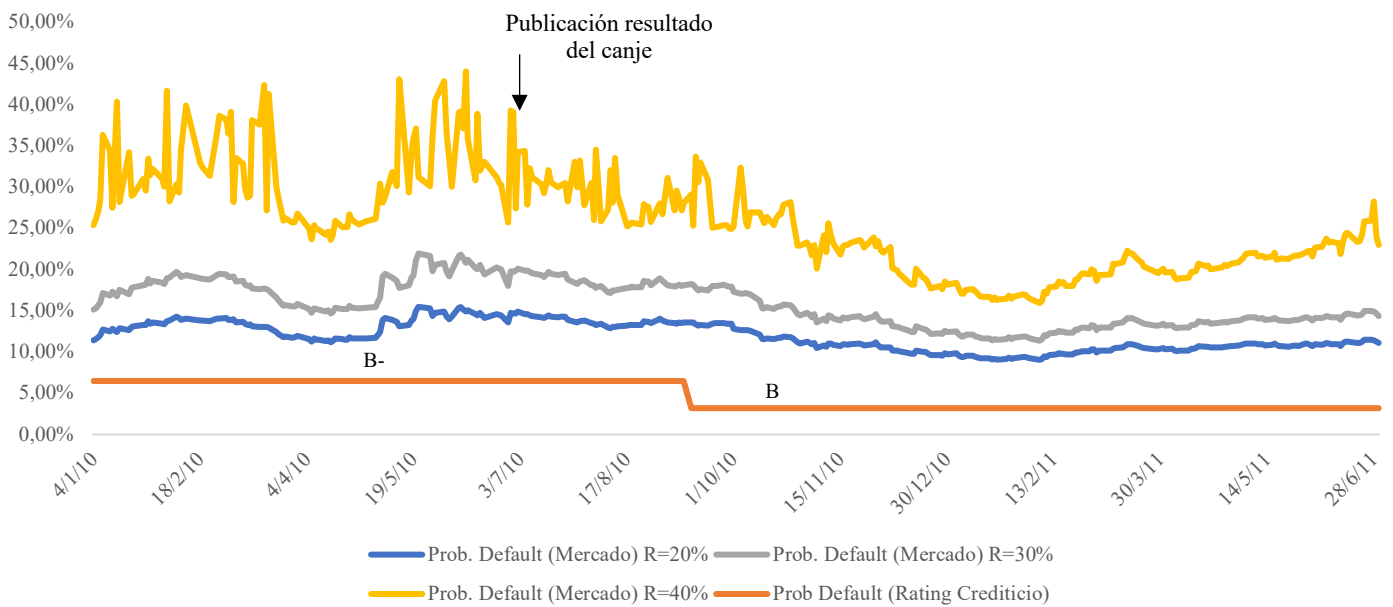
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Gráfico N°149: Evolución probabilidad de default acumulada 10 años – Reestructuración 2005



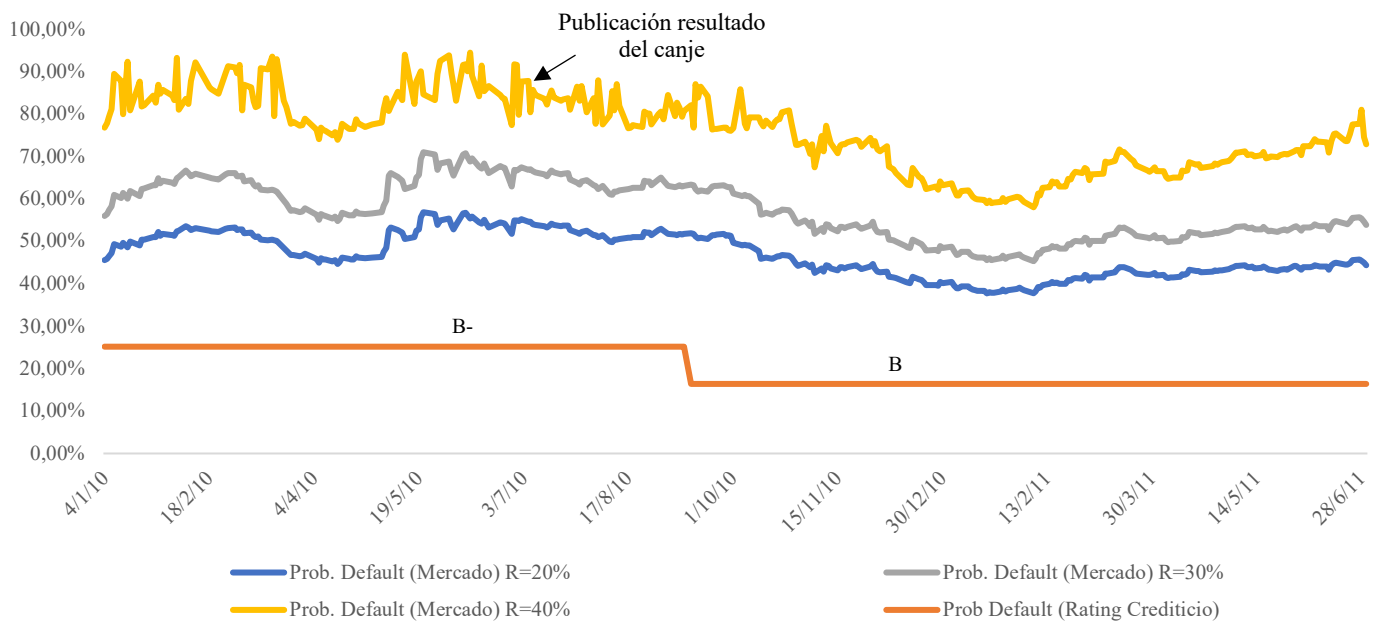
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Gráfico N°150: Evolución probabilidad de default a un año – Reestructuración 2010



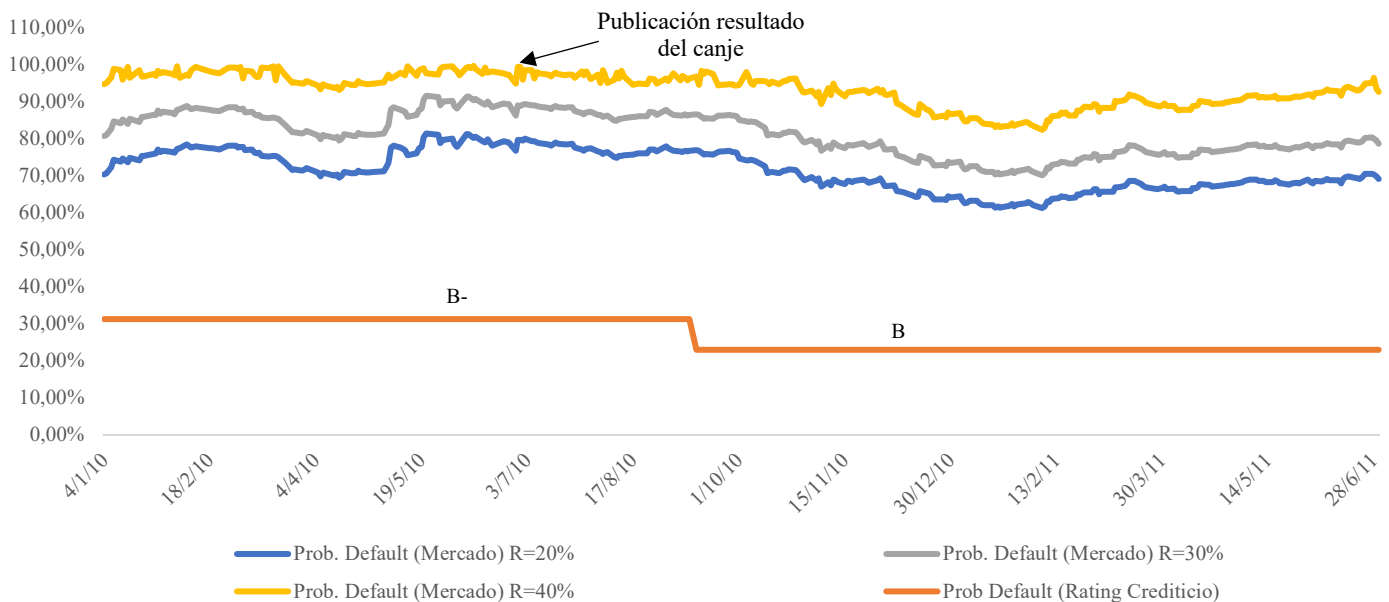
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Gráfico N°151: Evolución probabilidad de default acumulada 5 años – Reestructuración 2010



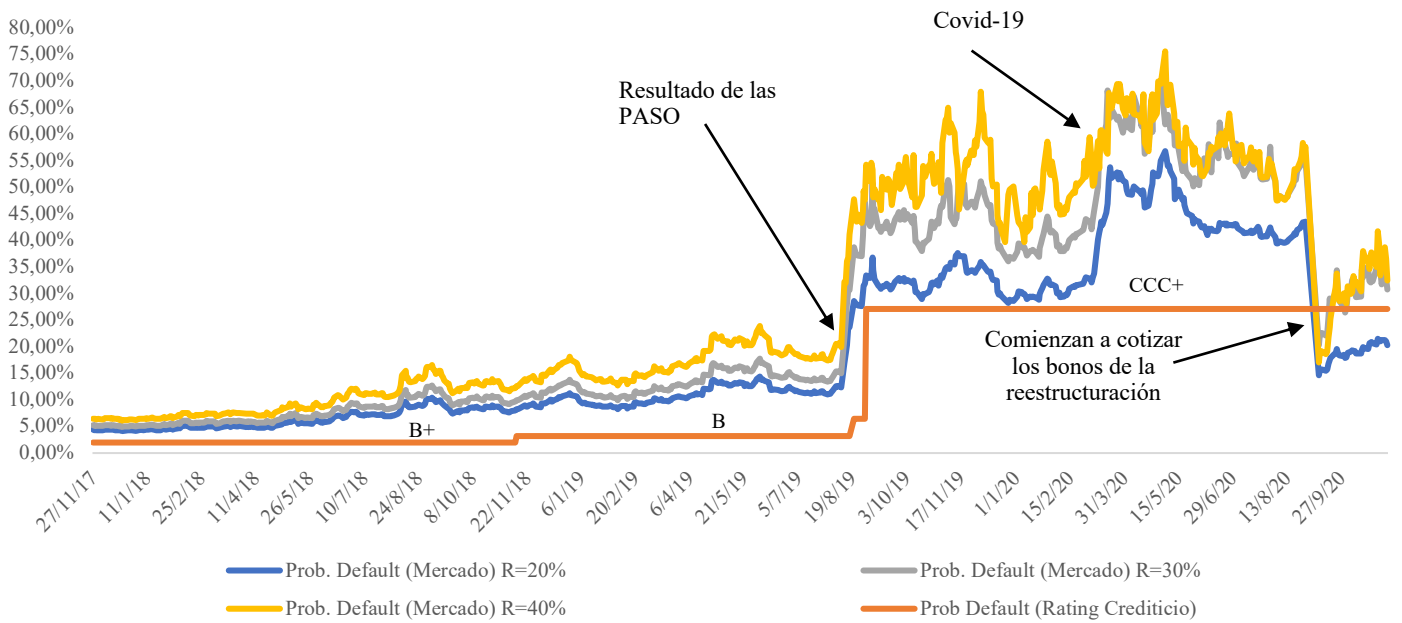
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Gráfico N°152: Evolución probabilidad de default acumulada 10 años – Reestructuración 2010



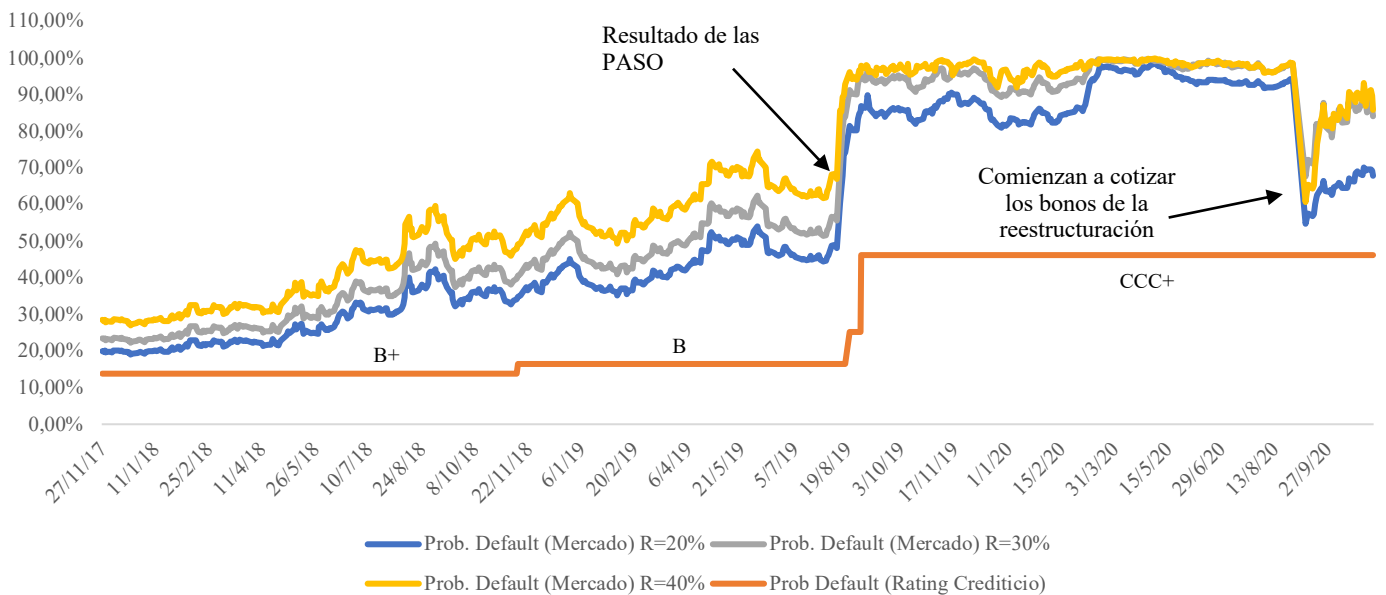
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Gráfico N°153: Evolución probabilidad de default a un año – Reestructuración 2020



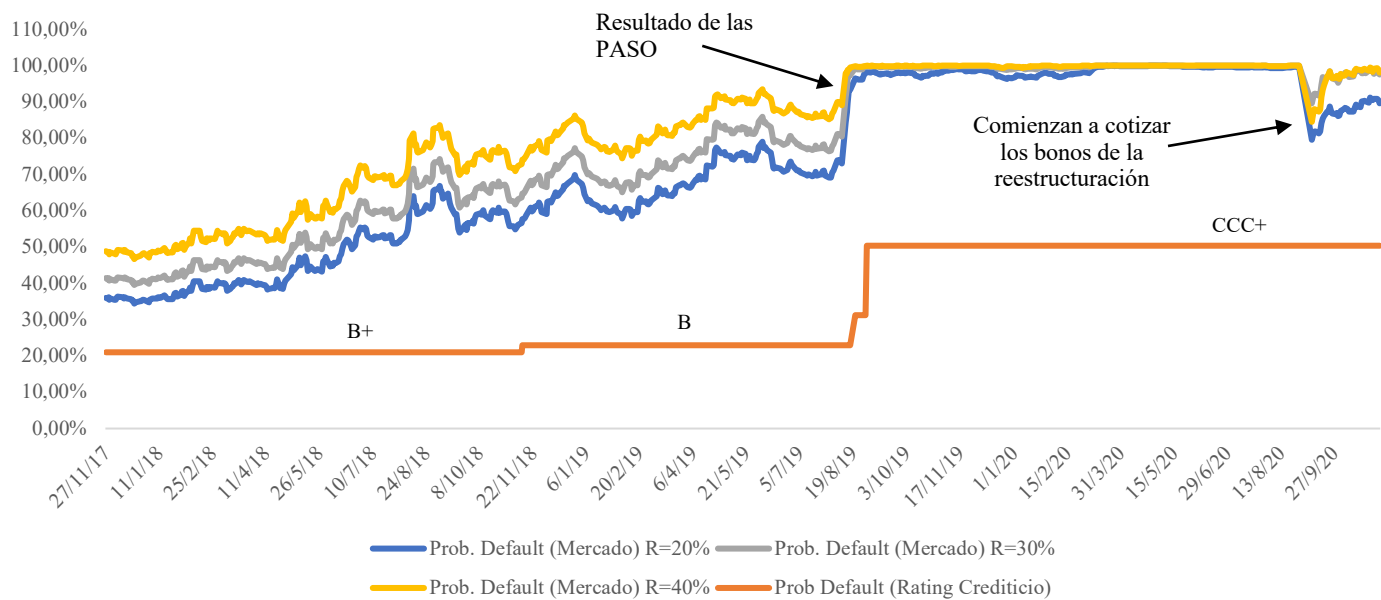
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Gráfico N°154: Evolución probabilidad de default acumulada 5 años – Reestructuración 2020



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

Gráfico N°155: Evolución probabilidad de default acumulada 10 años – Reestructuración 2020



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y S&P Global Ratings Research

8. BIBLIOGRAFÍA

LIBROS Y PUBLICACIONES

Aghevli, Bijan (IMF); “La crisis de Asia: Causas y Remedios”. Finanzas & Desarrollo, Junio 1999. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/1999/06/pdf/aghevli.pdf>

Banco Central de la República Argentina, “Resultados del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)”, octubre 2020.

Cavallo, Domingo. “La lucha por evitar el Default y la Devaluación”. Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 25 de abril 2002.

Cavallo, Domingo. “La tragedia argentina”. NBER Harvard, Boston, 17 de julio 2002.

Cavallo, Domingo y Sonia Cavallo Runde. “Historia económica de la Argentina”. Ciudad Autónoma de Buenos Aires, El Ateneo 2018.

Fabozzi, Frank. “Fixed Income Analysis for the Chartered Financial Analyst® Program”, 2nd edition, 2004. Chapter 6.

Ferreres, Orlando. “El nivel del gasto público consolidado”, Opinión Diario La Nación, 17 de septiembre 2020. <https://www.lanacion.com.ar/opinion/el-nivel-del-gasto-publico-consolidado-nid2452398>

Fondo Monetario Internacional– “Perspectivas de la Economía Mundial”, Octubre 2020, Capítulo 1. <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>

Fondo Monetario Internacional, “Comunicado de Prensa N° 18/216, “El FMI anuncia un acuerdo a nivel del personal técnico con Argentina para un Acuerdo Stand-By de tres años por USD 50.000 millones”, 7 de junio 2018. <https://www.imf.org/es/News/Articles/2018/06/07/pr18216-argentina-imf-reaches-staff-level-agreement-with-argentina>

Guzmán, Martín. “Análisis de la resolución del default de argentina de 2001”, Revista de economía política de Buenos Aires, Año 12, Vol. 17, Año 2018 | 49-104 |.

Hull, John. “Option, Futures and Other Derivatives”, 9th Edition, Pearson 2014.

Kiguel, Miguel. “Las crisis económicas argentinas. Una historia de ajustes y desajustes”, 1ª edición, Buenos Aires, Sudamericana 2015

Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC), “Análisis de la propuesta de reestructuración de bonos bajo legislación extranjera”, 24 de abril 2020

Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC), “Proceso de reestructuración de los bonos bajo ley extranjera: Análisis de las contrapropuestas de los acreedores”, 21 de mayo 2020.

Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC), “Operaciones de deuda pública mayo 2020”, 9 de junio 2020.

Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC), “Proceso de reestructuración de los bonos bajo ley extranjera: Análisis de nuevas propuestas”, 24 de junio 2020.

Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC), “Proceso de reestructuración de los bonos bajo ley extranjera: Nueva propuesta Argentina”, 7 de julio 2020.

Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC), “Proceso de reestructuración de los bonos bajo ley extranjera: Acuerdo con principales grupos de acreedores”, 6 de agosto 2020.

República Argentina. Amendment N° 1 to Prospectus Supplement dated 21 de Abril 2020, 6 de julio 2020,

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0000914021/000119312520188103/d935251d424b5.htm#toc>

República Argentina. Amendment N° 2 to Prospectus Supplement dated 21 de Abril 2020, 17 de agosto 2020.

República Argentina. Boletín Fiscal Primer, Segundo, Tercer y Cuarto trimestre desde 1997 hasta Segundo trimestre 2020.

República Argentina. Comunicado de prensa para divulgación inmediata. La Argentina anuncia el resultado exitoso de la oferta de canje, 18 de marzo 2005.

República Argentina. Press Release: The Republic of Argentina announces result of invitation to Exchange, 31 de Agosto 2020.

República Argentina. Procedimiento de canje, 30 de abril 2010

República Argentina. Prospectus Supplement, 10 de Enero 2005

República Argentina. Prospectus Supplement, 28 de Abril 2010

República Argentina. Prospectus Supplement, 21 de Abril 2020

República Argentina. Oferta de canje – Anuncio Final, 18 de marzo 2005.

República Argentina. Oferta de canje, 12 de enero 2005.

República Argentina. Results of the exchange offer, 1 de julio 2010.

Resti, Andrea y Sironi Andrea. “Risk Management and Shareholders’ Value in Banking”, 2007, John Wiley & Sons Ltd.

S&P Global Ratings. “Default, Transition, and Recovery: 2019 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study”
<https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/200429-default-transition-and-recovery-2019-annual-global-corporate-default-and-rating-transition-study-11444862>

Sturzenegger, Federico y Jeromin Zettelmeyer. “Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises”, 2006 Massachusetts Institute of Technology.

World Government Bonds. “Argentina Credit Rating”
<http://www.worldgovernmentbonds.com/credit-rating/argentina/>

MARCO NORMATIVO

Ministerio de Economía. Resolución N° 25/1997, 28 de enero 1997.

Ministerio de Economía. Resolución N° 1033/1997, 17 de septiembre 1997.

Ministerio de Economía. Resolución N° 440/2000, 9 de junio 2000.

Ministerio de Economía. Resolución N° 143/2001, 24 de mayo 2001.
<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/65000-69999/67206/norma.htm>

República Argentina. Ley N° 23.928, 28 de marzo 1991. De la Convertibilidad del Austral

República Argentina. Decreto N° 648/2001, 17 de mayo 2001.

Secretaría de Hacienda. Resolución N° 457/1993, 9 de diciembre 1993.

Secretaría de Hacienda. Resolución N° 541/1998, 1 de diciembre 1998

Secretaría de Hacienda. Resolución N° 207/1999, 9 de abril 1999

Secretaría de Hacienda y Secretaría de Finanzas, Resolución conjunta 110/2001 y 43/2001, 4 de junio 2001: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/65000-69999/67595/norma.htm>

Secretaría de Hacienda y Secretaría de Finanzas, Resolución Conjunta 145/2001 y 56/2001, 21 de junio 2001. <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/65000-69999/67597/norma.htm>

Secretaría de Hacienda y Secretaría de Finanzas, Resolución Conjunta 72/2001 y 176/2001, 13 de julio 2001.

Secretaría de Hacienda y Secretaría de Finanzas, Resolución Conjunta 370/2001 y 96/2001, 31 de octubre 2001.

OTROS

Ámbito Financiero, “Trump prometió colaborar con la renegociación de la deuda argentina”, 6 de febrero 2020. <https://www.ambito.com/economia/deuda/trump-prometio-colaborar-la-renegociacion-la-argentina-n5081450>

Ámbito Financiero, “Argentina ya está en el podio de los países con más default de la historia”, 25 de mayo 2020. <https://www.ambito.com/economia/default/argentina-ya-esta-el-podio-los-paises-mas-la-historia-n5104867>

Ámbito Financiero, “S&P mejoró la calificación de la deuda argentina”, 8 de septiembre 2020. <https://www.ambito.com/economia/deuda/sp-mejoro-la-calificacion-la-argentina-n5131199>

BAE Negocios, “El Gobierno espera un déficit fiscal de 10,5% del PBI”, 27 de julio 2020. <https://www.baenegocios.com/economia/El-Gobierno-espera-un-deficit-fiscal-de-105-del-PBI-20200727-0134.html>

Bloomberg, “As Creditors Blast Argentina’s Offer, Bond Prices Start to Rise”, 20 de abril 2020. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-04-20/argentina-debt-offer-panned-with-bondholders-girding-for-battle>

Bloomberg, “Argentina Reached ‘An Understanding’ With One Creditor Group”, 25 de junio 2020. <https://www.bloombergquint.com/onweb/argentina-reached-an-understanding-with-one-creditor-group>

Bloomberg, “What’s the Holdup? Four Sticking Points in Argentine Debt Talks”, 25 de junio 2020. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-06-25/what-s-the-holdup-four-sticking-points-in-argentine-debt-talks>

Clarín, “Acreedores, en pie de guerra: se ven venir una “megaquita”, 12 de septiembre 2003. https://www.clarin.com/ediciones-antecedentes/acreedores-pie-guerra-ven-venir-megaquita_0_rkZffEee0tg.html

Clarín, “Será una pelea larga y penosa”, 22 de septiembre 2003.
https://www.clarin.com/ediciones-antiores/pelea-larga-penosa_0_SJqGA-xxAYx.html

Clarín, “Kirchner rechaza el pedido del FMI para reducir la quita del 75%”, 13 de enero 2004. https://www.clarin.com/ediciones-antiores/kirchner-rechaza-pedido-fmi-reducir-quita-75_0_ry_jFA1AFe.html

Clarín, “El Gobierno anuncia hoy la oferta final a los acreedores”, 1 de junio 2004.
https://www.clarin.com/ediciones-antiores/gobierno-anuncia-hoy-oferta-final-acreedores_0_rJCZI3yAte.html

Clarín, “Los bonistas rechazan la oferta y amenazan con ir a la Justicia”, 5 de octubre 2004.
https://www.clarin.com/ediciones-antiores/bonistas-rechazan-oferta-amenazan-ir-justicia_0_rJzXbFjkRYl.html

Clarín, “Postergan el canje de la deuda en default hasta el 17 de enero”, 25 de noviembre 2004. https://www.clarin.com/ediciones-antiores/postergan-canje-deuda-default-17-enero_0_H1pQryikCtg.html

Clarín, “Lavagna presentó el canje y asegura que se conforma con el 50% de aceptación”, 12 de enero 2005. https://www.clarin.com/ediciones-antiores/lavagna-presento-canje-asegura-conforma-50-aceptacion_0_B1-dwqJAYe.html

Clarín, “Categórico rechazo de Italia al canje de deuda”, 13 de enero 2005.
<http://edant.clarin.com/diario/2005/01/13/um/m-903492.htm>

Clarín, “También Japón aprobó la oferta de canje de la deuda”, 20 de enero 2005.
<http://edant.clarin.com/diario/2005/01/20/um/m-907458.htm>

Clarín, “Ya ingresaron al canje bonos en default por US\$ 16.700 millones”, 21 de enero 2005. <http://edant.clarin.com/diario/2005/01/21/elpais/p-01001.htm>

Clarín, “El 76% de los bonistas argentinos ya ingresó al canje de la deuda”. 15 de febrero 2005. <http://edant.clarin.com/diario/2005/02/15/elpais/p-00501.htm>

Clarín, “Deuda: para The Wall Street Journal, la Argentina está “cada vez más cerca de cantar victoria” en el canje”, 18 de febrero 2005.
<http://edant.clarin.com/diario/2005/02/18/um/m-924292.htm>

Clarín, “La adhesión al canje llegó al 76,07% y el Gobierno se muestra muy satisfecho”, 3 de marzo 2005. <http://edant.clarin.com/diario/2005/03/03/um/m-932045.htm>

El Cronista, “FMI: Argentina necesita un alivio de su deuda de hasta u\$s 85.000 millones en la próxima década”, 20 de marzo 2020. <https://www.cronista.com/economiapolitica/FMI-Argentina-necesita-un-alivio-en-su-deuda-de-hasta-us-85.000-millones-en-la-proxima-decada-20200320-0052.html>

El Cronista, “Deuda: Bonistas rechazaron la oferta del Gobierno y reclaman cambios para seguir negociando”, 20 de abril 2020. <https://www.cronista.com/economiapolitica/Deuda-bonistas-rechazaron-la-oferta-del-Gobierno-y-piden-cambios-para-seguir-negociando-20200419-0031.html>

El Cronista, “Mala racha: los bonos no levantan cabeza y volvieron a anotar pérdidas”, 26 de octubre 2020. <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Mala-racha-los-bonos-no-levantan-cabeza-y-volvieron-a-anotar-perdidas-20201026-0028.html>

Infobae, “Cómo evolucionó la tasa de desempleo en los últimos 35 años en la Argentina”, 19 de julio 2018. <https://www.infobae.com/economia/2018/07/19/como-evoluciono-la-tasa-de-desempleo-en-los-ultimos-35-anos-en-la-argentina/>

Infobae, “DATOS-Cronograma del Ministerio de Economía de Argentina para reestructuración de deuda”, 30 de enero 2020. <https://www.infobae.com/america/agencias/2020/01/30/datos-cronograma-del-ministerio-de-economia-de-argentina-para-reestructuracion-de-deuda/>

Infobae, “Senado de Argentina aprueba por unanimidad ley para reestructurar deuda pública”, 5 de febrero 2020. <https://www.infobae.com/america/agencias/2020/02/06/senado-de-argentina-aprueba-por-unanimidad-ley-para-reestructurar-deuda-publica/>

Infobae, “Cerró la primera etapa del canje de la deuda: alrededor del 80% de los acreedores rechazó la oferta de Guzmán”, 8 de mayo 2020. <https://www.infobae.com/economia/2020/05/08/cerro-la-primera-etapa-del-canje-de-la-deuda-hubo-bajo-nivel-de-adhesion-pero-se-podra-negociar-hasta-el-22-de-mayo-para-evitar-el-default/>

Infobae, “Deuda: Argentina recibió tres contraofertas de sus acreedores”, 15 de mayo 2020. <https://www.infobae.com/economia/2020/05/15/deuda-argentina-recibio-tres-contraofertas-de-sus-acreedores/>

Infobae, “Aún falta un "camino importante" para acuerdo sobre la deuda argentina: ministro”, 29 de mayo 2020. <https://www.infobae.com/america/agencias/2020/05/29/aun-falta-un-camino-importante-para-acuerdo-sobre-la-deuda-argentina-ministro/>

Infobae, “La deuda argentina "es impagable", afirma jefe de gabinete, 18 de junio 2020. <https://www.infobae.com/america/agencias/2020/06/19/la-deuda-argentina-es-impagable-afirma-jefe-de-gabinete/>

Infobae, “Nuevo rechazo de acreedores a la oferta de canje de deuda argentina”, 28 de julio 2020. <https://www.infobae.com/america/agencias/2020/07/28/nuevo-rechazo-de-acreedores-a-la-oferta-de-canje-de-deuda-argentina/>

José Luis Espert, “Amplio apoyo de economistas al megacanje: aleja el default”, 7 de mayo 2001. <https://espert.com.ar/2001/05/07/amplio-apoyo-de-economistas-al-megacanje-aleja-el-default/>

La Nación, “El FMI expresó anoche su satisfacción. El megacanje es por 29.477 millones”, 4 de junio 2001. <https://www.lanacion.com.ar/economia/el-megacanje-es-por-29477-millones-nid310186/>

La Nación, “Finanzas. El mercado arranca 2010 con la mira en el canje”, 3 de enero 2010. <https://www.lanacion.com.ar/economia/el-mercado-arranca-2010-con-la-mira-en-el-canje-nid1217383/>

La Nación, “Crisis institucional / El impacto en el exterior. Incertidumbre por el canje en EE.UU.”, 17 de enero 2010. <https://www.lanacion.com.ar/politica/incertidumbre-por-el-canje-en-eeuu-nid1222840/>

La Nación, “Bonistas de EE.UU. calificaron a la propuesta del canje como inaceptable”, 17 de mayo 2010. <https://www.lanacion.com.ar/economia/bonistas-de-eeuu-calificaron-a-la-propuesta-del-canje-como-inaceptable-nid1265694/>

La Nación, “El frente externo / Decisión de Standar & Poor’s. Mejoraron levemente la nota de la deuda de la Argentina”, 14 de septiembre 2010. <https://www.lanacion.com.ar/economia/mejoraron-levemente-la-nota-de-la-deuda-de-la-argentina-nid1304456/>

La Nación, “Deuda: Convocados por Stiglitz 160 económicas firman carta 160 economistas del mundo firman una carta en apoyo a la Argentina”, 6 de mayo 2020. <https://www.lanacion.com.ar/economia/deuda-convocados-stiglitz-150-economistas-firman-carta-nid2362170>

La Prensa, “Se abre el canje de deuda y esperan un 60% de aceptación”, 2 de mayo 2010. <http://www.laprensa.com.ar/359028-Se-abre-el-canje-de-deuda-y-esperan-un-60-de-aceptacion.note.aspx>

La Prensa, “En pleno plan de canje, Boudou reconoce que los mercados europeos están en otra película”, 21 de mayo 2010. <http://www.laprensa.com.ar/359907-En-pleno-plan-de-canje-Boudou-reconoce-que-los-mercados-europeos-estan-en-otra-pelicula.note.aspx>

Télam, “Fernández: Si se resuelve el pago de la deuda, el despegue de la economía va a ser magnífico”, 5 de junio 2020. <https://www.telam.com.ar/notas/202006/472785-alberto-fernandez-omar-gutierrez-neuquen-villa-la-angostura.html>