

Del enfrentamiento a la dominación: las transformaciones en la política argentina de manejo del conflicto buitre

María Emilia Val¹

Resumen

Luego de las negociaciones para reestructurar la deuda argentina en default que culminaron en dos rondas de canje (en los años 2005 y 2010), el eje de las tratativas gubernamentales con los acreedores se trasladó a sede judicial, centrándose en la demanda iniciada en Nueva York por un grupo de holdouts. El llamado “juicio del siglo” entre NML Capital y la República Argentina captó la atención local e internacional por su complejidad: el nivel de enfrentamiento nunca antes visto entre un deudor soberano y sus acreedores; las interpretaciones novedosas de cláusulas estándar realizadas por el juez Griesa; el papel del sistema judicial norteamericano (en sus diferentes instancias) inclinándolo a favor de los demandantes; el impulso en la ONU a la creación de un marco multilateral para reestructurar pasivos públicos; y la apresurada resolución del conflicto en 2016, fueron algunas de las dimensiones más discutidas. De estos muchos aspectos, nos centraremos en el relacionado con las estrategias de negociación que implementaron los gobiernos de Cristina Fernández de Kirchner y de Mauricio Macri. En este sentido, en este trabajo nos interesará describir cada una de estas estrategias en sus características distintivas, explorar cómo las mismas incidieron sobre la dinámica y los resultados de las tratativas, y analizar la forma en que el importante giro en el tratamiento del litigio a partir de la asunción de Macri significó el inicio de una transformación radical en la orientación de la acción estatal en lo referente a la gestión de la deuda pública y la relación con los actores del sistema financiero.

¹ Doctora en Sociología y Magíster en Sociología Económica (IDAES-UNSAM). Licenciada en Sociología (UBA). Becaria posdoctoral CONICET con sede de trabajo en el Centro de Estudios Sociales de la Economía (IDAES-UNSAM). Docente FSOC-UBA. Mail: memiliav@yahoo.com.ar

Introducción

El default y la posterior renegociación de la deuda soberana hacen del episodio argentino reciente un caso fundamental para comprender la complejidad de los procesos de reestructuración y analizar la multiplicidad de problemáticas que pueden surgir en las relaciones entre los estados deudores, sus acreedores y los restantes actores relevantes del sistema financiero y la política internacional.²

Luego de la declaración de la cesación de pagos a fines de 2001, sería recién con la llegada al poder de Néstor Kirchner en 2003 que comenzarían las negociaciones con los acreedores privados para establecer las nuevas condiciones de repago. Estas negociaciones tuvieron como resultado dos rondas de canje, en 2005 y 2010, que acumularon casi un 93% de adhesión. Luego de este segundo canje, un fondo buitre, perteneciente al 7% de acreedores no adherentes (*holdouts*) inició la demanda *pari passu*, alegando que Argentina se encontraba en la violación de esa cláusula contractual. De esta forma y desde entonces, el eje del conflicto y de las consiguientes tratativas gubernamentales con los acreedores se trasladó a sede judicial, centrándose en Nueva York. El llamado “juicio del siglo” entre NML Capital y la República Argentina captó la atención local e internacional por numerosas razones. La existencia de un nivel de enfrentamiento nunca antes visto entre un deudor soberano y sus acreedores; las interpretaciones novedosas de cláusulas estándar realizadas por el juez Griesa; el papel del sistema judicial norteamericano (en sus diferentes instancias) inclinando la balanza a favor de los demandantes; el impulso en la ONU a la creación de un marco multilateral para reestructurar pasivos públicos; y la apresurada resolución del conflicto en 2016, fueron algunas de las dimensiones más discutidas.

Dada la inexistencia de un marco jurídico internacional que sancione los procedimientos a seguir y limite las posibles vías de acción de los actores involucrados³ frente a crisis de deuda, las reestructuraciones de pasivos públicos en manos de tenedores privados se basan en un mecanismo *ad hoc*, el canje con participación voluntaria de los acreedores, consistente en negociaciones entre éstos y el Estado deudor para establecer nuevas condiciones de repago. Este mecanismo ata las tratativas a las acciones desplegadas por y a las relaciones de fuerza entre las partes negociadoras (que a su vez se sustentan, en mayor o menos medida, en el apoyo brindado a éstas por actores domésticos e internacionales y en elementos del contexto/coyuntura en que se da la negociación), y convierte la duración, resultados y alcances en contingentes.

² Roubini y Setsew (2004) postulaban, tempranamente, que “the number of Argentina’s outstanding instruments, the diversity of its creditor base (particularly the large number of retail investors), the legal complexity of its external debt stock and the importance of both its large stock of both domestic and external debt to its future sustainability all assure that Argentina’s restructuring give rise to almost every problem that could arise in a sovereign debt restructuring”.

³ Entre ellas, la posibilidad de que acreedores individuales inicien acciones legales.

De los muchos aspectos a considerar sobre el caso que nos ocupa, nos centraremos en el relacionado con las estrategias de negociación que implementaron los sucesivos gobiernos, con especial énfasis en los de Cristina Fernández de Kirchner y Mauricio Macri en relación con el conflicto buitre. Teniendo en cuenta que, por las particularidades mencionadas, el estudio de las reestructuraciones de deudas soberanas supone el análisis de las tratativas entre acreedores y deudores, nos valdremos de algunos conceptos del enfoque estratégico aplicado a las negociaciones económicas internacionales, considerando las acciones de las partes en un doble nivel, local e internacional.⁴

De acuerdo con este enfoque, toda negociación, incluida la de los pasivos públicos, es una secuencia dinámica y cambiante de acciones en la cual dos o más partes realizan demandas y propuestas con la finalidad de llegar a un acuerdo o resolver un conflicto. Tanto la dinámica como los resultados del proceso están influidos, entre otros elementos, por la estrategia que despliegan los actores y la posición negociadora que detentan. La estrategia de negociación es el conjunto de comportamientos asociados con un plan para alcanzar algún objetivo. La misma puede ser integrativa/cooperativa o distributiva/confrontativa.⁵ La posición negociadora expresa el grado de fortaleza que se ostenta en la negociación, el cual puede dar lugar a una posición fuerte o débil (Odell, 2000; Nemiña, 2011a y 2001b).⁶

En este trabajo nos interesará describir las estrategias desplegadas por los gobiernos en sus características distintivas, explorar cómo las mismas incidieron sobre la dinámica y los resultados de las tratativas, y analizar la forma en que el importante giro en el tratamiento del litigio a partir de la asunción de Macri significó el inicio de una transformación radical en la orientación de la acción estatal en lo referente a la gestión de la deuda pública y la relación con los actores del sistema financiero.

El default de 2001 y las estrategias de negociación del kirchnerismo durante las dos rondas de canje: sustentabilidad, autonomía y desendeudamiento

El hasta entonces mayor *default* soberano de la historia no puede entenderse sin atender al proceso de endeudamiento previo y la dinámica de relaciones asociadas, del que es consecuencia. La cesación

⁴ Putnam (1996).

⁵ Esta distinción dicotómica es realizada en términos típico-ideales, ya que cualquier estrategia concreta supone una combinación dentro de una gradiente que se extiende entre las estrategias confrontativa y cooperativas puras. La *confrontativa* consiste en buscar un acuerdo en el cual una de las partes gane a expensas de la otra, en relación a la situación existente previamente. El negociador en este caso insistirá en que la parte que representa no hará concesiones y se resistirá a hacerlas. En el polo opuesto, la *cooperativa* promueve el logro de metas que no están en conflicto, esto es, acciones diseñadas para aumentar la “torta” a repartir más que simplemente dividirla, lo que supone en algún grado realizar concesiones (Odell, 2000; Nemiña, 2011a y 2011b).

⁶ El grado de fortaleza en la posición puede evaluarse a partir de, por ejemplo, la existencia de apoyos por parte de actores que posean intereses compartidos o similares, la neutralización de enfrentamientos con actores que posean intereses divergentes o el contexto macroeconómico local e internacional (Nemiña, 2011a y 2011b).

de pagos de 2001 fue la culminación de un largo ciclo de endeudamiento iniciado con la instauración del modelo de la valorización financiera, durante la última dictadura militar (Basualdo, 2017). La transformación en el patrón de funcionamiento macroeconómico implementada por el gobierno de facto⁷ convirtió a los pasivos públicos en un elemento central para solventar las estrategias especulativas de acumulación vía renta financiera de los principales agentes del mercado local,⁸ y tuvo importantes derivaciones: la acumulación de niveles de deuda pública insostenibles, la injerencia creciente de los acreedores sobre los lineamientos de la política económica local a través de programas de ajuste promovidos por el FMI y la transferencia de una enorme masa de recursos para su pago explican en gran medida el deterioro de las cuentas fiscales y externas, de las condiciones de vida de amplias franjas de la población, los desequilibrios económicos y las persistentes trabas al desarrollo. El endeudamiento, que aumentó de manera exponencial durante el gobierno dictatorial, continuó su movimiento ascendente durante los '80, para intensificarse en los '90 de la mano del esquema de la convertibilidad, se volvió imposible de atender a inicios del nuevo siglo.

Luego de numerosos intentos por evitar la cesación de pagos durante el gobierno de Fernando de la Rúa, entre los que se destacan el “blindaje” y el “megacanje”, y en el marco de una crisis económica, política y social sin precedentes, se declaró la suspensión del servicio de una parte de los USD 144.453 millones que alcanzaba entonces la deuda pública (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005). Durante la administración de Duhalde, el *default* se oficializaría, el *stock* de deuda pública bruta se expandiría en unos USD 28.184 millones,⁹ pero las tratativas para avanzar en la salida del *default* con los privados serían escasas. Los diferentes actores locales e internacionales, así como también los funcionarios de la cartera económica, sostenían que se debía esperar a la asunción del nuevo gobierno para que éste estableciera los parámetros de la oferta y negociara con los acreedores.¹⁰

La confrontación durante el canje 2005

Sería recién con la llegada de Kirchner al poder en mayo de 2003 se iniciarían las negociaciones, que tuvieron consecuencias de larga duración, pues sentaron las bases y disposiciones que

⁷ Esta transformación, sufrida en un contexto global marcado por la avanzada del proceso de financiarización iniciado en la década del '70, supuso el abandono del modelo de industrialización por sustitución de importaciones vigente desde la segunda posguerra.

⁸ Entre las grandes empresas oligopólicas que conformaban el núcleo del sector privado local también se observó un crecimiento acelerado de su endeudamiento con el exterior (Basualdo, 2017)

⁹ Este incremento se explica por varios procesos ligados a la crisis económica y financiera y al colapso del régimen de convertibilidad: la intervención en el sistema financiero a través de la “pesificación asimétrica”, el traspaso de pasivos de los estados provinciales a la órbita nacional, el reconocimiento de obligaciones con empleados, jubilados y proveedores y la indexación de la deuda inicialmente emitida en moneda extranjera bajo legislación argentina que fue convertida a pesos ajustados por CER (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005).

¹⁰ Luego de alcanzar el acuerdo *stand by* de transición con el FMI, los primeros meses de 2003, comenzaron los primeros pasos para avanzar en las tratativas con los acreedores, pero sin dar inicio a las negociaciones.

condicionaron todo el proceso posterior, los márgenes de maniobra y las estrategias de los gobiernos que se sucedieron. En esta etapa, las partes negociadoras involucradas tenían algunos objetivos en común (lograr salir de la situación de *default* y regularizar el flujo de pagos) pero predominaban los contradictorios, pues cada parte esperaba un reparto de pérdidas favorable a sus intereses, de manera de que recayeran sobre la otra los mayores costos.

La estrategia gubernamental fue mixta, con un predominio del componente confrontativo que, conforme se desarrolló la negociación, incorporó paulatinamente elementos integrativos-cooperativos, de manera limitada. Esta orientación general, que se sumaba a la también confrontativa estrategia acreedora,¹¹ llevó a que se desarrollara una negociación conflictiva, rotulada incluso por algunos analistas como “salvaje” (Valenzuela y Levy Yeyati, 2013).

En su estrategia, Argentina presentó una agresiva oferta de canje, que partía del supuesto de que los acreedores habían realizado inversiones riesgosas (reflejadas en las tasas de interés que pagaban los títulos), que implicaban el conocimiento de las potenciales pérdidas que, con el *default*, se habían materializado. La llamada oferta de Dubai (que posteriormente se modificaría)¹² establecía una importante quita sobre el principal, el no reconocimiento de los intereses impagos y un menú de opciones,¹³ sustentándose en proyecciones y supuestos macroeconómicos y fiscales compatibles con el crecimiento doméstico. Además, el programa financiero suponía que el sector público argentino no tomaría financiamiento en el mercado internacional en el futuro inmediato, lo que quitaba *leverage* a los acreedores y al sector financiero global.

El énfasis en el crecimiento doméstico y en la sustentabilidad como condición de posibilidad y límite de la negociación y el acuerdo –lo que se mantuvo durante todos los gobiernos kirchneristas– lo alejó de las visiones que manifestaban que Argentina podía pagar más o hacer más esfuerzos fiscales para cumplir con sus obligaciones. Al mismo tiempo, permitía acercar posiciones al remarcar que los instrumentos ligados al crecimiento del producto (comúnmente conocidos como “cupón PBI”)¹⁴ permitirían a los acreedores hacerse de una parte del valor creado en la economía. El gobierno mostraba una reticencia a realizar las concesiones, especialmente las referidas a la modificación de los lineamientos que eran la base de la oferta. En este sentido, las preferencias de política económica

¹¹ La misma, de acuerdo al tipo de agrupación considerado, combinó de manera diferencial el diálogo y el reclamo con las demandas judiciales

¹² La oferta inicial sería modificada en sucesivas oportunidades como forma de atender limitadamente los reclamos de los acreedores, incorporando mejoras financieras y mecanismos tendientes a minimizar la incidencia del comportamiento *holdout*. Para ver estos cambios durante el desarrollo de las negociaciones ver Val (2018).

¹³ Dejando sujetos a negociación otros aspectos como los cupones, plazos y tasas de interés, que finalmente fueron mejorados (para Argentina) en relación a los preexistentes.

¹⁴ El cupón PBI es un instrumento financiero que acompañó a los bonos emitidos en el canje. El mismo genera un derecho de cobro sólo si la economía crece más de un 3% en el año y el crecimiento acumulado es superior a un escenario base definido en el prospecto de los títulos. A mayor diferencia entre el crecimiento económico real y el escenario base, mayor será el monto que el Estado argentino deberá pagar a sus tenedores (Castiñeira, 2016).

(ligadas a un modelo de desarrollo particular, distinto al imperante hasta 2001) son un elemento central para analizar la estrategia gubernamental,¹⁵ pues estaban alejadas de las de ajuste macroeconómico/estructural y reducción del gasto público que históricamente propugnaban los acreedores y el sistema financiero y se habían implementado frente a las crisis de deuda. Esta orientación era defendida explícitamente por el gobierno, que buscaba diferenciarse –criticando- a las gestiones anteriores que habían convertido a la deuda en un problema que explicaba la crisis y el “infierno” al que había sido conducido el país.

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

Los términos en que se presentaba la estrategia de manejo de la deuda puede ser comprendida en el marco más amplio de una política exterior orientada a la búsqueda de autonomía y crítica del funcionamiento del sistema financiero internacional, sus instituciones y sus recetas frente a las dificultades recurrentes de los países en desarrollo. En este sentido, la disminución del peso de los pasivos y el inicio de un proceso de desendeudamiento a partir de una estrategia propia, permitirían no sólo disminuir la necesidad de crédito externo y la injerencia del sector financiero y sus condicionamientos, habilitando así ganar márgenes de maniobra para gestionar la política económica, sino también mostrar caminos alternativos para la gestión de las crisis de deuda.

En la implementación de estrategia, el gobierno contaba con ventajas que fortalecían su posición negociadora y supo explotar a su favor: en el frente económico doméstico, contaba con una situación fiscal y externa holgada producto del boom exportador y de (en parte) la situación de *default* que había liberado recursos que antes se destinaban al pago de intereses; el escenario financiero internacional mostraba un bajo nivel de tasas y elevada liquidez; en el frente político, internamente contaba con el apoyo unánime de diversos sectores empresarios y una aprobación creciente entre la

¹⁵ Pues agregaban rigidez a las negociaciones, limitando las concesiones que podía realizar el gobierno.

población, y externamente, tenía el apoyo de los Estados Unidos y había logrado neutralizar en gran medida la intervención del FMI sobre la negociación al suspender el acuerdo en 2004; en relación a los acreedores, los mismos constituía un grupo heterogéneo, fragmentado y disperso geográficamente, con fuerte presencia de minoristas, lo que dificultaba la coordinación de sus acciones e intereses. Aunque habían logrado crear organizaciones representativas,¹⁶ al no lograr unificarse ni contar con el apoyo del sector oficial, no pudieron dominar las negociaciones ni imponer su lógica a las mismas, que se cerraron en 2005 con un canje que obtuvo el 76% de adhesión y que significaría el inicio de un proceso de desendeudamiento inédito en la historia reciente argentina.¹⁷

La cooperación en el canje de 2010

Aunque el canje de títulos de 2005 había permitido declarar al gobierno que la deuda se encontraba reestructurada, la alta proporción de bonos en *default* seguía siendo un problema. A esto se sumaban los tempranos reclamos para “solucionar” el tema de la deuda pendiente de los no adherentes, que representaban poco menos de una cuarta parte. Sería durante el primer gobierno de Cristina Fernández de Kirchner que continuaría la “normalización” de la situación financiera internacional. La principal acción en esta dirección fue la reapertura del canje de deuda, en la que se seguirían los mismos lineamientos del 2005.

Según Cosentino et al. (2017) desde mediados de 2008 el gobierno se encontraba trabajando en una propuesta de reestructuración para dar solución a esa porción de pasivos sin comprometer la sustentabilidad financiera de mediano y largo plazo.

La reapertura fue tomando forma a partir del pedido de un grupo de tenedores que en septiembre de ese año ofrecieron realizar una transacción de canje de deuda en mora, a la que se sumaba el compromiso (luego incumplido) de suscribir un bono con dinero en efectivo.¹⁸ Esta propuesta de oferta inversa (*reverse inquire*) y la posibilidad de lograr financiamiento fresco por un mínimo de USD 1000 millones, mostraba una clara disposición cooperativa por parte de los acreedores, lo que generó una reacción similar en el gobierno argentino. Esto dio origen a una dinámica de cooperación, sustentada en el interés común de lograr un acuerdo, pero orientada por objetivos diferentes. Por un

¹⁶ Luego del default, se organizaron comités representativos que agrupaban a inversores minoristas o institucionales en distintos países: el Argentine Bondholders Committee (ABC) en EE.UU., la Task Force Argentina (TFA) en Italia, la Argentina Bond Restructuring Agency (ABRA) en Alemania, y la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default (ADAPD) en Argentina, entre otros. Los más importantes buscaron la coordinación internacional formando, a fines de 2003, el Global Committee of Argentina Bondholders (GCAB), que buscó ser el interlocutor privilegiado del gobierno en las tratativas, avalado por el FMI (Val, 2018)

¹⁷ Proceso que se profundizaría con el pago de la totalidad de las acreencias al FMI a principios de 2006. Para mayores especificaciones, ver De Lucchi (2014)

¹⁸ El 28/09 se firmó un acta acuerdo con Barcalys Citibank y Deutsche Bank para avanzar en tres operaciones: canje de deuda en default, reperfilamiento de una porción de deuda en condición regular y una operación de emisión con fondos nuevos (Cosentino et al, 2017)

lado, los acreedores buscaban, en un contexto internacional difícil, deshacerse de sus viejos títulos y participar del buen negocio que habían resultado ser los bonos de un gobierno que pagaba puntualmente sus obligaciones. Por su parte, a Argentina la reapertura le serviría para profundizar el proceso de desendeudamiento,¹⁹ legitimar la propuesta de canje sustentada en la equidad y el crecimiento doméstico (al mostrarla como pedida por los propios acreedores que en principio habían sido reticentes) y aislar consecuentemente a los *holdouts* que continuaban buscando, judicialmente, obtener un trato privilegiado.

Aunque la presidenta Cristina Kirchner se encontró con un escenario doméstico e internacional mucho más complejo que el de su predecesor –el enfrentamiento con las patronales agrícolas²⁰ y la crisis internacional, entre otros acontecimientos,²¹ marcarían su gestión- que la impulsaría a tomar iniciativas para fortalecer una economía doméstica deteriorada por los efectos de la contracción global, las tratativas con los acreedores fueron relativamente más sencilla en esta ocasión, con ciertas diferencias entre los diferentes grupos.²² Aunque sobre algunos asuntos hubo discrepancias y enfrentamientos,²³ al haber sustentado el acuerdo en que la nueva oferta de canje no podía ser mejor que la realizada en 2005 las posibilidades de enfrentamiento disminuyeron considerablemente. Esto se entiende porque las condiciones de repago principales que establecían el reparto relativo de pérdidas ya se habían cerrado previamente y se presentaban como innegociables, por las propias disposiciones legales derivadas de 2005.²⁴

En abril de 2010 se conoció la oferta con el menú de opciones,²⁵ y desde entonces el canje se implementó en tres etapas: la primera estuvo destinada a los grandes acreedores, en una segunda etapa se difundió la oferta en diversas rondas con los ahorristas, principalmente italianos, y la tercera se completó en diciembre, luego del cierre de las primeras dos, cuando se estableció la reapertura exclusivamente para los bonos Brady (Basualdo, 2015).

Esta segunda fase resultó en un aumento del porcentaje de adhesión, pues se elevó la proporción de títulos canjeados al 92,7% de la deuda elegible (Wainer y Bona, 2017: 143). Estos resultados le permitían al gobierno mostrar el éxito del modelo de desendeudamiento alejado de las lógicas

¹⁹ Se intentó continuar cuando se anunció el pago de la totalidad de las acreencias al Club de París con reservas, que finalmente no se concretó por el estallido de la crisis

²⁰ El conflicto se desató como consecuencias del proyecto de retenciones móviles a las exportaciones que se plasmó en la Resolución 125 que ataba la alícuota de las mismas al precio internacional de los productos (Kulfas, 2016).

²¹ Un importante conflicto, relacionado íntimamente con la gestión de la deuda, fue el que se desarrolló entre el poder ejecutivo y el presidente del BCRA en torno a la utilización de reservas para pago de deuda.

²² Según Basualdo (2015) los bonistas argentinos y los tenedores institucionales (principalmente bancos extranjeros) tuvieron una posición favorable, mientras los pequeños ahorristas extranjeros se mostraban ambivalentes: mientras la Task Force de Italia –que había iniciado una demanda en el CIADI- descartaban una operatoria que implicase una quita, otros tenían posturas menos confrontativas y estaban dispuestos a aceptar la oferta.

²³ Entre ellos, la forma de pago de los intereses atrasados y los cupones de PBI, o quién pagaría las comisiones.

²⁴ Entre ellas, la cláusula RUFO, que mencionamos más adelante.

²⁵ Qué incluyó bonos y la entrega de cupones atados al PBI.

imperantes,²⁶ declarar el cierre definitivo del proceso de reestructuración, y reforzar sus argumentos sobre el atractivo y la aceptabilidad de la propuesta para continuar con su estrategia de aislamiento y postergación para con los fondos buitres.

Las estrategias diversas frente al conflicto buitres: de la confrontación a la cooperación

El proceso de negociación para la reestructuración de los pasivos públicos después de las rondas de canje se trasladó a Nueva York, más específicamente al juzgado del juez Griesa. A pesar de haberse abierto en dos oportunidades la posibilidad de trocar los títulos en *default*, los fondos especulativos mantuvieron su estrategia judicial, reclamando el pago total de lo adeudado, sin quitas ni demoras.

La Argentina no era el primer país en enfrentarse con este tipo de actores, pues desde los '90 habían iniciado demandas a países en desarrollo. La estrategia de negocios “buitres” es altamente agresiva, pues prevalece la negociación confrontativa y tiene escaso lugar la cooperación. La operatoria comienza en el mercado secundario de deuda con la compra de bonos soberanos (de países que han declarado o se encuentran próximos a declarar un default) a muy bajo precio, esto es, con un gran descuento sobre su valor nominal. Una vez comenzadas las negociaciones entre los gobiernos y sus acreedores para la reestructuración de los pasivos, los buitres rehúsan participar (constituyéndose en holdouts) e inician acciones judiciales en los tribunales de la jurisdicción bajo cuya ley se emitieron los títulos (principalmente, Nueva York y Londres) en las que reclaman el principal, los intereses acumulados y los punitivos, para así obtener considerables dividendos, imposibles de conseguir mediante mecanismos de mercado. Para alcanzar estos resultados altamente redituables, impulsan una serie de presiones sobre los gobiernos, en paralelo a las demandas, tales como la búsqueda de activos para embargar y la promoción de campañas de lobby y desprestigio a través de diversos medios, dirigidas a influir sobre el sistema político y la opinión pública. Los vacíos institucionales y las grietas legales (relacionadas con vacíos en la arquitectura financiera internacional son lo referente a la deuda soberana) son elementos esenciales para comprender el negocio de estos litigantes profesionales, pues constituyen las condiciones de posibilidad de sus estrategias (Val, 2017). Veamos las sucesivas acciones implementadas por los gobiernos frente a los mismos.

La escalada confrontativa durante el segundo gobierno de Cristina Fernández de Kirchner

Las demandas contra Argentina habían comenzado apenas declarado el *default*. Desde el inicio de la gestión kirchnerista, la estrategia hacia los reclamos de los litigantes fue hostil: se orientó por el principio de denunciar y deslegitimar su conducta, apelar las decisiones y apostar a alargar los

²⁶ En sintonía con las posturas críticas respecto al orden internacional vigente, las presiones especulativas del sector financiero y los condicionantes de los organismos multilaterales de crédito

tiempos judiciales, e incorporó, luego de implementados los canjes, la pauta de invitarlos a participar sin convalidar beneficios mayores a los recibidos por los ingresantes, a los fines de mantener la equidad entre acreedores. Diferentes *holdouts* sostuvieron en el tiempo acciones legales en diferentes jurisdicciones (entre ellas Nueva York, en el juzgado a cargo del juez Thomas Griesa) buscando el cobro, el bloqueo de los canjes y solicitando embargos para el cumplimiento de las sentencias, aunque sin éxito (Burgueño, 2013). Este escenario de fracaso judicial e imposibilidad de cobro se transformó en octubre de 2010 cuando el fondo buitre NML Capital²⁷ cambió el enfoque de su maniobra judicial.²⁸ De manera similar al caso peruano, NML presentó una demanda en la que sostenía que desde 2005 Argentina incumplía el principio de trato igualitario y equitativo derivado de la cláusula *pari passu*²⁹ presente en los bonos su poder. Allí se solicitaba además que el juez arbitrara las medidas necesarias para que el país cumpla de manera efectiva con su obligación de trato igualitario (Amaya y Tuculet, 2014).

Desde entonces, una serie de eventos judiciales validarían la estrategia confrontativa buitre que, junto con la estrategia también confrontativa de la Argentina, daría lugar a una negociación signada por una dinámica de enfrentamiento con un alto grado de confrontación, pues ambas partes sostendrían los lineamientos generales de su accionar hasta las últimas consecuencias, esperando un resultado favorable.

A fines de 2011, en acuerdo con el pedido de los demandantes, Griesa resolvió que la llamada ley “cerrojo”³⁰ y los pagos a los *holdins*, implicaban la disminución del rango de los bonos de NML, por lo que Argentina se encontraba efectivamente violando la *pari passu* (Val, 2017). Poco después, en 2012, el juez emitió una medida cautelar (*injunction*)³¹ que establecía el pago *pro rata* o proporcional a los demandantes toda vez que Argentina pagase a los tenedores de bonos de 2005 y 2010. La decisión fue apelada ante la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito, que la confirmó y solicitó a Griesa la aclaración de la fórmula de pago. En una decisión desconcertante, el juez estableció que

²⁷ NML Capital es una subsidiaria del hedge fund Elliott Management, propiedad de Paul Singer. El grupo involucrado en la demanda *pari passu*, que comprendía a conjunto de fondos buitre e inversores minoristas, estaba liderado por NML, de allí que en la literatura se lo designe como demandante (Weidemaier y Gelper, 2014).

²⁸ Numerosas tenencias en bonos argentinos de NML fueron adquiridas en 2008 y 2009 (Guzmán, 2016).

²⁹ La frase latina *pari passu* significa literalmente “con igual paso”, lo que es interpretado como “en igualdad de condiciones”, “al mismo nivel” y, por tanto, “en forma equitativa” o “en forma imparcial y sin preferencias” (Kupelian y Rivas, 2014). Si bien no tenía un significado unificado, hasta el caso peruano implicaba, de acuerdo a los expertos, una promesa de tratamiento igualitario (Buchheit y Pam, 2004), esto es, el compromiso del estado deudor de no establecer medidas legales que tuvieran como resultado la discriminación entre acreedores o el trato preferencial de un grupo de estos por sobre el resto (en referencia a los derechos legales o de pago), pero no requería de parte del deudor la realización de pagos *pro rata* a sus acreedores. Es decir, suponía un rango *pari passu*, pero no un pago *pari passu* (Gelper, 2016).

³⁰ Es la ley 26.017, de febrero de 2005, que impedía la reapertura del canje a los no adherentes. Fue suspendida temporalmente en 2010 y 2013.

³¹ Puede definirse a una *injunction* como “una orden de un tribunal, históricamente un remedio de equidad, que disuade a una persona de efectuar un acto específico, y en ciertos casos excepcionales requieren que lleve a cabo una actuación concreta” (Marín González, 2003).

debía realizarse el pago del 100% a los litigantes junto al correspondiente a la deuda reestructurada, o de otra forma la República se vería impedida de atender cualquier servicio de aquella. Para esto, Griesa ordenó a los agentes intermediarios con sede en Nueva York (como el Bank of New York) que se abstuvieran de procesar y concretar los pagos, lo que bloqueó las posibilidades de la República de cumplir sus obligaciones. Aunque Argentina apeló la decisión, ésta fue confirmada al año siguiente. En este marco de reveses sucesivos, el gobierno buscó mostrar flexibilidad y mejor predisposición hacia los *holdouts*, para lo cual habilitó una tercera ronda de canje (con los mismos términos de la oferta de 2010) mediante la ley 26.886.

Estos desarrollos convirtieron al sistema judicial norteamericano (el juez del distrito sur de Nueva York y las instancias de apelación) en un actor central del conflicto que jugaría a favor de los litigantes fortaleciendo su posición negociadora y debilitando al mismo tiempo la del gobierno argentino. Además, conforme se desarrollaba el conflicto y se validaban sus reclamos, la estrategia de Singer y sus abogados se mostró crecientemente inflexible en relación a los objetivos. Sin predisposición a realizar concesiones, para forzar a Argentina a aceptar las sentencias emprendieron múltiples acciones de presión buscando embargar bienes estatales,³² impulsando campañas de desprestigio sobre el gobierno y sus funcionarios y haciendo lobby en el poder legislativo norteamericano.

La debilitada posición negociadora argentina en sede judicial se intentó compensar con la denuncia de la conducta especulativa y predatoria de estos actores en foros internacionales, con la crítica a la polémica interpretación de la cláusula estándar realizada por el juez (crítica sostenida por especialistas de renombre global) y con la presentación de apoyos ante las instancias de apelación,³³ aunque la inexistencia de un frente interno unificado detrás de la estrategia frente a los acreedores quitó potencia a la posición argentina. La fuerza creciente de las posturas opositoras, el malestar entre ciertos sectores sociales hacia la presidenta producto de las denuncias de corrupción en su contra, las críticas a la política económica de los principales sectores empresarios y la convalidación de los pedidos de los demandantes y de las acciones del juez en Nueva York por parte de dirigentes políticos con proyección nacional (como el líder del Pro, Mauricio Macri) mostraban los límites del accionar gubernamental en su búsqueda de soportes domésticos.

Como último recurso legal el gobierno argentino solicitó a principios de 2014 la intervención de la Corte Suprema de EE.UU., pero la abstención de este cuerpo dejó el fallo firme. Sin otras instancias

³² La única acción exitosa ocurrió en octubre de 2012, cuando lograron que la Fragata Libertad fuera retenida en un puerto de Ghana. Aunque el efecto logrado fue poderoso, poco después las gestiones gubernamentales en el Tribunal Internacional de Derecho del Mar lograron la liberación del navío, que llegó a Argentina a principios de 2013.

³³ Los apoyos, muchos de ellos bajo la forma de presentaciones *amicus curiae*, vinieron de una variedad de actores: el gobierno de los EE.UU., la Reserva Federal, Anna Krueger y fondos como Gramercy y Fintech, entre otros.

de apelación y bloqueados los mecanismos para hacer efectivos los pagos,³⁴ Argentina fue declarada en *default* selectivo³⁵ a fines de julio de 2014.³⁶

Agotada la instancia judicial y limitadas las posibilidades de negociación por la RUFO³⁷, Argentina se encontraba frente a una disyuntiva. Si no cumplía el fallo, se consolidaba la situación de *default* lo que afectaba a los bonistas reestructurados que se verían impedidos de cobrar sus acreencias³⁸ y abría la posibilidad de que éstos pudieran pedir la aceleración (pago adelantado) de la deuda. Pero si lo cumplía y pagaba a los buitres, los *holdins* podrían, amparándose en lo dispuesto en la cláusula RUFO, solicitar igual tratamiento. Esto podía elevar la deuda hasta USD 120 mil millones que serían imposibles de afrontar (Barrera y Bona, 2017: 170). Frente a este escenario, el gobierno buscó alternativas: profundizó sus acciones de denuncia a nivel global, buscó forzar una intervención del gobierno norteamericano al presentar una demanda en La Haya y redobló los esfuerzos diplomáticos tendientes a obtener apoyos internacionales como forma de presionar sobre los buitres y lograr una resolución negociada extrajudicial. Entre las iniciativas regionales se destacó el respaldo de organismos como el Mercosur, la Unasur, la Celac, la OEA y la Cepal, entre otros. En plano internacional, con el apoyo del G77 más China se impulsó en la ONU la creación de un marco jurídico internacional para regular las reestructuraciones y limitar el accionar de los acreedores especulativos (Barrera y Bona, 2017: 172).

La iniciativa gubernamental en la ONU apuntó a lograr apoyos mayoritarios en un ámbito más permeable a las inquietudes de los países en desarrollo. Según la postura del gobierno argentino y del resto de los países impulsores, la discusión sobre la problemática de la deuda soberana debía darse en la Asamblea General porque es el órgano más democrático, representativo y equitativo en el sistema internacional, en donde todos los países participan en pie de igualdad (un voto por país); no tiene ningún conflicto de interés, pues no forma parte de los procesos de renegociación de pasivos públicos; y ha abordado, en numerosas ocasiones, los temas de sostenibilidad de la deuda externa y

³⁴ Frente a la intransigencia argentina, Griesa buscaría diversos caminos para forzar el cumplimiento de la sentencia: limitar todos los pagos que realizara Argentina, incluso los que excedían su jurisdicción, dificultar la realización de nuevas emisiones de bonos y declarar a la República en desacato.

³⁵ La deuda fue declarada en *default* por las agencias calificadoras al impedirse el procesamiento del pago de USD 539 millones correspondientes al cupón de una parte de bonos *del canje*, que Argentina había girado desde el BCRA al Banco de Nueva York. Así, el país mostraba tener capacidad y voluntad de pago, por lo que los funcionarios argumentaban que no era un *default* que pudiera atribuirse al comportamiento argentino, sino a las decisiones del juez neoyorquino.

³⁶ Luego de declarado el default hubo dos intentos de destrabar las tratativas: primero, el juez Griesa nombró a un “special master”, Daniel Pollack para que mediara entre el gobierno argentino y los buitres para arribar a un acuerdo; segundo, hubo intentos por parte de bancos de inversión extranjeros y un grupo de bancos argentinos de negociar “acuerdos entre privados” que solucionaran el conflicto. Ninguno logró de manera exitosa sus objetivos.

³⁷ La cláusula Right Upon Future Offers (RUFO) formaba parte de una serie de disposiciones legales para desincentivar la operatoria holdout. Esta norma establecía que, si Argentina realizaba a los acreedores reticentes una oferta voluntaria superior a la del canje antes del fin de 2014, los *holdins* tenían el derecho de pedir igual tratamiento.

³⁸ Para buscar cumplir con sus obligaciones con los *holdins*, en septiembre de 2014 Argentina promulgó la ley 26.984, llamada de pago soberano, que declaraba la reestructuración de interés público y habilitaba el cambio de lugar de cobro.

desarrollo (Asamblea General de la ONU, 2014a; Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, 2015).

En septiembre de 2014, por 124 votos a favor, 11 en contra y 41 abstenciones, la Asamblea General adoptó la resolución 68/304, que inició las negociaciones intergubernamentales para establecer un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración que permitiera aumentar la estabilidad del sistema financiero internacional, en forma compatible con el crecimiento económico sostenido, inclusivo y equitativo y las prioridades nacionales (Asamblea General de la ONU, 2014b)

Tres meses después se creó un Comité Ad Hoc para elaborar una propuesta. Éste se reunió en tres oportunidades y contó con la participación de diversos países, especialistas y ONGs. Finalmente, en septiembre de 2015, la Asamblea adoptó mediante la Resolución 69/319 los nueve principios básicos elaborados por el Comité para guiar las reestructuraciones de deuda soberana: 1) Soberanía; 2) Buena fe; 3) Transparencia; 4) Imparcialidad; 5) Trato equitativo; 6) Inmunidad soberana de jurisdicción y ejecución; 7) Legitimidad; 8) Sustentabilidad y 9) Acuerdo por mayoría. El intenso trabajo de diplomacia más el beneplácito con que fue recibido el proyecto entre los países en desarrollo motivó una mejora en la votación en comparación a la anterior, que terminó con 136 votos a favor, 41 abstenciones y sólo 6 en contra³⁹.

El gobierno celebró la aprobación de los principios como una victoria diplomática para el inicio de la construcción de mecanismos institucionales globales de regulación de las reestructuraciones. Claramente este resultado supuso un avance, pues la iniciativa mostró la existencia de un importante grado de consenso entre los países en desarrollo sobre la importancia de la cuestión buitre; puso en discusión los vacíos en la arquitectura financiera internacional en relación a la problemática de la deuda soberana y reflató la idea de una solución estatutaria que involucrase a las diferentes naciones en la restricción al accionar de los fondos especulativos. Sin embargo, el carácter no vinculante de la resolución y el hecho de que sean principios orientadores sin implicancias concretas, limitan su eficiencia.

Esta fue la última iniciativa del gobierno kirchnerista, que desde entonces se dispuso a “aguantar” los embates y reclamos de los buitres y el juez neoyorquino, y centró su atención en la campaña electoral para la elección presidencial de octubre de 2015. Después de diciembre de ese año, con la llegada al poder de Cambiemos, quien daría un giro marcado a la política financiera y a la estrategia de negociación con los buitres, el escenario se transformaría profundamente.

³⁹ Los votos negativos corresponden a potencias financieras (EE.UU., Gran Bretaña, Alemania, Japón, Canadá) o bien a aliados estratégicos de éstos (Israel). Entre las abstenciones hay casos destacables. Mientras que Grecia adoptó esta posición a pesar de su gravísimo problema de endeudamiento soberano; México y Colombia fueron los únicos países de Latinoamérica que lo hicieron, lo que podría entenderse por su asociación económica y militar –respectivamente- con los EE.UU. y el interés por no mostrar una postura confrontativa con el sector financiero, debido a que ambos países poseían un acuerdo precautorio con el FMI y afinidad con los estándares OCDE.

El giro macrista: cooperación y relanzamiento del ciclo de endeudamiento

Con el inicio del gobierno de la alianza Cambiemos el tratamiento del litigio con los buitres sufrió un cambio radical. La estrategia se convirtió en cooperativa y favorable a la posición de los fondos litigantes, a los que se les reconocía el derecho legítimo de cobrar sus acreencias a partir de la orden obtenida en Nueva York. Este cambio se justificaba, según los funcionarios, por un lado, en la débil posición de la Argentina derivada de la sentencia firme que ceñía todo margen de maniobra en las negociaciones y, por otro, en la necesidad de ponerle fin a la disputa⁴⁰ para recuperar la confianza, salir del aislamiento económico y así obtener crédito privado internacional. En este sentido, los objetivos compartidos de solucionar rápidamente el conflicto primaron en las negociaciones, lo que las hizo extremadamente breves en relación a los episodios anteriores.

Podemos entender esta nueva posición del gobierno argentino en función de la orientación de la política económica y el modelo de inserción internacional en que se sustentaba, muy distanciados de los lineamientos industrialistas, intervencionistas y autonomistas sostenidos desde 2003. El gobierno de Cambiemos buscó diferenciarse de la política prevaleciente hasta su asunción y avanzó en un plan económico de corte liberal, pro mercado y aperturista (Nemiña y Val, 2018), para el cual era imprescindible reinsertar al país en los mercados internacionales de capital. Aunque la profundización de la restricción externa durante los últimos años del kirchnerismo había impulsado un acercamiento a los mercados privados de capital – de allí la resolución expeditiva de los conflictos con el CIADI, Repsol y el Club de París (Cantamutto y Ozarow, 2016)-, el fallo de Griesa había bloqueado ese camino. En tanto dicho fallo impedía el acceso al endeudamiento externo que, en términos materiales, le permitiría conseguir el flujo de fondos con el que financiar la política de desregulación cambiaria y financiera iniciada apenas asumido (Rua y Zeolla, 2018)⁴¹ y, simbólicamente, expresar la voluntad de realinear al país bajo las lógicas financieras hegemónicas, es que el gobierno de Macri promovió un cambio radical en la estrategia frente a los buitres.

Esta orientación del modelo económico doméstico no puede entenderse sin considerar el vínculo de éste con la política exterior, que configura una particular relación con el mercado financiero y los actores globales. En este sentido, el macrismo se caracteriza por una orientación dependentista, en la que prevalece la lógica de la aquiescencia con los poderes externos. Esta política exterior “implica la aceptación del statu quo internacional; el plegamiento a los intereses estratégicos vitales de Estados

⁴⁰ Estas justificaciones iban acompañadas de fuertes críticas a las acciones del gobierno previo, entendidas como “malos manejos” gobernados por la “irracionalidad”, que habían llevado al “aislamiento” a la economía argentina.

⁴¹ El acuerdo con los buitres puso fin a la restricción legal (no financiera) para pagar a los *holdings* y, principalmente, emitir nueva deuda. En este sentido, significó el inicio de nuevo ciclo de integración financiera, endeudamiento externo y fuga de capitales (Bastourre y Zeolla, 2016).

Unidos, tanto en el ámbito global como continental; y la no adhesión a esquemas de integración regional profunda que puedan afectar el vínculo estrecho con Washington” (Russell y Tokatlián, 2013, en Morasso, 2018: 264). Dentro de esta lógica, decíamos, debe entenderse la conducta del gobierno hacia el conflicto buitres, pues no solo se relegó la agenda multilateral en la ONU, sino que se implementó una estrategia abiertamente favorable a la posición de los litigantes, mostrando que el tratamiento dado a la disputa constituía una política de gobierno, más que una política de Estado (Guzmán, 2016).

Aunque el nuevo gobierno decía que negociaría con dureza y buscaría un trato “razonable”⁴², el cambio estratégico fue marcado: se reconocía el interés compartido de cerrar el caso, el discurso hacia los litigantes y los terceros involucrados se moderó (los buitres se transformaron en “acreedores” o “holdouts”, el *special master* Pollack y Griesa en “aliados”), se reconoció el incumplimiento de Argentina, y se incrementó la predisposición a hacer concesiones y acatar las disposiciones del juez. “Argentina tiene que pagar lo que debe”, expresó el ministro de economía, adelantando que se negociarían fundamentalmente los punitivos⁴³ lo cual limitaba los asuntos a tratar y, en consecuencia, las posibilidades de lograr un acuerdo más favorable.

A pocos días de iniciado el mandato de Cambiemos, el secretario de Finanzas⁴⁴ viajó a Nueva York para reunirse con el mediador y retomar las negociaciones con los acreedores. En febrero se presentó la propuesta de pago, que incluía dos ofertas: uno para aquellos que habían obtenido sentencia *pari passu* y otro para los que no la tuvieran (las ofertas *pari passu* y base respectivamente). Se reconocían reclamos por USD 9.300 millones y se proponía abonar las sentencias en efectivo con una quita de alrededor del 25%.⁴⁵

El cambio de rumbo y la celeridad del nuevo gobierno para dar solución al conflicto fueron elogiados internacionalmente por los EE.UU., el FMI, los acreedores e incluso por el juez Griesa, para quien desde el 10 de diciembre todo había cambiado con la asunción del nuevo gobierno.⁴⁶ A pesar de que estos elogios fueron presentados como una ventaja por parte del gobierno, esta coincidencia contribuía a legitimar los reclamos buitres, fortaleciéndolos. Sobre ellos, es menester señalar que el reconocimiento del interés compartido no impidió que continuaran con su estrategia confrontativa. Con la anuencia y las decisiones del juez, se lograrían imponer numerosas condiciones

⁴² Kanenguiser, M. (2016) “Cruce. Los fondos buitres desafían al Gobierno”. Disponible en <https://www.lanacion.com.ar/economia/los-fondos-buitres-desafian-al-gobierno-nid1862722/>

⁴³ La Nación (2015) “Alfonso Prat Gay: ‘Nos sentaremos a discutir con el juzgado de Griesa’”. Disponible en <https://www.lanacion.com.ar/politica/alfonso-prat-gay-nos-sentaremos-a-discutir-con-el-juzgado-de-griesa-nid1841753/>

⁴⁴ El presidente Macri nombró en el Ministerio de Hacienda a hombres de fuertes lazos y trayectorias en el mundo financiero internacional: el ex J.P. Morgan Adolfo Pray Gay como ministro y el ex Deutsche Bank Luis Caputo como Secretario de Finanzas, ambos encargados de las tratativas para “salir del *default*”.

⁴⁵ Por detalles, ver Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas (2016a) y (2016b).

⁴⁶ Mathus Ruiz, R. (2016) “Respaldo. Griesa allanó el camino para un acuerdo con los holdouts”. Disponible en <https://www.lanacion.com.ar/economia/griesa-allano-el-camino-para-un-acuerdo-con-los-holdouts-nid1872812/>

(cuándo pagar, cómo pagar, a quién pagar primero, qué leyes derogar para destrabar los pagos a los holdins, entre otros) que el gobierno procuraría cumplir, dándose una dinámica de dominación por parte de los acreedores litigantes.

A nivel local, la intransigencia del oficialismo respecto de la necesidad de poner fin el conflicto⁴⁷ fue apoyada por numerosos empresarios y varios gobernadores de la oposición, que también buscaban financiamiento internacional. La ley 27.249⁴⁸ que refrendó los acuerdos y autorizó la emisión de nuevos títulos para financiar el pago fue aprobada en el Congreso por amplia mayoría en ambas cámaras,⁴⁹ lo que demostró el consenso interno en torno al cierre del caso. Finalmente, el gobierno llegó a un acuerdo con la mayoría de los *holdouts*, incluidos los buitres más combativos, pudo emitir los títulos para abonar al contado los juicios⁵⁰ y logró que el juez levantara el bloqueo que impedía el pago a los bonistas reestructurados.

Claramente, la salida del *default* fue una victoria política importante para el gobierno de Macri, que buscó mostrar como su equipo había logrado cerrar el largo conflicto de manera “racional” y sin mayores complicaciones. Sin embargo, el fin del “juicio del siglo” lejos estuvo de ser positivo, pues convalidó una derrota de nuestro país, supuso acuerdos onerosos,⁵¹ no cerró la posibilidad de nuevos juicios ni logró la adhesión del 100% de los *holdouts*, sentó precedentes decididamente negativos de cara a futuras reestructuraciones y, finalmente, fue el puntapié inicial del relanzamiento de un ciclo de endeudamiento público acelerado que dio por tierra al proceso de desendeudamiento que había comenzado con el canje de deuda en 2005.

Efectivamente, la salida del *default* rehabilitó el mecanismo de la colocación de bonos en el exterior para financiar al Tesoro, por lo que Argentina se convirtió en uno de los principales emisores de deuda pública globales (Nemiña y Val, 2018), llegando incluso a emitir en 2017 un bono internacional con maduración a cien años. Manzanelli y Barrera (2018) muestran que uno de los aspectos más destacados de la primera mitad del mandato de Cambiemos fue “el considerable incremento de la deuda externa (...) que fue en promedio de 32,9 mil millones de dólares a precios constantes en 2016 y 2017, lo cual se explica casi exclusivamente por el comportamiento de la deuda

⁴⁷ El gobierno procuraba no solo mostrar los supuestos beneficios de la salida del *default* (“emprender el sendero del desarrollo”) sino que alegaba que las únicas alternativas eran ajuste o hiperinflación.

⁴⁸ La mencionada ley convalidó los acuerdos alcanzados con los acreedores y autorizó la emisión de títulos para la obtención de los fondos que permitieran hacer frente a los pagos. Además, incluyó la derogación de las leyes 26.017 (“cerrojo”) 26.547 (suspensión de la ley “cerrojo”), 26.886 (apertura tercera ronda de canje) y 26.984 (pago soberano), que había ordenado Griesa como condición para permitir los pagos.

⁴⁹ En la Cámara Baja 165 votos fueron a favor y 86 en contra, mientras en el Senado hubo 54 votaciones afirmativas y 16 negativas. Sólo desde el Frente para la Victoria-PJ y el Frente de Izquierda se opusieron.

⁵⁰ Fueron emitidos cuatro bonos bajo ley de Nueva York por un valor nominal de USD 16.500 millones, con tasas de entre el 6,25 y el 7,625% anual y maduración de entre 3 y 30 años. (Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, 2016d). De este monto, USD 9.300 millones fueron destinados al pago de los acuerdos (Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, 2016c).

⁵¹ La ganancia obtenida por algunos fondos fue extraordinaria, especialmente NML, que llegó a casi el 1600%.

externa pública que aumentó en 30,1 mil millones de dólares en esos años” (p. 25) sin considerar las emisiones destinadas a cancelar la deuda con los buitres. Esta reinscripción en los mercados de deuda (de la que el acuerdo fue la llave), en el marco de la orientación particular de la política de Cambiemos, tuvo consecuencias decididamente negativas.

Cuadro 1. Deuda pública argentina. Datos e indicadores de sostenibilidad seleccionados.

Datos de deuda pública e indicadores de sostenibilidad	IV trim. 2015	IV trim. 2019
Deuda bruta de la administración central (en mil. de USD)	240.665	323.065
Deuda bruta de la adm. central con agencias del sector público	57,2%	40,0%
Deuda bruta de la adm. central con bilaterales y multilaterales	12,0%	20,3%
Deuda bruta de la adm. central con sector privado	30,7%	37,7%
Deuda en moneda extranjera como % de performing y a reestructurar de la adm. central	66,9%	77,7%
Intereses pagados como % del PBI	2,0%	4,2%
Intereses pagados como % de recursos tributarios	7,9%	18,2%

Fuente: elaboración propia sobre datos del Boletín Fiscal e Informes trimestrales de deuda (Ministerio de Hacienda)

En término económico-financieros, los niveles de deuda aumentaron, empeoró su composición y crecientes recursos fiscales se destinan a su atención, tal como lo muestra el cuadro 1. Las derivaciones de esta dinámica no son neutrales. Dada la apertura financiera irrestricta que facilita la fuga de capitales, los niveles de vulnerabilidad que presenta una economía con una inserción subordinada en las dinámicas financieras externas y dependiente de los flujos internacionales de capital se mostró de manera clara durante la corrida cambiaria de 2018, que generó la pérdida de reservas y depreció fuertemente el tipo de cambio, impactando sobre los niveles de inflación. En el plano político, el relanzamiento de la valorización financiera a través nuevamente las decisiones gubernamentales a las lógicas y visiones imperantes en el mundo de las finanzas globales. Además, el paquete de ayuda financiera record del Fondo Monetario Internacional (de casi USD 60.000 millones) al que el gobierno recurrió una vez agotada la posibilidad de financiarse en los mercados internacionales, generará condicionamientos de largo plazo a la política económica, lo que limitará las posibilidades de implementar medidas que potencien el desarrollo económico y social.

Efectivamente, la generosa resolución del conflicto con los buitres no limitó sus efectos negativos a ese episodio, sino que sirvió de puntapié inicial de una transformación radical en la orientación de la acción estatal en lo referente a la gestión de la deuda pública y la relación con los actores del sistema financiero. En este sentido, la dinámica de funcionamiento económico iniciada en 2015 debe comprenderse dentro del marco mayor de orientaciones de una política económica ligada al reendeudamiento público que finalizó con el inédito proceso de desendeudamiento iniciado en 2005

y reconfiguró los vínculos con los actores e instituciones financieros internacionales en un sentido regresivo para nuestro país.

Reflexiones finales

Luego de pasar revista a las acciones del kirchnerismo durante los dos episodios de canje, analizamos las estrategias de negociación que implementaron los gobiernos de Cristina Fernández de Kirchner y de Mauricio Macri en relación al conflicto con los buitres, viendo sus características distintivas, así como la forma en que incidieron sobre la dinámica y los resultados de las tratativas. Esto nos permitió vislumbrar un importante cambio en el tratamiento del litigio a partir de 2016.

Este giro dejó en evidencia que los enfoques de los gobiernos para el tratamiento de la problemática de la deuda pública muestran una variabilidad considerable. Mientras encontramos una continuidad entre los canjes 2005-2010 y el conflicto con los buitres durante el gobierno de Cristina Fernández –continuidad ligada a lineamientos políticos que en la búsqueda de autonomía se alejaban de la lógica del sector financiera, permitían ganar márgenes de maniobra, daban preeminencia al crecimiento interno, propiciaban la defensa de un reparto de pérdidas favorable al país y equitativo entre los acreedores, y tendía a asegurar la sustentabilidad en el tiempo de la deuda- con Macri se da una ruptura pronunciada. No solo manejo del conflicto se tronó muy favorable a los intereses de los acreedores disidentes, sino que la política de financiamiento abierta desde entonces rompió completamente con las tendencias imperantes entre 2003 y 2015, y reinstaló las existentes antes del *default*. En este sentido, se observó que el cierre del “juicio el siglo” tuvo consecuencias más allá de la inmediata convalidación de ganancias extraordinarias para los buitres, pues inauguró una transformación radical en la dinámica de la deuda, que aumentó cuantitativamente de manera acelerada y sufrió un cambio cualitativo regresivo. Esta nueva dinámica, además, reconfiguró los vínculos políticos con los actores e instituciones financieros internacionales, reduciendo la autonomía y atando las decisiones de política domésticas a las condicionalidades impuestas por aquéllos.

De esta manera, a partir de este análisis se pueden deducir dos cosas. La primera es que lo que hacen los actores es importante. Esto no supone sostener un voluntarismo ingenuo que explique todo desarrollo a partir de los sujetos, omitiendo las condiciones contextuales y estructurales que limitan las posibilidades y la eficacia de estrategias, sino poner de relieve que las decisiones tomadas por los actores tienen consecuencias y no son neutrales, únicas ni naturales. En relación a esto último, lo segundo que podemos observar es que estas estrategias y decisiones no son necesarias, ni meras adaptaciones a escenarios cambiantes o acciones desplegadas por la contraparte negociadora, sino que están fuertemente influidas por muy diversas preferencias de política económica, modelos de desarrollo y visiones sobre la inserción argentina que sustentan los propios funcionarios o elencos

gubernamentales. De allí que sea necesario indagar más sobre este conjunto de fenómenos para comprender más adecuadamente estas divergencias estratégicas, pues tienen importantes repercusiones sobre el escenario doméstico y las posibilidades de desarrollo nacional en el mediano y largo plazo.

Estas últimas reflexiones, además de interrogarnos sobre la pertinencia, adecuación o potencialidad del enfoque conceptual propuesto, permiten plantearnos interrogantes sobre las opciones posibles de política para afrontar en el futuro las muy complejas dificultades derivadas de la nueva dinámica económica y el entramado de vínculos políticos asociados al abultado endeudamiento público argentino.

Bibliografía

Araya, Tomás y Tuculet, María Victoria (2014) “El principio de inmunidad estatal y los procesos de reestructuración de deuda soberana”. *La Ley*, n° 153. Buenos Aires, Thomson Reuters, pp.1-10.

Bastourre, D. y Zeolla, N. (2016) ¿Hacia un nuevo ciclo de fragilidad financiera? *Entrelíneas de la Política Económica*, año 9, n° 45, pp. 28-33

Basualdo, Eduardo (coord.) (2015) *Ciclo de endeudamiento externo y fuga de capitales de la dictadura a los fondos buitres*. Buenos Aires, Editorial La Página.

Buchheit, L.C. y Pam, J. S. (2004) “Pari Passu clause in sovereign debt instruments”. *Emory Law Journal*, v. 53 (Special edition), pp. 869-922.

Burgueño, Carlos (2013) *Los buitres. Historia oculta de la mayor operación financiera contra la Argentina*. Buenos Aires, Edhasa.

Cantamutto, Francisco y Ozarow, Daniel (2016). Serial payers, serial losers? The political economy of Argentina’s public debt, *Economy and Society*, v. 45 n° 1, pp. 123-147.

Castiñeira, R. (2016) *Bono PBI: atrapado entre el nuevo y viejo INDEC*. Buenos Aires, Econométrica

Cosentino, Adrian; Isasa, Matías; Carreras Mayer, Pablo; De Achaval, Fabián; Coretti, Mariel y Dall’o, Fabián (2017) *Crisis y reestructuración de deuda soberana. Una visión sistémica desde la perspectiva de los países emergentes*. Buenos Aires, Eudeba.

Damill, Mario; Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín (2005) “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”. *Desarrollo Económico*, v. 45, n° 178, pp. 187-233.

De Lucchi, Juan. (2014) “Macroeconomía de la deuda pública. El desendeudamiento argentino (2003-2012)”. *Documento de Trabajo 53*. Buenos Aires: CEFIDAR.

Gelpern, A. (2016) Courts and Sovereigns in the Pari Passu Goldmines. *Capital Markets Law Journal*, v. 11 n. 2, pp. 251-277.

Guzmán, Martín (2016) “An analysis of Argentina’s 2001 default resolution”. *CIGI Papers* n° 110.

Kulfas, Matías (2016) *Los tres kirchnerismos. Una historia de la economía argentina, 2003-2015*. Buenos Aires, Siglo XXI Editores.

Kupelian, Romina y Rivas, María Sol (2014) “Fondos buitres. El juicio contra argentina y la dificultad que representa en la economía mundial”. *Documento de Trabajo* n° 49. Buenos Aires, CEFIDAR.

Levy Yeyati, Eduardo y Valenzuela, Diego (2013) *La resurrección: historia de la pos crisis argentina*. Buenos Aires, Sudamericana.

Manzanelli, Pablo y Barrera, Mariano (2018) “Deuda externa y corrida cambiaria. Un análisis del gobierno de Cambiemos en perspectiva histórica”. *Cuadernos de Economía Crítica*, año 5 n° 9, pp. 17-44.

Morasso, C. (2018). Por los caminos de la dependencia: reflexiones en torno a la orientación de la política exterior macrista. *Perspectivas. Revista de Ciencias Sociales*. Año 3, n° 6, pp. 262-278.

Nemiña, Pablo (2011a) *La relación entre el FMI y los Gobiernos tomadores de créditos. Los procesos de negociación con la Argentina durante el estallido y la salida de la crisis de la convertibilidad (1998-2006)*. Tesis de Doctorado en Ciencias Sociales, Universidad de Buenos Aires, mimeo.

Nemiña, Pablo (2011b) “Estrategias de negociación del FMI y la Argentina durante el período 2003-2004”. *Temas y Debates*, v. 15, pp.87-113.

Nemiña, P. (2012) “Argentina: Camino del desendeudamiento (1991-2011)”. *Ola Financiera*, v. 5, n° 12, pp. 70-88.

Nemiña, Pablo y Val, María Emilia (2018) “El conflicto entre la Argentina y los fondos buitres. Consecuencias sobre los procesos de reestructuración de deuda soberana”. *Cuadernos de Economía Crítica*, año 5 n° 9, pp. 45-68.

Marín Gonzalez, Juan Carlos (2003) “Referencia a la tutela cautelar en el derecho inglés”. *Revista de Derecho*, v. 15 n°2, pp. 191-204.

Odell, John (2000) *Negotiating the world economy*. New York, Cornell University Press

Putnam, Robert (1996) “Diplomacia y política nacional: la lógica de los juegos de doble nivel”, *Zona Abierta*, n° 74, pp. 69-120.

Roubini, Nouriel y Setser, Bran (2004) The reform of the sovereign debt restructuring process: problems, proposed solutions, and the Argentine episode. *Journal of Restructuring Finance*, v. 1 n° 1, pp. 173-184.

Rua, Magdalena y Zeolla, Nicolas (2018) “Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente”. *Problemas del Desarrollo*, v. 194, n°49, pp. 5-30.

Val, María Emilia (2017) “El accionar de los “fondos buitres”: una caracterización a partir del conflicto con la República Argentina”. *Relaciones Internacionales*, v. 26 n° 52, pp. 163-180.

Val, María Emilia (2018) *La negociación entre el gobierno argentino y los acreedores privados en torno a la reestructuración de la deuda soberana en default durante el primer canje (2003-2005)*. Tesis de maestría en Sociología Económica. Buenos Aires: IDAES-UNSAM.

Varesi, G. (2016) "Acumulación y hegemonía en Argentina durante el kirchnerismo." *Problemas del desarrollo* v. 47, n° 187, pp. 63-87.

Wainer, Andrés y Bona, Lenadro (2017) "Las decisivas negociaciones con los acreedores: los canjes de 2005 y 2010 y los pagos de la deuda pública", en Basualdo, E. (ed.) *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires, Siglo XXI, pp. 111-146.

Weidemaier, Wark y Gelpern, Anna (2014) *Injunctions in Sovereign Debt Litigation*. *Yale Journal on Regulation*, n° 31, pp. 189-218.

Fuentes documentales

Asamblea General de la ONU (2014a) Versión taquigráfica, 107ª sesión plenaria, sexagésimo octavo período de sesiones. 9 de septiembre.

Asamblea General de la ONU (2014b) Resolución 68/304 aprobada el 9 de septiembre de 2014: Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana

Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la República Argentina (2015) Presentación "Proyecto de Ley: Principios Básicos sobre Procesos de Reestructuración de Deuda Soberana".

Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación (2016a) Comunicado de prensa "Argentina presenta formalmente su oferta a los *holdouts* para poner fin a los litigios en Nueva York". 5 de febrero.

Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación (2016b) Propuesta de Settlement. 5 de febrero.

Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación (2016c), Anexo I.

Ministerio de Hacienda. Boletín fiscal e Informes de deuda. Trimestres seleccionados.

Fuentes periodísticas (ediciones digitales)

La Nación