



Universidad  
Nacional  
de Rosario



FACULTAD DE CIENCIA POLÍTICA  
Y RELACIONES INTERNACIONALES

---

UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO

OCTUBRE 2023

Tesina de Grado

Licenciatura en Relaciones Internacionales

**Crisis de deuda soberana ante la pandemia.  
Estudio de casos comparados de las  
resoluciones de crisis de deuda soberana  
de Argentina y del Líbano en el 2020.**

**Autora: Tisera, María Jazmín**

Legajo N° T-0940/7 DNI 40786931

jaztissera@gmail.com

**Tutor: Dr. José Marcelino Fernandez Alonso**

## **Agradecimientos**

Luego de tantos años de estudio, una larga etapa culmina. Me es imprescindible no mencionar a las personas que aportaron en este proceso de crecimiento académico y profesional, pero sobre todo personal. Gracias a la querida Fcpolit, honorable casa de estudios de la Universidad Nacional de Rosario, con su excelente cuerpo docente. Gracias a ellos, además de transmitirme los conocimientos relacionados al campo de estudios de las Relaciones Internacionales, pude desarrollar un pensamiento crítico para analizar la realidad que me atraviesa. Quisiera agradecer especialmente a José, quien me acompañó y me guió en esta última etapa.

Gracias a mi familia, a mi madre quién siempre me sostiene en momentos de frustración y desánimo. A mi compañero de vida, Santiago, que siempre está a mi lado en las buenas y en las malas. A mis amigas de toda la vida, quienes siempre me animaron a seguir adelante.

La Fcpolit también me dio muchas amistades, que hoy en día son mis colegas. Gracias a ellos me llevo los recuerdos más lindos de la Universidad.

Estoy eternamente agradecida.

## Resumen

En tiempos de incertidumbre internacional, las condiciones político-económicas domésticas de los países pueden empeorar fácilmente, más aún si se trata de países en desarrollo. Tal circunstancia quedó cabalmente expuesta en diversas latitudes del mundo durante los años recientes tras el solapamiento de crisis vinculadas a la deuda soberana. En este respecto, se advierte que, tras un intenso proceso de endeudamiento externo auspiciado por las bajas tasas de interés internacionales de referencia como respuesta a la crisis financiera mundial de 2008, muchos países en desarrollo debieron afrontar sendos desafíos para hacer frente a sus compromisos financieros al tiempo de asumir otros nuevos que les permitieran gestionar los desafíos abiertos por la pandemia de COVID-19. En este contexto, se desencadenaron, pues, varias crisis de deuda soberana, explicitadas mediante un *default* o una reestructuración de la deuda. Esta sucesión de crisis puso nuevamente en relieve el problema de la coordinación de acreedores públicos y privados y la opacidad de muchos términos de préstamo dificultan la coordinación de la reestructuración y el factor clave recae en la política interna de un país. También se agrega el rol del FMI en las etapas previas y posteriores de la crisis y como su injerencia favorece o no el alcance de una reestructuración exitosa. Esta tesina tiene como objetivo principal comparar el desarrollo de las crisis de deuda soberana de Argentina y Líbano en el 2020. Como hipótesis de trabajo se sostiene que los cursos de crisis de deuda de Argentina y Líbano en el 2020 reportaron desarrollos disímiles por la incidencia de dos factores: por una parte, el carácter de la reestructuración encauzada; por la otra el rol asumido por el Fondo Monetario Internacional.

Palabras clave: crisis de deuda soberana - default - reestructuración de deuda soberana - Argentina- Líbano - COVID-19 - Fondo Monetario Internacional

## **Lista de siglas y abreviaturas**

<b>ABL</b>	Asociación de Bancos de Líbano
<b>AFI</b>	Arquitectura financiera internacional
<b>BCRA</b>	Banco Central de la República Argentina
<b>BdL</b>	Banque du Liban
<b>BM</b>	Banco Mundial
<b>CACs</b>	Cláusulas de Acción Colectiva
<b>CCG</b>	Consejo de Cooperación del Golfo
<b>DSA</b>	Análisis de Sostenibilidad de la Deuda
<b>EPI</b>	Economía Política Internacional
<b>FI</b>	Fondos de Inversión
<b>FMI</b>	Fondo Monetario Internacional
<b>ICMA</b>	Asociación Internacional de Mercados de Capitales
<b>MENA</b>	Países de Medio Oriente y Norte de África
<b>NPV</b>	Valor Presente Neto
<b>ONU</b>	Organización de Naciones Unidas
<b>OPC</b>	Oficina de Presupuesto del Congreso de la Nación Argentina
<b>PASO</b>	Primarias Abiertas Simultáneas Obligatorias
<b>PBI</b>	Producto Bruto Interno
<b>RRII</b>	Relaciones Internacionales
<b>TRI</b>	Teoría de las Relaciones Internacionales

## Índice de cuadros y gráficos

Cuadro 1: Cronología de una reestructuración de deuda soberana .....	21
Cuadro 2: Emisión de deuda del gobierno nacional argentino en el año 2016 (en millones de USD) .....	29
Gráfico 1: Perfil de vencimientos de la deuda pública argentina y desembolsos pendientes del FMI en los años 2019-2016 (mil. dólares ctes.) .....	33
Gráfico 2: Composición deuda bruta de la Administración Central de la Argentina a fines del 2019 .....	34
Gráfico 3: Perfiles de vencimientos pre y post canje de la deuda argentina (en millones de dólares) .....	48
Gráfico 4: Evolución de la deuda soberana libanesa entre 1970-2015 (doméstica y extranjera) .....	55
Gráfico 5: Composición de deuda pública según perfil de vencimiento y moneda .....	59
Gráfico 6: Evolución de la deuda soberana libanesa en relación a su PBI (2010-2020) .....	60

## Índice

Resumen .....	3
Introducción .....	7
1. Capítulo I: Conceptualización del fenómeno de crisis de deuda soberana .....	13
1.1 Crisis de deuda soberana .....	13
1.2 El proceso de la reestructuración de deuda soberana .....	21
1.3 Métodos o canales para conducir una operación de reestructuración .....	22
1.4 El impacto de la pandemia en las crisis de deuda soberana .....	24
1.5 A modo de recapitulación .....	26
2. Capítulo II: La crisis de deuda soberana de Argentina y su reestructuración (2020) .....	27
2.1 La estrategia de endeudamiento soberano como pilar de la política económica de la administración Macri (2016-2019).....	27
2.2 La asunción de la nueva administración en un contexto de crisis: el restablecimiento de la sostenibilidad de la deuda como objetivo de la política económica .....	35
2.3 COVID-19, reestructuración preventiva y rol del FMI (2020) .....	39
2.4 A modo de recapitulación .....	48
3. Capítulo III: Default de la deuda soberana de Líbano (2020-2023) .....	51
3.1 La deuda soberana como pilar de la política económica de la posguerra civil (2016-2019) .....	52
3.2 La asunción de nuevas (e interinas) administraciones en un contexto de crisis: el <i>default</i> como única opción posible para sortear la insostenibilidad de la deuda soberana .....	61
3.3 COVID-19, intento de reestructuración post-default y rol FMI (2020) .....	64
3.4 A modo de recapitulación .....	69
Conclusiones .....	73
Bibliografía .....	78

## Introducción

En términos de política económica, la emisión de deuda pública se considera una importante herramienta para hacer frente a necesidades financieras de los Estados. Puede ayudar a un gobierno a lidiar con *shocks* negativos, aplicar una política fiscal contracíclica y financiar excepcionalmente grandes gastos, tales como inversiones en infraestructura o proyectos de mitigación o adaptación al cambio climático tendientes a la transición energética. Sin embargo, si bien hay buenas razones para emitir deuda, también hay circunstancias que marcan reparos y/o límites para ello. En efecto, en determinadas ocasiones, los gobiernos pueden endeudarse excesivamente, lo que lleva a niveles de deuda pública que son difíciles de gestionar. Una acumulación excesiva de deuda puede ser costosa en la medida en que limita la capacidad futura para estabilizar el ciclo económico o perjudicar el crecimiento, ya sea desplazando la inversión privada o aumentando la incertidumbre sobre las tasas futuras de impuestos e inflación (Banco Mundial, 2021). Esta situación puede derivar en una crisis de deuda soberana ya que la carga financiera es tan alta para los Estados, que no están en condiciones de afrontar los compromisos que han contraído con anterioridad. Llegado este punto, sólo existen dos salidas: la declaración de cesación de pagos o la reestructuración de la deuda soberana. La primera implica declarar que no se van a pagar las obligaciones contraídas y una salida abrupta del sistema financiero internacional. La segunda, implica una renegociación con los acreedores, en donde se puedan modificar las condiciones de pago y/o tasas de interés para que el país pueda hacer frente a sus obligaciones, y demostrando así su voluntad de honrar los pagos de la deuda contraída (Roldan, 2021).

En esta tesina se propone abordar comparativamente los desarrollos de las crisis de deuda soberana de Argentina y Líbano, acontecidas ambas en el 2020. Analizar estos casos implica tener en cuenta diversas cuestiones, algunas contextuales y otras generales del proceso. La primera cuestión a considerar es contextual y tiene que ver con el desempeño de la economía mundial signado por la irrupción de la pandemia de COVID-19. La situación epidemiológica que se extendió en el mundo hizo que las resoluciones de los procesos de crisis de deuda soberana fueran aún más complejos de lo que suelen ser (Fernández Alonso, 2020c). Las limitaciones para renegociar las condiciones de una deuda soberana en un contexto de crisis sanitaria mundial está enlazado a la incertidumbre económica que plantea la misma. Una

segunda cuestión es que la ausencia de un marco regulador universal para encauzar estas crisis hacen que el proceso de reestructuración de deuda soberana implique una compleja negociación con múltiples acreedores, con diversos tipos de acreencias (bonos emitidos con diferentes vencimientos, en distintas monedas y marcos legales divergentes). Dependiendo de las características del universo de acreedores y del carácter de la reestructuración es más -o menos- probable que al momento de negociar la refinanciación surjan problemas de coordinación. Una tercera cuestión a considerar es el rol que cumplen otros actores externos en estos procesos. El FMI juega el rol de “mediador” y “veedor” en los procesos de negociación entre el deudor y el acreedor, procurando la sostenibilidad de la negociación (Guzman, 2017).

En este sentido, más allá de las profundas diferencias que puedan existir entre ambos países en términos geográficos, económicos, políticos y sociales, establecer una comparación entre ambas crisis nos permitirá responder la siguiente pregunta de investigación, ¿cuáles son las similitudes y diferencias de los procesos de crisis de deuda soberana de Argentina y el Líbano? Al responder esta pregunta general tendré presente los siguientes interrogantes: ¿Cómo influyó la crisis de COVID-19 en el desenlace de la crisis de deuda soberana? ¿De qué modo se encauzaron las negociaciones entre los gobiernos y los acreedores? ¿Cuáles son las características específicas de cada caso de crisis de deuda soberana? ¿Qué rol tuvieron las políticas económicas en la derivación de la crisis de deuda? ¿Qué presencia tuvo el FMI en estas crisis?

Tal como se adelantó líneas arriba, la investigación consignada en la presente tesina tiene como objetivo principal comparar el desarrollo de las crisis de deuda soberana de Argentina y Líbano en el 2020. En consideración de este objetivo general, se establecen una serie de objetivos específicos, a saber: 1) Describir las características específicas de cada crisis de deuda soberana en términos de niveles de endeudamiento, carácter de la reestructuración, universo acreedor y el modo en el que la pandemia afectó al curso de las negociaciones entre los gobiernos y los acreedores; 2) Analizar las estrategias de los gobiernos nacionales para afrontar la crisis de deuda, tanto hacia los acreedores como los organismos internacionales de crédito, el FMI en particular; 3) Indagar el rol del Fondo Monetario Internacional (FMI) en el curso de las crisis de deudas soberanas de Argentina y Líbano.

Esta tesina sostiene como hipótesis de trabajo que *los cursos de crisis de deuda de Argentina y Líbano en el 2020 reportaron desarrollos disímiles por la incidencia de dos factores: por una parte, el carácter de la reestructuración encauzada; por la otra el rol asumido por el Fondo Monetario Internacional.*

En lo inherente al carácter de la reestructuración se indica que si se trata de una operación *post-default*, el proceso de negociaciones es aún más complejo y difícil de abordar, y la crisis se extiende en el tiempo. Pero si es el caso de una reestructuración preventiva, las negociaciones con los acreedores son más ordenadas y fluidas.

En lo que respecta al rol del Fondo Monetario Internacional se advierte que el curso de una crisis de deuda soberana se reconoce atravesado por el soporte (rechazo a soporte) financiero de manera en momentos previos al estallido de la crisis de endeudamiento, el cual refuerza (debilita) a la posición del gobierno en el transcurso de las negociaciones con los acreedores privados, lo que incidirá en que las negociaciones se conduzcan de manera rápida (más lenta) y ordenada (desordenada).

Así pues, y en términos de hipótesis operativa se indica que, la interacción diferenciada del rol del FMI y del carácter de la reestructuración incidieron para que el curso de crisis de deuda soberana resulte en una reestructuración “exitosa” como en el caso de Argentina (2020) o una reestructuración trunca como el caso de Líbano (2020).

Si bien el primer capítulo desarrolla en detalle el marco teórico-conceptual, se considera pertinente realizar algunas consideraciones generales sobre el particular en esta introducción. En este contexto, se advierte que la investigación propuesta se inserta dentro del marco general del racionalismo como gran teoría del conocimiento en Ciencias Sociales, ya que se consideran a los actores egoístas y racionales, con conocimiento de las variables en juego dentro de la negociación y los diferentes aspectos que la componen. Se considera al Estado como un actor importante pero no el único (Lorenzini, 2019).

En términos teóricos, para el desarrollo de los objetivos (general y específicos) y la contrastación de la hipótesis, la investigación se asiste de aportes teóricos de la Economía

Política Internacional (EPI) y de las Relaciones Internacionales (RRII). Esta elección teórica supone la lectura del fenómeno de la reestructuración de la deuda soberana desde una perspectiva teórica que combina y utiliza tanto la perspectiva política como la económica (Godoy, 2019).

Concretamente, la EPI surge del presupuesto básico en el cual la economía es un escenario de pujas de poder (Tussie, 2015). A su vez, de este presupuesto se derivan dos premisas: por un lado, lo político y lo económico no pueden ser separados a la hora de analizar los fenómenos nacionales e internacionales. Por otro lado, los niveles de análisis nacional e internacional no pueden ser separados de manera tajante.

Para la EPI, las relaciones económicas internacionales nunca son puramente económicas, ya que tienen profundas implicancias para la autonomía económica y la independencia política de las naciones. Una perspectiva centrada únicamente en lo económico al analizarse un régimen internacional que regule el comercio o las finanzas internacionales la pregunta fundamental sería si el mismo es eficiente, cuando se aborda el mismo tema desde una mirada política la cuestión fundamental es quién se beneficia con ese arreglo y cómo se reparten las ganancias relativas (Godoy, 2019; Frieden y Lake, 2000).

De acuerdo con las clasificaciones tradicionales, dentro de la EPI, existen tres ramas o corrientes, a saber: la mercantilista, la liberal y la estructuralista (Gilpin, 1985). Los estudios del pensamiento liberal ponen el foco en una multiplicidad de actores más allá del Estado, a la vez que asumen que el Estado no es un actor racional unificado sino que en su interior conviven y pugan distintos actores y fuerzas. Sostienen que el sistema internacional es interdependiente, y que las relaciones no necesariamente son de suma cero, sino que de la cooperación pueden obtenerse beneficios mutuos. Desde este enfoque teórico se pregunta por el impacto de las transformaciones sistémicas al interior del Estado, o bien por cómo se realizan los procesos de toma de decisión al interior de los mismos (Zelicovich, 2017). Se entiende que esta perspectiva puede bien articularse con el enfoque de Roos (2019) quien enfatiza este proceso de tensiones en los procesos de reestructuración y propone un enfoque teórico que tenga una perspectiva de economía política crítica resaltando las diferencias de poder subyacentes entre los distintos grupos sociales y los conflictos distributivos

relacionados sobre quién toma las decisiones y quién soporta la carga del ajuste en tiempos de crisis de deuda soberana (Roos, 2019).

A la hora de hablar de deuda soberana, Arslanalp et al. (2020) dan cuenta de la gran variedad conceptual existente en torno a la misma, como si todo fuera lo mismo cuando no lo es. En esta tesina se entiende como deuda soberana al conjunto de obligaciones contraídas por el Estado nacional y sus instituciones, que tiene un país con acreedores extranjeros (Munevar, 2012). Se utilizará como sinónimos deuda soberana, deuda externa y/o deuda externa pública.

Esta tesina presenta los resultados de un estudio descriptivo el cual se desarrolló mediante una metodología preeminentemente cualitativa. Tal metodología combinó el método histórico-comparativo con el de estudio de caso. Las técnicas de recolección de datos utilizadas fueron el fichaje bibliográfico basado en la búsqueda de artículos y bibliografía vinculados al tema. Entre las técnicas de análisis que se utilizó se encuentran, por un lado, el análisis documental, es decir, el análisis de la documentación catalogada y fichada anteriormente y, por otro lado, el análisis estadístico descriptivo para dar cuenta de la evolución de ambos procesos.

Las fuentes utilizadas fueron de carácter primario como secundario. Las fuentes primarias estuvieron constituidas por documentos oficiales y estadísticos emitidos por los respectivos gobiernos, discursos oficiales emitidos por sus representantes, informes de organismos internacionales, documentos de negociación, así como también las posturas negociadoras de los actores y sus propuestas. Las fuentes secundarias se compusieron por artículos de revistas científicas, diarios y medios tanto locales como internacionales, publicaciones, capítulos de libros y libros relacionados con la temática.

Específicamente, se llevó a cabo un estudio comparativo, en donde el objetivo consistió en realizar descripciones exhaustivas de dos ejemplos de un determinado fenómeno con el fin de establecer relaciones generales y empíricas entre dos variables y de controlarlas manteniendo constantes todas las demás variables (Lijphart, 1971, citado en Della Porta, 2008). Por este motivo se utilizó el método de la comparación constante. Este método consiste en recoger, codificar y analizar datos en forma simultánea para generar teoría

(Soneira, 2006). Como el propósito de esta investigación es comprender la interacción entre los distintos componentes del fenómeno de la reestructuración y de las características importantes de este, se buscará lograr la comprensión del proceso, de la estructura y de las fuerzas impulsoras de las reestructuraciones, más que un establecimiento de relaciones de causa y efecto, por lo que el tipo de caso es intrínseco.

En relación al objetivo general (comparación sincrónica de dos casos homogéneos), la finalidad de la comparación se desprende de lo que Nohlen (2020) argumenta cuando menciona que “la función del método comparativo es heurística, en cuanto ayuda a la perspectiva de comparación a lograr un entendimiento más profundo en la complejidad del correspondiente objeto de estudio y en cuanto anima a percibir más claramente la especificidad de cada caso” (Nohlen, 2020: 45).

Los casos contemporáneos seleccionados para este estudio (República Argentina y República Libanesa) fueron elegidos por dos razones sustantivas. En primer lugar, ambas crisis se desarrollaron de manera concurrente, lo que permite comparar cómo se desarrolló el accionar de los inversores y los gobiernos en cada caso. En segundo lugar, el contexto de la irrupción de una pandemia de carácter global, le agrega un nivel de complejidad al proceso que influye de distinta forma en ambos casos.

Tras esta introducción, esta tesina se desarrolla en tres capítulos y una conclusión. En el primer capítulo se hará una conceptualización del fenómeno de las crisis de deuda soberana donde se da cuenta de los aspectos generales y específicos del mismo, aspectos que luego serán retomados para desarrollar los dos casos seleccionados en los últimos dos capítulos. En el segundo y tercer capítulo se analizará cada caso abordado por esta tesina. Así pues, en el segundo capítulo se avanza sobre el desarrollo de la crisis de deuda soberana de Argentina mientras que en el tercero, se trabaja sobre el caso libanés. Se analizará exhaustivamente cada uno teniendo en cuenta las políticas económicas que coadyuvieron al endeudamiento insostenible, para luego desarrollar los procesos de crisis de deuda soberana considerando el carácter de la reestructuración y el rol que tiene el FMI en el desarrollo de la crisis. Al cierre de la tesina, se presentan las conclusiones en donde se realiza un ejercicio de comparación destacando las similitudes y diferencias de los casos estudiados.

## **Capítulo I: Conceptualización del fenómeno de la crisis de deuda soberana y sus resoluciones**

Para emprender el estudio de las crisis de deuda soberana resulta pertinente avanzar en la configuración del marco teórico-conceptual que funcione como caja de herramientas a la hora de analizar los casos abordados en la tesina. El presente capítulo tiene como objetivo definir los conceptos básicos vinculados a una crisis de deuda soberana.

En primer lugar, se define el concepto de deuda soberana, para luego adentrarse en teorizaciones en torno a las crisis que la signan. En este marco, se repasan las modalidades o resoluciones en las que las crisis de endeudamiento soberano pueden derivar, ya sea el incumplimiento de los pagos o la reestructuración de los instrumentos afectados. En segundo lugar, se procede a explicar el proceso de reestructuración de deuda soberana en diversas aristas, a saber: problemas, actores intervinientes, cronología, métodos, entre otros. Por último, aunque no por ello menos importante, se discute sobre el impacto que tuvo la pandemia en el desarrollo de las crisis de deuda soberana.

### **1.1 Crisis de deuda soberana**

A la hora de hablar de “deuda soberana”, Arslanalp et al. (2020) dan cuenta de la gran variedad de definiciones existentes en torno a la problemática del endeudamiento de los Estados soberanos.

A los fines prácticos de esta tesina, se considera como deuda soberana al conjunto de obligaciones contraídas por un Estado nacional y sus instituciones con acreedores extranjeros. Es decir que el trabajo se enfoca en aquellos contratos de préstamo celebrados por el Estado mediante instrumentos financieros, bonos en lo principal, emitidos en distintas monedas. Estos contratos se ofrecen a través de distintos mercados que están sujetos a leyes y/o jurisdicción distintas a las locales, y sus acreedores son privados (Arslanalp et al., 2020).

En lo que respecta a la noción de crisis de deuda soberana, resultan pertinentes las formulaciones de Gallagher (2011) quien la concibe “como la situación en la que una nación

no puede (o ya no está dispuesta a) pagar su deuda” (p.3). En términos conceptuales, se identifican a los episodios de crisis de deuda soberana cuando los países incurren en “problemas agudos en la balanza de pagos” (Cantamutto, 2023).

Básicamente, la deuda pública de un país se considera sostenible si el gobierno puede cumplir con todas las obligaciones de pago actuales y futuras sin asistencia excepcional o sin caer en incumplimiento (FMI, 2020a). Los problemas de sostenibilidad se pueden abordar desde dos puntos de vista: el primero, desde la solvencia, y el segundo, desde la perspectiva de la liquidez. En el primero de los casos, se entiende que se trata de una situación en la que el incremento de la deuda de un país se produce a tasas de niveles inferiores que la de los tipos de interés reales, sobre la misma. Los indicadores utilizados para analizar desde el punto de vista de la solvencia son la deuda externa, es decir, la ratio de endeudamiento de un país respecto a su PBI, y la deuda fiscal pública (puede ser medido mediante diversos métodos, deuda pública/PBI, deuda pública/ingresos fiscales, servicio de la deuda/PIB) (Tur Juan, 2018).

Por otro lado, al analizar la sostenibilidad desde el punto de vista de la liquidez, se considera fundamental que un Estado cuente con una cantidad suficiente de activos líquidos y con la suficiente capacidad de financiación para poder afrontar la refinanciación de la deuda que vence en un periodo. Es decir, la idea de liquidez se relaciona a la refinanciación y la causa que crea esa necesidad, el déficit. El problema del déficit se suele relacionar a la gestión de la deuda, por ello este no es el punto de vista más utilizado a la hora de analizar la deuda pública, en cambio, la solvencia sí lo es (Tur Juan, 2018).

Llegado a este punto, ante un escenario de dificultades para honrar sus compromisos financieros externos, los Estados disponen de dos grandes alternativas, a saber: por un lado, cumplir con sus compromisos soberanos sin alterar las condiciones y/o términos de sus deudas; por otro lado, procurar una revisión de esas obligaciones. Cada uno de estos senderos se presenta a su vez con un *set* de opciones específicas. En lo que concierne a esta última opción, los Estados pueden reestructurar sus deudas o repudiarlas (Das et al, 2012). Entendiendo por *default* a la no efectivización del pago correspondiente por un deudor, en el caso de las deudas soberanas, serían los Estados los que llevarían a cabo este impago por

incapacidad, cambio de prioridades, desconocimiento de la deuda o por suspensión (Cantamutto, 2023).

Los eventos de *default* y las reestructuraciones de deuda están estrechamente relacionados pero, de ningún modo, no son idénticos. Un incumplimiento de la deuda soberana remite al incumplimiento por parte de los decisores político-económicos de un Estado del pago de capital o interés derivado de un compromiso financiero concreto a su debido tiempo (más allá del período de gracia). Esta circunstancia de incumplimiento puede ser parcial, cuando sólo partes de la deuda del país no están siendo pagadas. Sin embargo, un incumplimiento también puede implicar la suspensión total de todos los pagos de la deuda a los acreedores. Estos casos también se denominan moratoria de la deuda o moratoria de pago (Das et al, 2012).

Sin dejar de reconocer la pluralidad de definiciones sobre el particular, esta tesina entiende a los procesos de reestructuración de deuda “[...] un cambio en los contratos de deuda que se negocia entre los acreedores y el Estado deudor.” (Gallagher, 2011b: 2)

Dentro de las reestructuraciones de deuda, deben considerarse dos elementos principales: la reprogramación de los pagos y la reducción de la deuda. Por un lado, la reprogramación en el pago de los compromisos –tanto de capital como de interés-. En este marco, deviene importante marcar que el aplazamiento de los vencimientos de la deuda ya contraída puede ser combinado con una reducción de las tasas de interés hasta entonces vigentes. El objetivo de las reprogramaciones es aliviar la deuda a partir de un desplazamiento de los pagos contractuales hacia el futuro; por otro lado, la reducción de la deuda, definida como una reducción en el valor nominal de los instrumentos antiguos. Ambos elementos implican un *haircut*, es decir, una disminución del valor actual neto para el tenedor del instrumento (Das et al, 2012).

Tal como señalan Buchheit et al (2020), todo reajuste de deuda soberana es complejo de sobrellevar pero, si además se añade al proceso una mala renegociación de la deuda, el resultado puede derivar en un resurgimiento de la crisis, y por tanto, en la persistencia de una situación agónica por años. Las consecuencias de una reestructuración malograda pueden ser la demora en volver al normal funcionamiento de la actividad económica, el congelamiento

del acceso al mercado de capitales, la ausencia de financiamiento al comercio, una salida de capitales constante, una gran inestabilidad en el sector financiero, entre otros. A menudo son la causa o al menos van acompañadas de crisis políticas, crisis bancarias, crisis sociales y, en ocasiones, crisis humanitarias (Buchheit et al, 2020).

Siguiendo a Buchheit et al (2020) y a los fines de esta tesina, se considera que las negociaciones de reestructuración de la deuda soberana pueden verse complicadas por tres problemas fundamentales.

En primer lugar, hay que tener en consideración los factores políticos así como los discursivos, debido a que los gobiernos pueden utilizar un enfoque de confrontación con el fin de tener algunos beneficios electorales (Benassi, 2021). Esto se puede extrapolar con la estrategia discursiva del gobierno argentino en la reestructuración de la deuda soberana en el 2020 en el sentido de compartir con los acreedores el costo del ajuste.

En segundo lugar, existe una “asimetría de información” que surge cuando algunos actores del mercado cuentan con más y mejor información que otros, y ello deriva en la asignación ineficiente de los recursos en detrimento del funcionamiento óptimo de dicho mercado (Ranieri, 2015). Los deudores soberanos conocen su capacidad de pago mejor que los acreedores porque, desde una perspectiva política y económica, pueden juzgar mejor cuánto ajuste es necesario para atender las futuras obligaciones del servicio de la deuda (Buchheit et al, 2020).

En tercer lugar, existen conflictos de intereses no solo entre el Estado deudor y los acreedores colectivamente, sino también entre los acreedores. Esto es conocido el "problema de coordinación de acreedores" o el “problema de los *holdouts*”, lo que dificulta aún más la tarea del Estado para convencer una parte suficientemente grande de tenedores a que participen en un canje de deuda con pérdidas o recortes (Fang et al., 2020). Como resultado, una reestructuración de la deuda soberana puede fallar de varias maneras. Puede tardar demasiado en ejecutarse; puede que no proporcione suficiente alivio de la deuda; puede obtener un alivio de la deuda que la mayoría de los acreedores consideran excesivo y

confiscatorio; o los acreedores pueden ver la operación como innecesariamente coercitiva (Val, 2016).

En lo que respecta a los actores involucrados en una crisis de deuda soberana, Buchheit et al (2020) identifican un universo de actores cuya extensión y densidad varía de caso en caso:

- Estado deudor
- Acreedores
- Organismos multilaterales de crédito (el Fondo Monetario Internacional (FMI), en particular)
- Estados nacionales de los acreedores

En lo inherente al Estado deudor, debe comenzar por consignarse que a diferencia de lo que ocurre en los foros domésticos con deudores corporativos o individuales, no hay un régimen o código normativo internacional de “bancarrota” al cual un soberano pueda usar para reestructurar sus deudas bajo la supervisión o protección de la justicia. Por lo tanto, no existen mecanismos legales en caso de incumplimiento de las mismas (Guzman y Stiglitz, 2016). En este sentido, estos autores ilustran bien los beneficios de las leyes de quiebra a nivel doméstico (para entidades públicas o corporaciones), mientras que a nivel internacional “[...] la reestructuración de la deuda soberana presenta un proceso descentralizado basado en el mercado, donde el deudor se involucra en negociaciones intrincadas y complicadas con muchos acreedores, con diferentes intereses, a menudo en el contexto de regímenes legales nacionales en conflicto. Los resultados a menudo se determinan no sobre la base de principios, sino del poder económico” (Guzman y Stiglitz, 2016: 3).

Esto último se vincula con la cuestión de la naturaleza jurídica del contrato del instrumento de la deuda soberana. Bajo las lecturas doctrinarias mayoritarias de la teoría de la inmunidad soberana, los Estados que emiten instrumentos en plazas jurídicas extranjeras están sujetos a demandas en dichas sedes con respecto a sus actividades comerciales (Weidemaier, 2014). Según este enfoque, se impone la aplicación de un régimen especial de inmunidades en la fase de embargo y ejecución de los bienes del Estado por parte de los inversores. Esta es la diferencia esencial entre un contrato entre particulares, regido totalmente por el derecho privado, y un contrato de estas características (Ranieri, 2015).

Por otra parte, los acreedores pueden ser categorizados en tres tipos, multilateral oficial, bilateral oficial y comercial (privado). A los fines de esta tesina, en ambos casos solo tomaremos en consideración los acreedores privados externos, esto es, aquellos que cuentan entre sus activos instrumentos de deuda en moneda extranjera emitidos oportunamente por Argentina y Líbano.

El universo de acreedores privados de un Estado puede incluir un variopinto agregado de actores: desde tenedores de bonos, bancos, proveedores, inversores hasta individuos, inclusive. Siguiendo a Álvarez (2023), puede advertirse que durante los últimos años se consolidó una estructura en la que la mayoría de los tenedores de bonos de los Estados están constituidos principalmente por gestoras de inversión y fondos de pensiones, administradoras de múltiples instrumentos financieros complejos y sofisticados, como los fondos de inversión (FI).

“Estos actores operan con elevados niveles de ganancia generados por mecanismos de valorización financiera, que son la contracara de las deudas soberanas, sostenida por una AFI que incluyen instrumentos financieros, normas jurídicas, calificadoras de riesgo, lobby político, mediático y organismos multilaterales de crédito.” (Alvarez, 2023: 54)

En ambos de los casos analizados se replican la presencia de algunos fondos -*BlackRock, Fidelity, Ashmore*, entre otros- considerados los mayores gestores de activos en el mundo. Según Phillips (2018), para principios de 2017 las principales empresas de gestión de activos con más de 1 billón de dólares eran: BlackRock (EE.UU.), Vanguard Group (EE.UU.), JP Morgan Chase (EE.UU.), Allianz SE (PIMCO) (Alemania-EE.UU.), UBS (Suiza), Bank of America Merrill Lynch (EE.UU.), Barclays plc (Gran Bretaña), State Street Global Advisors (EE.UU.), Fidelity Investments (FMR) (EE.UU.), Bank of New York Mellon (EE.UU.), AXA Group (Francia), Capital Group (EE.UU.), Goldman Sachs Group (EE.UU.), Credit Suisse (Suiza), Prudential Financial (EE.UU.), Morgan Stanley y Co. (EE.UU.), Amundi/Credit Agricole (Francia).

Además, dentro del amplio género de los FI se encuentra una especie a la que a menudo se hace referencia como fondos “buitre”. La estrategia de esta clase de fondos consiste en

comprar en el mercado secundario bonos 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 la deuda, los buitres rehúsan participar (convirtiéndose este caso en *holdouts*) e inician acciones 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 (Val, 2016).

Esta estrategia ha perturbado persistentemente la resolución ordenada de las deudas soberanas, lo que ha llevado a los deudores a desarrollar técnicas para contrarrestar este accionar (Buchheit et al., 2020). De modo que nos encontramos con un reducido grupo de actores que manejan una asombrosa masa de fondos de terceros, que aplican en colocaciones financieras y productivas, en una red difícil de desenmarañar (Arelovich, 2020; Álvarez, 2023).

Asimismo, puede agregarse que los acreedores minoritarios e individuales pueden verse afectados por una crisis de deuda soberana. Los inversores minoristas suelen estar muy dispersos, son menos sofisticados que los inversores institucionales y menos capaces de soportar pérdidas financieras significativas (Buchheit et al., 2020).

El FMI también es un actor relevante en las resoluciones de crisis de deuda soberana. Debemos reconocer que la inclusión de este actor como parte de la reestructuración resulta quizás un poco controversial, ya que si bien no participa activamente en las negociaciones, si lo hace como interlocutor e intermediario de la misma debido a sus funciones de supervisión y financiación consagradas en su Convenio Constitutivo.

En relación a la función de financiación, el FMI puede otorgar financiamiento cuando un país enfrenta una crisis en su balanza de pagos con la condición de que se implemente un programa de ajuste económico con el objetivo de superar el problema de balanza de pagos, permitir la devolución de dicho financiamiento y fomentar la estabilidad global (Benassi, 2021). Sin embargo, cuando la deuda soberana es insostenible, el marco jurídico del FMI le impide a la institución proporcionar respaldo financiero a menos que el programa contemple

medidas específicas —que normalmente incluyen una reestructuración de la deuda— para abordar de manera creíble el problema de sostenibilidad de la deuda a mediano plazo (Hagan et al, 2017). Esta función de financiación resulta clave para entender el papel que cumple el FMI en las resoluciones de deuda soberana, de acuerdo a su vinculación previa en las crisis.

Si bien el conjunto de herramientas del que dispone el organismo no incluye ningún instrumento diseñado específicamente para abordar las reestructuraciones de deuda soberana, sí suele ser fundamental su intervención en lo que atañe al proceso de reestructuración por diversas cuestiones.

En primer lugar, y en relación a su rol de supervisión, si un país requiere una reestructuración de la deuda dependerá de un análisis de sostenibilidad de la deuda (ASD) que evaluará la viabilidad de las políticas de ajuste y la disponibilidad de financiamiento de todas las fuentes disponibles. Este análisis lo provee el FMI, lo cual lo transforma en un agente central en la decisión de reestructuración de deuda (Erce, 2013).

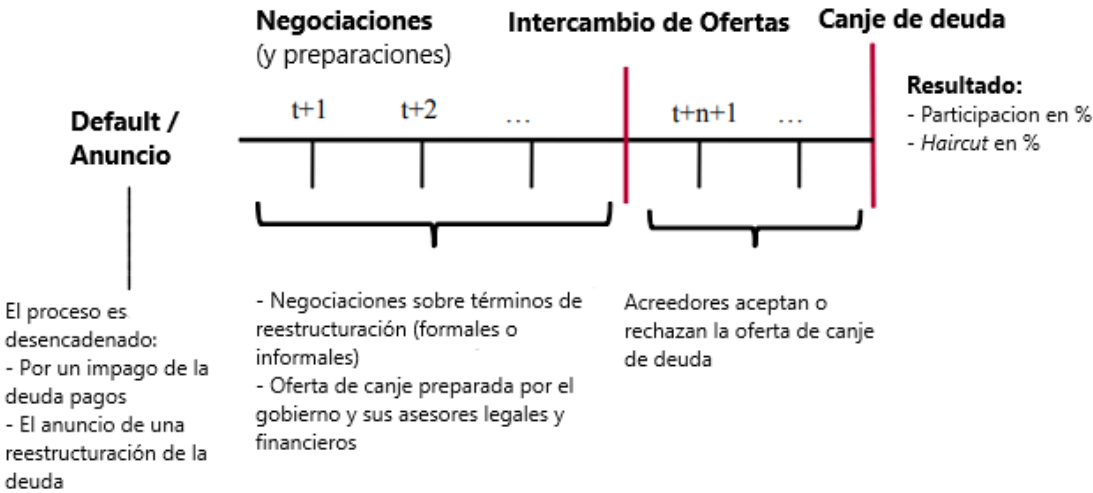
En segundo lugar, el FMI alienta a sus miembros a participar en un proceso de colaboración con sus acreedores cuando buscan una reestructuración. A su vez, en conjunto con los asesores de los deudores, a través del ASD se determina la cantidad total de alivio de deuda necesaria, lo que ayuda a resolver el problema de asimetría de información entre acreedores-deudores. Más allá de eso, el FMI deja los detalles específicos de la estrategia de reestructuración de la deuda al deudor y sus asesores legales y financieros (Erce, 2013).

La presencia de asesores financieros y legales también es necesaria para guiar al Estado deudor a través del proceso. Los asesores, junto con el FMI, determinarán la cuantía general del alivio de la deuda necesaria. Los asesores legales proporcionan información sobre posibles obstáculos legales de una reestructuración, brindan una visión general de las características legales de los bonos y pueden ser funcionales para redactar la documentación de intercambio de bonos y los términos de los nuevos bonos. Por su parte, los asesores financieros ayudan a identificar y llegar a los tenedores de bonos, al mismo tiempo que desempeñan un papel fundamental en el diseño de los términos financieros del intercambio y en el cálculo de las diferentes opciones de intercambio de bonos (Das et al, 2012)

**1.2 El proceso de reestructuración de deuda soberana**

Para empezar, conviene reparar que un episodio de reestructuración se inicia tras el incumplimiento en los pagos de la deuda o el anuncio de una reestructuración de la deuda. A partir de ese momento, el gobierno del Estado devenido en crisis buscará iniciar las negociaciones con sus acreedores, ya sea de forma bilateral o con la ayuda de asesores. El propósito clave de las renegociaciones de la deuda es acordar los términos de un canje de deuda que proporcione algún tipo de alivio de la deuda y resuelva la situación de dificultad (Das et al., 2012). En este sentido, el Cuadro 1 resulta ilustrativo para comprender de manera general la línea de tiempo de la reestructuración desde el inicio hasta el final.

**Cuadro 1: Cronología de una reestructuración de deuda soberana**



Fuente: Das et al. (2012)

La fase de negociación o “preparación” puede llevar meses o incluso años y suele ir acompañada de un programa de ajuste macroeconómico y una evaluación de la situación financiera del país. Al momento de redactar esta tesina, en el caso de Líbano, cuyo proceso de reestructuración quedó trunca, aún se hallaba en esta primera fase. El deudor debe ser capaz de verificar sus reclamos de deuda totales, comprendiendo las características de los préstamos, bonos y otros instrumentos de deuda pendientes del gobierno, incluidas sus características legales y financieras. Es fundamental esta verificación ya que permite a los países sentar las bases para realizar el ASD -ejecutado por el FMI-, que suministra indicaciones

sobre la brecha financiera, el esfuerzo de ajuste macroeconómico y el nivel de alivio de deuda requerido. Con estos elementos, los gobiernos realizan la propuesta de reestructuración final (Das et al., 2012; Benassi, 2021).

Los tenedores de bonos suelen coordinar su accionar a través de la organización de comités representativos que cuenten además con asesores financieros y legales para las negociaciones y la elaboración de propuestas propias, lo que favorece el abordaje del problema de coordinación de acreedores (Nemiña y Val, 2020).

Las decisiones tomadas por el comité, deben ser aceptadas por todos los miembros que forman parte de dicho comité y por los acreedores que representan. A su vez, los comités pueden reducir la flexibilidad del deudor para tratar con acreedores heterogéneos. A través de su accionar, pueden influenciar el poder de negociación de los acreedores colectivamente, ya que negociar a través de un comité otorga la posibilidad de que los acreedores hagan contraofertas, una opción que no está disponible para los acreedores como grupo no coordinado (Buchheit et al., 2020). En el caso argentino, la constitución de diversos comités de acreedores facilitó la cooperación y articulación hacia la constitución de un frente unificado, mejorando la posición negociadora del conjunto.

### **1.3 Métodos o canales para conducir una operación de reestructuración**

Con respecto a los métodos para lograr una reestructuración, un gobierno tiene tres herramientas principales en el momento de la reestructuración, a saber:

- trasladar las fechas de vencimiento de los montos de capital o intereses que vencen en virtud de las deudas afectadas e introducir períodos de gracia,
- reducir el monto principal de la deuda (en la jerga, un “recorte de capital”), y
- reducir la tasa de interés de la deuda (en el caso de deuda de bonos, un “ajuste de cupón”) (Buchheit et al, 2020).

Es posible, por supuesto, mezclar y combinar estas técnicas (por ejemplo, una extensión de vencimiento con un ajuste de cupón) y esta es, de hecho, la norma en la mayoría de los paquetes de reestructuración de deuda soberana.

Además, para lograr una alta tasa de participación de los tenedores de bonos el soberano puede utilizar diversos métodos y técnicas, algunas más “coercitivas” y otras más “cooperativas” (Das et al, 2012; Buchheit, 2020).

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

Las herramientas coercitivas hacen referencia a la intención del Estado deudor de presionar y persuadir a los acreedores a unirse a un acuerdo. Por lo general, estas herramientas están diseñadas para resolver problemas de acción colectiva, que surgen cuando la mayoría de los acreedores aceptan la oferta, pero algunos de ellos se resisten a aceptarla. Este problema puede ser significativo, ya que el pago a acreedores pendientes de aceptación, puede reducir los recursos disponibles del soberano para pagarle a los acreedores reestructurados (Benassi, 2021).

La herramienta más común de estas características con la que cuentan los deudores es el uso de cláusulas de acción colectiva (CACs). Las CACs son "disposiciones contractuales que permiten que una mayoría o una gran mayoría de tenedores de un instrumento de deuda con múltiples acreedores, tomen decisiones que obliguen a todos los tenedores del instrumento" (Buchheit y Gulati, 2020: 2). Este instrumento especifica cómo están representados los acreedores en la negociación, define procedimientos de votación mayoritaria para modificar los términos financieros de los instrumentos pendientes y puede limitar el incentivo de los acreedores para iniciar un litigio contra el deudor (Das et al, 2012).

Sin embargo, la presencia de estas cláusulas por sí solas no garantizan una reestructuración de deuda sin problemas. Las disposiciones contractuales detalladas y otras características legales y no legales, también son importantes (Delich, 2016).

El trabajo del Estado deudor es, por lo tanto, emplear una combinación de estas técnicas para reducir el tamaño de cualquier conjunto de acreedores reticentes en una reestructuración de la deuda y neutralizar, en la medida de lo posible, el alcance de cualquier problema posterior al cierre (Buchheit et al., 2020).

#### **1.4 El impacto de la pandemia en las crisis de deuda soberana**

Cabe destacar que la irrupción de la pandemia de COVID-19 se hace en un contexto de alto endeudamiento soberano en el mundo. Desde 2008, debido a la política de bajas tasas de interés de los países centrales, la deuda mundial creció un 58 por ciento. A fines de 2020, la deuda mundial alcanzó los 281 billones de dólares, equivalentes al 355 por ciento del PBI mundial (IIF, 2021). Específicamente en el caso de los países periféricos, la relación deuda externa/PBI en el 2019 ya era el doble con respecto a una década antes, lo que impactó en un severo aumento del peso del pago de la deuda tanto en el gasto público como en las exportaciones (UNCTAD, 2020).

Al momento de la irrupción de la pandemia, el *staff* del FMI informó que las condiciones económicas estaban empeorando rápidamente, y las condiciones financieras se volvían altamente volátiles, lo que incrementó enormemente la incertidumbre sobre el marco macroeconómico, con implicaciones potenciales para la evaluación del staff sobre la sostenibilidad de la deuda (FMI, 2020b).

Con la pandemia como telón de fondo, las políticas para gestionar el COVID-19 a través de cuarentenas estrictas en la mayoría de los países generó una “incertidumbre excepcional”. En este contexto, los países de la periferia enfrentaron dificultades para mejorar la recaudación y para emitir moneda propia para financiarse, lo que hizo que sus paquetes de estímulo dependieran centralmente del crédito que pudieran captar (Bohoslavsky et al, 2023). El estallido de la crisis vinculada a la pandemia puso rápidamente sobre la agenda la posibilidad

de cesaciones de pagos generalizadas, ante lo cual el FMI, el Banco Mundial y el G20 actuaron proponiendo limitadas alternativas (Cantamutto y Castiglioni, 2021).

Referenciando a Fernandez Alonso (2020a), podemos mencionar dos impactos principales de la pandemia en la temática de la deuda soberana. En primer lugar, la pandemia impactó en el aumento considerable de la deuda soberana para hacer frente a las necesidades de financiamiento para paliar las “urgencias socio-sanitarias acarreadas por la pandemia como asimismo financiar grandes paquetes de estímulo en el marco del colapso económico mundial” (Fernandez Alonso, 2020a: 50). En segundo lugar, la espiralización de este proceso de endeudamiento también hubo países -emergentes y en desarrollo principalmente- que derivaron en una crisis de deuda soberana como el caso argentino y el caso libanés.

“Concretamente, el sendero marcadamente negativo para el grueso de dichos países se inició durante los primeros meses de 2018, cuando los decisores de la Reserva Federal de EE.UU. resolvieron poner fin a la política de expansión cuantitativa aumentando las tasas de interés de referencia, lo que implicó una reversión en los flujos de capital desde los países periféricos hacia los países centrales en un proceso conocido como *fly to quality*” (Fernandez Alonso, 2020a: 51).

En definitiva, se destaca que la mayor vulnerabilidad frente a la deuda soberana es que genera problemas fiscales y macroeconómicos, maximizando el poder e influencia de los acreedores, lo que condiciona la forma en la que los países salen de la crisis pandémica y la crisis de deuda.

Como se analiza en el caso argentino y el libanes, el peso de la deuda sobre las economías y el riesgo potencial que involucra es una realidad compartida por la mayor parte del Sur global (Bohoslavsky et al, 2023). La mayoría de los procesos de crisis de deuda soberana terminan derivando en procesos de reestructuración debido a la imposibilidad de honrar las deudas en un momento de acuciante necesidad de margen fiscal para afrontar los gastos extraordinarios generados por la pandemia. Sin embargo, también la reestructuración se ve restringida por el escenario de incertidumbre económica que se suma a la ausencia de un régimen internacional para la resolución de crisis de deuda soberana (Val, 2023). Ante este escenario, los Estados en crisis se ven presionados por los grandes fondos de inversión, quienes ostentan mayores

incentivos para rechazar y/o obstruir todo proceso de reestructuración (Fernandez Alonso, 2020a).

### **1.5 A modo de recapitulación**

En este capítulo se abordó las cuestiones generales que atañen al endeudamiento soberano con la configuración de un marco conceptual pertinente cuyo fin es el enriquecimiento de la descripción de los casos a tratar y una comprensión más profunda de los mismos.

Se pudo verificar de manera escalonada el tratamiento adecuado del concepto de deuda soberana y/o externa, entendiendo a los fines prácticos de esta tesina el endeudamiento de un Estado con acreedores externos con tipos de monedas distintas a la nacional. Luego nos adentramos al concepto de crisis de deuda soberana y sus distintas ramificaciones con el repudio/cesación de los pagos o la reestructuración preventiva de la deuda.

Ante un escenario de dificultades para honrar sus compromisos financieros externos, los Estados disponen de dos grandes alternativas, a saber: por un lado, cumplir con sus compromisos soberanos sin alterar las condiciones y/o términos de sus deudas; por otro lado, procurar una revisión de esas obligaciones. En lo que concierne a esta última opción, los Estados pueden reestructurar sus deudas o repudiarlas. Estos escenarios se desarrollaron considerando los distintos actores implicados y luego se pasó a detallar cada uno de los vericuetos que forman parte de este proceso con el objetivo de facilitar la comprensión de los elementos tratados en los siguientes capítulos.

## **Capítulo II: La crisis de deuda soberana de Argentina y su reestructuración (2020)**

En este capítulo se despliega el análisis del desarrollo de la crisis de deuda soberana argentina y su reestructuración en el contexto de la pandemia de COVID-19. Específicamente, se describen las características particulares de la crisis de deuda soberana considerando, carácter de la reestructuración, niveles de deuda, universo acreedor y cómo la pandemia afectó al curso de las negociaciones. Del mismo modo, y en consideración del tercer objetivo específico también se indaga en el rol del Fondo Monetario Internacional en el curso de la crisis.

En ánimo de facilitar la lectura, el capítulo adopta una lógica longitudinal. En función de ello, se repasa, en primer término, el proceso de espiralización de deuda externa de la administración Macri con el fin de comprender las condiciones macroeconómicas que llevaron a la insostenibilidad de la deuda. En segundo lugar, se analiza el proceso de reestructuración de deuda de la administración de Alberto Fernández, haciendo un breve repaso del contexto macroeconómico en el que asumió y se identifican los objetivos iniciales de la política económica de la gestión. Seguidamente, se aborda el proceso de reestructuración de la deuda consustanciado durante este gobierno, el cual reportó un carácter preventivo. En este marco, el capítulo revisa las iniciativas iniciales en pos de estrechar las conversaciones con los acreedores -febrero del 2020- hasta el canje de los instrumentos de deuda soberana argentina con jurisdicción extranjera en septiembre del 2020, considerado formalmente como el cierre de la reestructuración.

### **2.1 La estrategia de endeudamiento soberano como pilar de la política económica de la administración Macri (2016-2019)**

Con la llegada de Mauricio Macri y su coalición Cambiemos<sup>1</sup> a la presidencia de la Nación, en diciembre de 2015, se inauguró un ciclo de nuevas políticas económicas orientado a sortear

---

<sup>1</sup> Cambiemos fue una coalición política nacional de centro-derecha inscrita en 2015 para competir en las elecciones nacionales que se realizaron ese año, a partir del acuerdo establecido entre la Coalición Cívica ARI, Propuesta Republicana (PRO), la Unión Cívica Radical y otras fuerzas políticas minoritarias (Vommaro, 2019).

los desequilibrios macroeconómicos y el marco institucional debilitado heredados de la precedente administración de Cristina Fernández de Kirchner (Benassi, 2021).

Desde la campaña presidencial, el mandatario y su equipo de gobierno plantearon la necesidad de revertir el ciclo de deterioro económico iniciado años atrás. En este respecto, recordamos que desde 2011 el país había reportado, año tras año, un aumento del déficit fiscal hasta alcanzar un desequilibrio de 5 por ciento del PBI en 2015. Con el objetivo de financiar dichos déficits, el gobierno de Fenandez de Kirchner había aplicado de manera generalizada una política de controles cambiarios y de precios, los cuales no pudieron contener las presiones inflacionarias ni revertir los bajos niveles de inversión y la pérdida de de reservas internacionales (Nemiña y Val, 2020).

El subsidio al consumo de servicios públicos, que en 2015 llegó a representar el 3,8 por ciento del PBI, explicaba prácticamente la totalidad del déficit fiscal (4,3 por ciento del PIB), financiado principalmente por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) ante el cierre de los mercados internacionales (CEPAL, 2016).

Con este panorama, la administración Macri planteó realizar una transformación sistémica de la economía, lo que implicó un punto de inflexión en materia de política económica. Los nuevos objetivos de política económica buscaban resolver todas las distorsiones macro y microeconómicas generadas por la administración Kirchner (FMI, 2018).

En primer lugar, el gobierno de Cambiemos se propuso solucionar el problema de la iliquidez de divisas mediante la apertura económica, la desregulación del mercado cambiario y la eliminación del cepo a la compra-venta de divisas, lo que implicó una fuerte devaluación del peso respecto del dólar (un 40 por ciento en una jornada). También se resolvió el arreglo final del litigio con los *holdouts* para cerrar el stock remanente de la deuda en default con el objetivo de ingresar al mercado internacional de capitales. En segundo lugar, con el fin de fomentar las exportaciones, se eliminaron los derechos de exportación (excepto para la soja) y los cupos de exportación que afectan a algunos productos agropecuarios. Por último, para disminuir la inflación se anunció una reducción de subsidios, moderación del déficit fiscal y

emisión monetaria igual a cero para el año 2019, con un fuerte acotamiento al financiamiento del BCRA al Tesoro (Buchieri y Mancha, 2019).

De estos objetivos de política económica, dos fueron cruciales en la reinserción financiera internacional de Argentina: la resolución del conflicto con los *holdouts*<sup>2</sup> y la eliminación de los controles cambiarios. Estos dos hechos habilitaron un acelerado ciclo de endeudamiento externo en el cual la deuda pública y privada se incrementó en un 260 por ciento y 130 por ciento. Además de crecer, la deuda empeoró su composición, pues se incrementó la proporción de títulos en moneda extranjera al tiempo que disminuyó la vida promedio de los créditos (Nemiña y Val, 2020: 6)

Para no pocos analistas, estas resoluciones operaron como catalizadores para la apertura de un nuevo ciclo de endeudamiento. El total de la deuda emitida por el gobierno central desde la asunción de la nueva administración en diciembre de 2015 hasta mediados de 2016 puede ser observado en el siguiente cuadro (Calzada y Ferrer, 2016).

**Cuadro 2: Emisión de deuda del gobierno nacional en el año 2016 (en millones de USD)**

	Pago a Holdouts	Canje Letras del BCRA	Letras del Tesoro	Recompr a Cupón PBI	Renta Variable y CER	Total
	En dólares			En pesos		
Emisión de deuda	16.500	13.699	5.976	2.750	4.627	43.552

Fuente: Reuters (2016) citado en Calzada y Ferrer (2016: 2)<sup>3</sup>

En materia de política exterior, la administración Macri reformuló los principios esbozados a lo largo de los años kirchneristas. La política exterior de las administraciones de Kirchner y Fernández de Kirchner fue una política exterior basada en la inserción latinoamericana con énfasis en Sudamérica, en posturas multilaterales revisionistas, en la articulación de la gestión

<sup>2</sup> Los holdouts fueron aquella porción de acreedores privados -el 7 por ciento aproximadamente- que no aceptaron ingresar a los canjes de deuda de 2005 y 2010. Esta porción de acreedores inició una demanda contra la Argentina en los juzgados de Nueva York. La causa fue llevada por el juez Thomas P. Griesa quien en 2012 emitió un fallo a favor de los fondos buitres y ordenó que Argentina debía pagar la totalidad de lo reclamado.

<sup>3</sup> Recuperado de <https://www.bcr.com.ar/es/print/pdf/node/71761>

externa teniendo en consideración las necesidades de desarrollo nacional, y en la búsqueda de autonomía con respecto a las grandes potencias (Mazina y González Cambel, 2018). Por su parte, el gobierno de Macri, partió de una concepción diferente del desarrollo nacional y del plano internacional, con una perspectiva positiva acerca de la globalización. En este contexto, la inserción latinoamericana cobró una nueva significación al identificársela como un catalizador necesario para una inserción globalista. En breve, el espacio regional se visualizó como plataforma para integrar al país al mercado global.

El MERCOSUR fue el mejor ejemplo en el cual se plasma esta nueva concepción, ya que se intentó reconfigurar el proceso de integración como un modelo de inserción internacional centrado en las agendas económicas y comerciales. También, se buscó mantener un vínculo estrecho con Estados Unidos y con la Unión Europea, y mantener la relación con Rusia y China, pero revisando los acuerdos establecidos en etapas anteriores (Bezus, 2022).

Más allá de las expectativas del gobierno de Cambiemos, lo cierto es que el plano internacional no se correspondió con aquellos diagnósticos iniciales. Ya en el 2017 la escalada en el conflicto comercial y tecnológico entre Estados Unidos y China acrecentó la incertidumbre económica y generó una caída en la liquidez global (Frenkel, 2016). Otra de las dificultades que se le presentó a la administración Macri fue el anuncio de varios aumentos en las tasas de interés de la Reserva Federal (*Fed*, por su acrónimo). Este incremento situó a la tasa de interés en el rango de 2,25 y 2,5 por ciento, mientras que al inicio del gobierno era de 0,25 por ciento. Esto implicó un aumento en el costo de financiamiento, y, por lo tanto, empeoró la sostenibilidad de la estrategia basada en endeudamiento externo, debido a la carga creciente en los pagos de intereses (Sturzenegger, 2019).

Mientras tanto, a nivel interno, entre 2016 y 2017, el déficit fiscal continuó aumentando como consecuencia de la reducción de los ingresos públicos por la menor presión tributaria y la caída del nivel de actividad. El principal medio de financiación del déficit fiscal fue a través de la emisión de deuda en moneda extranjera. Además, el gobierno buscó contener el mismo mediante la reducción de los subsidios a las tarifas de los servicios públicos, pero su impacto en los precios al consumidor contribuyó a acelerar la inflación. La creciente inflación, sumado a los ingresos de divisas de la deuda asociada al financiamiento público y las altas tasas de

interés, terminó impactando en la apreciación del tipo de cambio, impactando de manera negativa en la industria manufacturera (CEPAL, 2017).

La combinación de todas estas variables -domésticas e internacionales- terminaron derivando en la corrida cambiaria de 2018 que Nemiña y Val (2020: 6) resumen del siguiente modo:

“En el plano local, el creciente déficit de cuenta corriente y la persistencia del déficit fiscal —influido por la disminución de impuestos progresivos como el de los bienes personales y las retenciones—, en un contexto de apreciación real del tipo de cambio, disparó una corrida cambiaria que generó una depreciación considerable del tipo de cambio. A la salida de capitales externos de portafolio se sumó el aumento del ritmo de dolarización de excedentes por parte de los actores económicos locales. Argentina pasó sin solución de continuidad de estrella a paria de los mercados internacionales de capital.”

Con este telón de fondo y en busca de agenciar confianza en los inversores, el gobierno argentino suscribió un Acuerdo *Stand-By* de tres años con el FMI por 50 millones de dólares (FMI, 2018b). Este acuerdo fue presentado como inédito por la magnitud de la cifra prestada, que lo convirtió en el préstamo más grande de la historia del organismo internacional (Buchieri y Mancha, 2019; CEPAL, 2021).

Siguiendo a Benassi (2021), notamos que la implementación del programa logró cierto impacto positivo en la macroeconomía, ya que permitió refinanciar la mayor parte de la deuda, así como el déficit fiscal y, a su vez, implicó ajustar la cuenta corriente. Entre las metas cuantitativas asumidas con el organismo, el gobierno se comprometía a eliminar el déficit fiscal primario para el año 2019, la reducción de este a casi 2,4 por ciento del PIB y del déficit de cuenta corriente hasta cerca del 5,4 por ciento, ambos para el propio año 2018 (Buchieri y Mancha, 2019).

En la primera revisión, el FMI demandó profundizar el ritmo de ajuste fiscal aunque agregó 7.000 millones de dólares de financiamiento, y adelantó el cronograma de desembolsos para cubrir la mayor parte de las obligaciones externas hasta el final de 2019, cuando Macri debía revalidar su mandato en las urnas. Esto generó que más de tres cuartas partes del

financiamiento contemplado para un programa trianual fuera desembolsado de manera inédita durante el primer año de acuerdo, con la consecuente sobrecarga de vencimientos en 2022 y 2023 (Nemiña y Val, 2020).

Sin embargo, como alertó la CEPAL (2019), como “resultado de las emisiones de deuda y de los primeros desembolsos del crédito del FMI, pero fundamentalmente por el efecto valuación de la suba del tipo de cambio nominal sobre los pasivos denominados en moneda extranjera, la deuda pública bruta de la administración central pasó del 56,6 por ciento del PBI en 2017 al 86 por ciento del PBI en 2018, lo que afectó la prima de riesgo país, que aumentó de 351 a 817 puntos básicos entre fines de 2017 y fines de 2018” (CEPAL, 2019: 1).

Si bien, en términos sustantivos, el acuerdo se ajustó al tradicional programa de estabilización vía ajuste fiscal, política monetaria contractiva y depreciación del tipo de cambio, también mostró ciertas novedades que marcan un contrapunto con los acuerdos típicos del organismo. En primer lugar, se incluyó un piso de gasto en asistencia social como condicionalidad. Aunque es un remiendo al problema estructural de la pobreza, contribuyó a que el rápido ajuste fiscal no derive en estallidos sociales masivos. En segundo lugar, aggiornato al clima de la época, el programa demostró intenciones, aunque algo ambiguas, de promover la igualdad de género a través de la política impositiva y laboral. En tercer y último lugar, el acuerdo fue relativamente poco exigente en las reformas estructurales; esto refleja la simplificación de la política de condicionalidades estructurales del FMI, pero también el guiño político de parte de Washington para evitarle a la administración medidas impopulares que erosionen sus oportunidades electorales (Nemiña y Val, 2020; FMI, 2018).

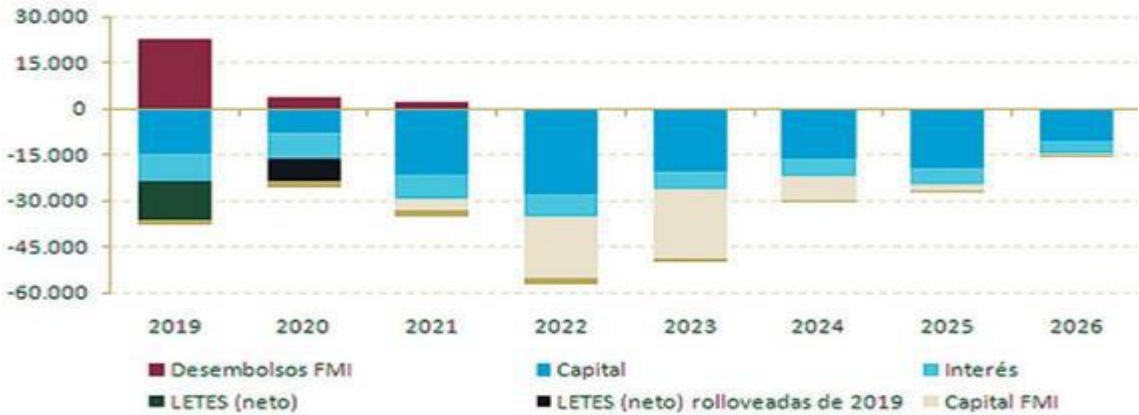
Finalmente, el programa logró ajustar la cuenta corriente, pero a costa de un desplome de las importaciones debido al enfriamiento de la actividad. El resultado de la combinación de devaluación, caída del salario real y alta tasa de interés fue una profunda recesión. Además de este escenario de crisis recesiva, un conjunto de factores negativos coincidieron, dejando al país en una posición crítica: un elevado nivel de deuda que agravaba la sostenibilidad de la misma (que alcanzó el 89,4 por ciento del PIB), el persistente déficit externo (la suma del déficit la cuenta corriente y los egresos del capital del sector privado alcanzó el 8,3 por ciento del PIB), la falta de acceso a los mercados de capital internacionales, la caída de las reservas

del banco central y la decisión del FMI de suspender el sexto desembolso previsto en su programa de crédito (CEPAL, 2020).

El resultado de las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas Obligatorias (PASO) en agosto de 2019 dio una clara victoria de la oposición, lo que significó un duro golpe para el gobierno de Cambiemos. Este suceso tuvo como correlación un aumento de la incertidumbre, la depreciación del peso y el incremento de la inflación (Benassi, 2021). Esto terminó obligando al gobierno de Cambiemos a restaurar los controles de capital, a extender los plazos de vencimiento de la deuda de corto plazo (reperfilamiento) y a comprometerse a enviar al Congreso una propuesta de canje para el resto de la deuda pública con privados (CEPAL, 2020). Tal proceso de reestructuración, menguado en el discurso del oficialismo bajo la categoría de “reperfilamiento”, implicó el reconocimiento de las dificultades del Estado argentino para honrar sus compromisos soberanos. De este modo, el gobierno erigido sobre base de la idea-fuerza de cambio acabó generando una nueva crisis de deuda soberana (Fernández Alonso, 2020c)

Como podemos observar en el gráfico 1, los mayores desembolsos del FMI fueron en los años 2018 y 2019, pero el mayor vencimiento de la deuda pública es *a posteriori* del 2020. Del mismo modo, en el gráfico puede vislumbrarse el cúmulo de compromisos financieros que el país debía cubrir para los años siguientes (Bucher y Mancha, 2019).

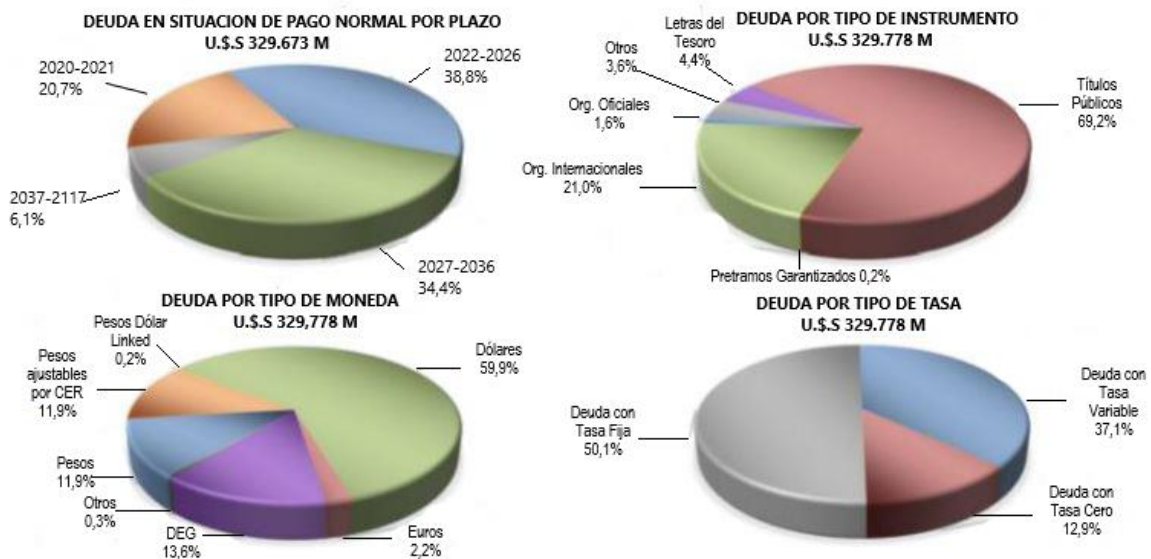
**Gráfico 1: Perfil de vencimientos de la deuda pública y desembolsos pendientes del FMI en los años 2019-2026 (mil. dólares ctes.)**



Fuente: Observatorio de la Deuda Externa (2018), citado en Bucheri y Mancha Navarro (2019: 15)

En la siguiente ilustración, por su parte, puede advertirse la composición de la deuda al momento del traspaso del mando de la Administración Macri a la administración Fernández.

**Gráfico 2: Composición deuda bruta de la Administración Central a fines del 2019**



Fuente: Ministerio de Economía (2019) citado en Benassi (2021: 174)

Tal como puede observarse, el perfil de vencimientos de deuda para el período 2022-2026 resultaba harto desafiante, al deber hacerse frente a montos correspondientes al 38,8 por ciento de la deuda. Luego, en el plazo 2027-2036 constituyendo el 34,4 por ciento de la deuda. Mientras que en el período 2020-2021, contemporáneo a la administración Fernández, el porcentaje de la deuda era de 20,7 por ciento. Finalmente, para el plazo 2037-2117 la deuda representaba un 6 por ciento.

Respecto al tipo de instrumento, el 69,2 por ciento correspondía a Títulos Públicos, el 21 por ciento era deuda con Organismos Internacionales, mientras que el 4,4 por ciento se trataba de Letras del Tesoro.

Si se divide la deuda en cuanto al tipo de moneda, se observa que la misma representaba 59,9 por ciento en dólares, 13,6 por ciento en Derechos Especiales de Giro (DEG), 11,9 por ciento en pesos, 11,9 por ciento en pesos ajustables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), 0,3 por ciento en otras monedas y 0,2 por ciento en pesos dólar linked.

Finalmente, la deuda se encontraba emitida en un 50,1 por ciento a tasa fija, en un 37,1 por ciento a tasa variable y el 12,9 por ciento se halla con tasa cero.

De manera muy clara, los datos evidencian un mayor porcentaje de instrumentos nominados en monedas extranjeras y emitidos en plaza internacionales, así como unos perfiles de vencimientos apremiantes para la administración entrante. Esto permite concluir que el cambio en la estrategia de inserción financiera internacional del país y la gestión de la deuda soberana impulsada por la administración de Macri y su alianza Cambiemos terminó en fracaso. La gestión no sólo generó un nuevo evento de crisis de endeudamiento soberano, sino que terminó reportando un deterioro sustantivo en todos los indicadores inherentes a los compromisos financieros del país (Fernández Alonso, 2020c).

## **2.2 La asunción de la nueva administración en un contexto de crisis: el restablecimiento de la sostenibilidad de la deuda como objetivo de la política económica**

Las elecciones ganadas por la oposición peronista inauguró un ciclo de nuevas políticas económicas en un grave contexto de crisis. Desde la campaña electoral, el Frente de Todos<sup>4</sup> resaltó la importancia de restablecer la sostenibilidad de la deuda estableciendo un paralelismo con la política de desendeudamiento que emprendió el Kirchnerismo a partir de las reestructuraciones del 2005 y 2010. La prioridad de este tema en la agenda económica se visualizó rápidamente con la designación de Martín Guzmán -un economista con formación

---

<sup>4</sup> Coalición peronista formada en 2019 de cara a las elecciones presidenciales de ese mismo. La coalición tuvo su eje en la convergencia de cuatro grandes sectores políticos: el Partido Justicialista, el de mayor cantidad de afiliados del país, los sectores peronistas y no peronistas que conforman el kirchnerismo, una variante liderada por la expresidenta Cristina Fernández de Kirchner, la mayoría de los gobernadores peronistas y el Frente Renovador, liderado por Sergio Massa (Montal y Vazquez, 2021)

académica en reestructuraciones de deuda soberana- como Ministro de Economía (Roldan, 2021).

Nemiña y Val (2020) sostienen que esta designación fue un indicador, no sólo de la importancia dada a la crisis de endeudamiento, sino también de la orientación que tendría el gobierno para darle solución, centrada en la búsqueda de la sostenibilidad.

Como veníamos comentando en el apartado anterior, en el 2019, las políticas fiscal y monetaria fueron contractivas debido a que la política económica buscaba estabilizar los mercados financieros y cumplir con el acuerdo con el FMI. Ya desde los inicios del 2020, con el peronismo gobernando, la política económica tuvo un punto de inflexión ya que las políticas fiscal, monetaria y cambiaria tuvieron por objeto asistir a los sectores sociales y productivos más afectados por la crisis, avanzar en la reestructuración de la deuda pública y sostener la estabilidad cambiaria (CEPAL, 2020).

En términos monetarios, en febrero del 2020 el Informe trimestral del Banco Central de la República Argentina (BCRA) (2020) dio cuenta del fracaso de la política monetaria del gobierno anterior, que finalizó el 2019 con una inflación del 53,8 por ciento. En este sentido, el Banco Central (2020) propuso un enfoque integral de prudencia monetaria y fiscal con acuerdos de precios y salarios así como regulaciones cambiarias para atacar el problema de la inflación. Estas disposiciones junto al impacto de la pandemia propició que la inflación tuviera una tendencia descendente en los primeros ocho meses de 2020, ubicándose en el 2,2 por ciento mensual en promedio (29,6 por ciento anualizado). Este comportamiento estuvo asociado al congelamiento de las tarifas de los servicios públicos, al menor ritmo de incremento del tipo de cambio oficial y a la contracción de la actividad económica (CEPAL, 2020).

En el primer semestre del 2020, el BCRA dispuso que la tasa de interés nominal anual de política monetaria se redujera de un 55 por ciento a un 38 por ciento, con el objetivo de aliviar las restricciones del acceso al financiamiento en el marco de la crisis económica (CEPAL, 2020). Esta baja de la tasa nominal implicó una reducción de la tasa de interés real desde los niveles máximos de los últimos meses, los más elevados desde la crisis de 2001-2002, hasta volver a

los niveles previos a la corrida cambiaria de 2018 que derivó en el acuerdo *stand-by* con el FMI (Banco Central, 2020).

A partir de la implementación de las nuevas regulaciones cambiarias, el Banco Central realizó compras de divisas en el mercado cambiario, permitiendo acumular las reservas internacionales necesarias para administrar la política cambiaria y que el Tesoro pueda seguir atendiendo sus obligaciones en moneda extranjera. Luego de una caída de 34.375 millones de dólares desde su máximo nivel del 9 de abril de 2019 hasta el 7 de noviembre, las reservas internacionales crecieron 2.281 millones de dólares desde entonces, con el Banco Central realizando compras netas en el mercado de cambios por 3.834 millones de dólares en ese lapso. Así, las reservas internacionales alcanzaron a 45.387 millones de dólares en enero del 2020 (Banco Central, 2020).

El anuncio de la cuarentena en marzo de 2020 como respuesta a la crisis sanitaria ocasionada por la irrupción del COVID-19 empeoró aún más la situación del gobierno para honrar sus compromisos financieros. Con un panorama ya de por sí complejo por la enorme carga de la deuda pública -81 por ciento del PBI- y los problemas macroeconómicos heredados recesión económica, reservas internacionales magras producto de la salida de capitales y un tipo de cambio devaluado-, el gobierno del Frente de Todxs comenzó a bosquejar un esquema para las negociaciones con los acreedores.

Para abordar el proceso de reestructuración de la deuda, el gobierno estableció un esquema de cuatro etapas progresivas y consecutivas: en primer lugar, se negociaría con los acreedores de bonos bajo legislación extranjera, para luego replicarlo a los acreedores de bonos regidos por la ley local, en una tercera etapa la negociación con el FMI y, por último, con el Club de París (Nemiña y Val, 2020).

Para llevar adelante esta hoja de ruta, se estableció un cronograma de negociación que cerrase la operatoria para finales de marzo, por lo que se buscó realizar un canje preventivo para evitar la cesación de pagos formal y sus costos. Se decidió avanzar por tramos diferenciados, postergando hasta fin de año el pago de intereses y capital de los bonos bajo ley argentina para centrarse en la negociación de los nuevos términos de los títulos bajo ley

extranjera (Benassi, 2021). Al entender de los decisores del gobierno, era imperioso evitar la cesación de pagos a través de un canje preventivo. Una reestructuración de corte preventivo denotaría la voluntad del gobierno de negociar con los acreedores y de alejar la posibilidad de incurrir en una cesación de pagos.

Conforme el análisis de Nemiña y Val (2020), este esquema respondió a la necesidad de no replicar lo sucedido en los canjes de deuda de 2005 y 2010, en el que una fracción de los acreedores, los denominados *holdouts*, socavaron los canjes por el juicio iniciado por NML Capital en Nueva York en torno a la cláusula *pari passu*<sup>5</sup>.

Los decisores político-económicos del gobierno designaron asesores financieros y legales para apoyar la operación de deuda. Al mismo tiempo, el gobierno solicitó al personal del FMI una nota técnica para brindar su opinión sobre el nivel de alivio de la deuda que podría guiar un proceso de reestructuración consistente con el restablecimiento de la sostenibilidad con alta probabilidad de la deuda (FMI, 2020c).

Con el objetivo de restablecer la sostenibilidad de la deuda, el gobierno buscó la creación de un paraguas jurídico y político para llevar adelante las negociaciones. Con el apoyo del Congreso, consiguió aprobar un proyecto de ley (la No. 27.544) sobre la Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Externa aprobada en febrero del 2020 casi por unanimidad, se le otorgó al Poder Ejecutivo facultades para ejecutar operaciones de gestión de pasivos, canje de deuda y reestructuración de los pagos de intereses y amortizaciones de deuda de derecho extranjero (Infobae, 2020).

A diferencia del caso libanés donde la falta de acuerdo político fue determinante en el desarrollo de la crisis, en el caso argentino con la sanción de esta ley se muestra un entramado político significativo de cara a las negociaciones con los tenedores de títulos públicos.

---

<sup>5</sup> Clausula estándar en los bonos soberanos que se supone que asegura un tratamiento equitativo entre los acreedores, pero cuyo significado en la práctica de mercados de préstamo soberano es dudoso (Guzmán, 2018)

Todas estas acciones emprendidas por la administración Fernández, así como las propias declaraciones moderadas del ministro Guzmán, demostraban que el objetivo primordial era abordar seriamente la compleja temática de la deuda, así como la necesidad de su pronta resolución. El ministro fue cauteloso con las declaraciones, apelando a la colaboración de la comunidad financiera internacional<sup>6</sup> y especialmente de los propios acreedores a los que le solicitó que “no pierdan pero que ganen menos” (La Nación, 2020). La estrategia del gobierno era reunir consensos a través del reconocimiento de los derechos de los acreedores, pero poniendo límites a las pretensiones de los mismos a partir del criterio de sustentabilidad (Nemiña y Val, 2020).

No obstante, todos estos esfuerzos se vieron entorpecidos cuando comenzó la abrupta recesión global producto de la pandemia haciendo evidente la imposibilidad de concretar las negociaciones en marzo, suspendiendo formalmente los pagos en mayo.

### **2.3 COVID-19, reestructuración preventiva y rol del FMI (2020)**

Las políticas para gestionar la crisis sanitaria causada por el COVID-19 a través de cuarentenas estrictas en la mayoría de los países generó una “incertidumbre excepcional”. El *staff* del FMI describió en su informe cómo las condiciones económicas estaban empeorando rápidamente, y las condiciones financieras se caracterizaban por una muy alta volatilidad. Esto incrementó enormemente la incertidumbre sobre el marco macroeconómico, con implicaciones potenciales para la evaluación del *staff* sobre la sostenibilidad de la deuda (FMI, 2020b). Con este contexto la necesidad de alivio de deuda era aún mayor. En palabras de Nemiña y Val (2020),

---

<sup>6</sup> Apenas asumido, el nuevo gobierno consiguió en febrero de 2020 el apoyo público de Alemania, China, España, Estados Unidos, Francia, Italia y Japón, entre otros. Se trata de los países que integran el Club de París, cuya deuda había sido reestructurada en 2014 pero que Cambiemos dejó de pagar. Son, al mismo tiempo, los principales accionistas del FMI. De hecho, poco después, el organismo afirmó que la deuda argentina no era sostenible, que era necesaria una reestructuración, y que los acreedores deberían “hacer una contribución apreciable” en ella. Al apoyo del FMI se añadieron otros, como el de Naciones Unidas o el del Papa Francisco, además de una multitud de economistas e intelectuales de prestigio internacional (Cantamutto, 2023).

“El shock de oferta derivado del “gran confinamiento” desató una abrupta recesión global que el FMI considera la peor desde la gran depresión de la década de 1930. Se trata de una dinámica que afecta a los países en desarrollo, pero particularmente a aquellos sin acceso a los mercados internacionales de deuda, ya que se ven imposibilitados para aprovechar la alta liquidez alentada por las políticas monetarias expansivas de los bancos centrales de los países avanzados.” (Nemiña y Val, 2020: 8)

De acuerdo con el OPC (2020), en la primera reestructuración se incluyó una deuda que ascendía a 68.800 millones de dólares (20 por ciento del total de deuda pública), de los cuales un tercio aproximadamente corresponde a los títulos Par y Discount emitidos en los canjes de 2005 y 2010, y el resto a los bonos emitidos desde 2016 (BIRAD, BIRAE y BIRAF). Como propuesta inicial, el gobierno hizo una oferta de canje que consistía en “hacer una doble quita: al principal capital una suma estimada en 3.600 millones de dólares (5,4 por ciento en promedio), a los intereses una de envergadura mayor, 37.900 millones de dólares (62 por ciento en promedio)” (Arelovich, 2020).

Cabe destacar que a lo largo del proceso de reestructuración de deuda el gobierno retomó una retórica que rememoraba el canje de Néstor Kirchner del 2005 con respecto a la intención de compartir con los acreedores privados el costo del ajuste. No obstante, resultaba arduo replicar el canje de la administración Kirchner en un contexto que acortaba el margen de maniobra del país. Resulta interesante resaltar los aspectos diferenciales del contexto de esta nueva reestructuración en comparación con la crisis de deuda soberana de 2003:

En primer lugar, hubo muchas expectativas en empresas y provincias que, por la delicada situación externa y económica del país, esperaban un posible retorno a los mercados en el mediano plazo, estos intereses presionaron para que la resolución de la disputa sea rápida y así reducir los costos financieros ligados a la crisis (CPCE, 2020).

En segundo lugar, el universo acreedor fue diferente al del canje de 2005. La composición del grupo acreedor poseía una estructura más homogénea y especializada (Fernández Alonso, 2020b). Al igual que en el caso libanés, la mayor parte de los acreedores externos eran estadounidenses e institucionales, cuyas tenencias se concentraban en grandes fondos de

inversión. Se destacan la presencia de los fondos de inversión *BlackRock, Fidelity, Pimco, Templeton y Greylock* (Fortuna, 2020). Se trata de inversores que poseen el conocimiento y el capital que les permitirían adquirir cantidades dadas de ciertas series de bonos para limitar la aplicación de las CAC y negociar con mayor dureza, y los contactos para influir sobre el sistema político, lo que fortalece sus reticencias a aceptar quitas y cambios sustantivos en las condiciones de repago, así como también sus posibilidades de bloqueo a las iniciativas gubernamentales (Nemiña y Val, 2020).

Por último, el rol que el FMI ha tenido en la reestructuración fue funcional a la estrategia del gobierno, ya que ha apoyado la estrategia frente a los acreedores privados, lo que Nemiña y Val (2020) lo explican por dos factores. En primer lugar, la Argentina y el FMI estaban indirectamente asociados por el stock de deuda pendiente a este organismo. En este marco, para el FMI resultaba favorable apoyar una quita sustantiva a los acreedores privados, debido a que de esa manera se aseguraban más divisas para el cobro de sus acreencias. En segundo lugar, hubo un paulatino cambio en la postura del organismo respecto al reconocimiento de la insostenibilidad financiera y la inviabilidad política de imponer ajustes desproporcionados a los deudores para pagar sus deudas. Esta postura es la que quedó plasmada en la nota técnica del *staff* del FMI (2020c), en la cual reconoció la insostenibilidad de la deuda argentina, requiriendo importantes recortes en el stock de deuda y en el servicio anual de ella.

En este sentido, se puede contrastar afirmativamente la variable independiente del rol que tuvo el FMI en la reestructuración de deuda soberana argentina con los acreedores externos. El hecho de estar vinculada a la crisis por la suscripción de un acuerdo anterior al estallido de la crisis reforzó la percepción del organismo de que era necesario restablecer la sostenibilidad de la deuda. Además, el accionar del FMI también se enlaza con la segunda variable independiente, que es el carácter de la reestructuración. Al ser una reestructuración preventiva, el organismo destaca las decisiones tomadas por el gobierno en la dirección para encauzar esta problemática. Esta visión se puede extraer de la nota técnica (2020c):

“Las autoridades han indicado que están buscando una solución colaborativa con acreedores privados que restablezca la sostenibilidad de la deuda y logre una alta participación. Con este fin, las autoridades se han mantenido al día con sus obligaciones de

servicio de la deuda bajo ley extranjera, así como con su deuda en pesos bajo ley local.”  
(FMI, 2020c: 3)

A pesar de las intenciones del gobierno de plantear una estrategia de quita más agresiva como la que tuvo la administración de Néstor Kirchner en el canje de 2005, los condicionantes del contexto fueron diferentes. A diferencia del 2005, el proceso de negociación con los acreedores privados con legislación extranjera se llevó adelante con los administradores de los títulos, “que se trata de empresas dedicadas a proveer de tal servicio a tenedores cuya identidad permanece en la opacidad” (Arelovich, 2020). Estas empresas, que en mayor parte eran fondos de inversión, representan a los tenedores de bonos de deuda soberana y son quienes median e interceden por ellos en la negociación (Roldan, 2021).

El hecho de que el universo de acreedores fuera más homogéneo hizo que fuera más simple para ellos agruparse y coordinar su accionar a través de la organización de tres comités representativos, a saber: el primero, Grupo *Ad Hoc* de Bonistas Argentinos (*Ad Hoc Argentine Bondholder Group* - AHBG), estaba formado por los mayores acreedores institucionales y es el que presentaría la estrategia menos cooperativa, integrado por los fondos de inversión *BlackRock*, *Fidelity* y *Ashmore*, entre otros; el segundo, Comité de Acreedores de Argentina (*Argentina Creditor Committee* - ACC) estaba integrado en principio por fondos que habían participado de manera cooperativa del canje 2010 y parecían ser los más flexibles y dialogantes; el tercero era el Grupo de Bonistas del Canje (*Exchange Bondholder Group* - EBG) poseían las mayores cantidades de bonos emitidos en los canjes de 2005 y 2010 (Fernandez Alonso, 2020b).

Cabe destacar que los acreedores agrupados en el Grupo *Ad Hoc* de Bonistas Argentinos se compone de los mismos fondos de inversión que están presentes en el universo acreedor que posee bonos *defaulteados* libaneses. Al igual que en el caso argentino, estos acreedores se agruparon para formar el Grupo *Ad Hoc* de Bonistas Libaneses, incluidos fondos gestionados o asesorados por *Amundi*, *Ashmore*, *BlackRock*, *BlueBay*, *Fidelity*, *Mangart* y *T-Rowe Price*. Esta coincidencia nos retrotrae al planteo de Álvarez (2023: 54): “estos actores operan con elevados niveles de ganancia generados por mecanismos de valorización financiera, que son

la contracara de las deudas soberanas”, por lo que poseen los mecanismos adecuados para imponer ofertas más duras y lograr mejores acuerdos.

En palabras de Fernandez Alonso (2020b), “esta mayor uniformidad y capacidad asociativa de los acreedores no implicó la resolución inmediata del problema de coordinación”. Cada uno de estos agentes contaban con incentivos diferentes, tanto en términos económicos como contractuales, lo cual fue evidenciado mayormente en las primeras etapas de negociación. No obstante, si bien cada uno de los grupos estructuró sus diversas estrategias alternando diferentes niveles de confrontación y cooperación a lo largo de toda la negociación, en todo momento hicieron sentir su poder y presión sobre el gobierno. Esto se evidenció a lo largo de las negociaciones donde tuvieron una posición activa demandando mejoras en las ofertas y presentando sus contraofertas (Roldan, 2021).

El 21 de abril se presentó formalmente la primera oferta de reestructuración. Dicha propuesta alcanzó a 21 instrumentos de deuda soberana (Par y Discount emitidos en los canjes de 2005 y 2010, y Globales emitidos en 2016) sujetos a la legislación de Nueva York y del Reino Unido, nominados en dólares, euros y francos suizos por un total nominal cercano a los 66.700 millones de dólares. Proponía la emisión de diez nuevos bonos (5 en dólares y 5 en euros) que tendrían diferentes relaciones de canje y montos máximos de emisión, con una reducción de capital de hasta 12 por ciento en títulos cortos y un promedio de tasa de interés del 2,3 por ciento, lo cual resultaba en un Valor Presente Neto (NPV) de alrededor de 40 dólares. Asimismo, se aspiraba a un “período de gracia” de tres años, al comenzar a pagar intereses en 2023 (año de elecciones para recambio presidencial) y se resolvía no reconocer los intereses acumulados y no pagados a la fecha de los bonos en circulación (Fernandez Alonso, 2020b).

Según Nemiña y Val (2020), la oferta fue evaluada como menos dura que lo esperado, dada la escasa quita de capital que suponía. En este sentido, los elementos más significativos de la oferta fueron el recorte de intereses y el alargamiento de plazos. Este nuevo perfil supondría que el alivio de pagos estaría concentrado en los primeros años (2020-2028), mientras la mayor carga de vencimientos se daría entre 2026 y 2030.

A partir de esta primera oferta se sucedieron diálogos y contraofertas entre el gobierno y los acreedores. Las discusiones se focalizaron en dos cuestiones: por un lado, la búsqueda de un nuevo valor presente de la oferta que fuera atractivo para los acreedores y compatible con la sustentabilidad en los términos planteados por el gobierno, y, por el otro, el marco contractual al que estarían sujetos los nuevos bonos. En este último punto, cabe destacar que los diferentes bonos elegidos para reestructurar, estaban sujetos a distintos contratos de fideicomiso, que representaban diversos derechos y obligaciones para las partes por lo cual el tratamiento contractual de los nuevos títulos se constituyó en una disputa central durante las negociaciones (Nemiña y Val, 2020).

De acuerdo con Benassi (2021), la implementación de las CAC fue lo que generó más controversia. Los bonos correspondientes a los canjes de deuda de 2005 y 2010, contienen CAC de “tercera generación” las cuales determinan un umbral de votación de 85 por ciento en conjunto y 66,6 por ciento para cada serie. Por otra parte, los bonos emitidos en 2016 contienen CAC actualizadas por la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA). En esta actualización, se puede alcanzar el umbral de votación de tres maneras: con una votación serie por serie, con un umbral de 75 por ciento; una participación de 66 por ciento de todo el universo agregado de tenedores de bonos y un 50 por ciento en cada serie; y de conformidad con un voto único del 75 por ciento de todo el universo agregado, si la modificación propuesta es “aplicable uniformemente” a todas las series afectadas (Buchheit y Gulati, 2020).

Debido a los umbrales presentes en cada serie de bonos, los bonistas quisieron mantener los contratos originales y evitar las mejoras incluidas en 2016, buscando asegurarse un mayor condicionamiento sobre el deudor. No obstante, lo que generó más controversia fue la denuncia de los acreedores del uso abusivo de las CAC respecto a dos cuestiones: la “redesignación” y la estrategia de canjes parciales (o *pacman*) (La Nación, 2020).

Con respecto a la redesignación, Argentina optó por aplicar la “enmienda de redesignación” en vez de intentar la reestructuración utilizando el criterio “aplicable uniformemente”. En virtud de esta enmienda, se reagrupan los acreedores luego de que manifiesten su decisión

sobre la oferta del canje, y de esta manera se facilita el logro de los umbrales mínimos necesarios para reestructurar determinadas series de títulos (Buchheit y Gulati, 2020).

Por su parte, la estrategia de canjes parciales se refiere a la posibilidad de que en cualquier momento después del cierre de reestructuración, las autoridades argentinas puedan lanzar una o más ofertas de canje posteriores con leves mejoras, para sumar nuevas adhesiones y así reducir secuencialmente la cantidad de títulos pendientes de reestructuración, en una dinámica similar al videojuego pacman (La Nación, 2020).

Ante la utilización de estas estrategias, los acreedores denunciaron que Argentina era un “prestatario indisciplinado” que buscaba “lagunas” que disolvían sus derechos. Los acreedores observaban que se trataba de una estrategia que implicaba subestimar su decisión sobre la oferta, diluía su capacidad de influencia e iba en contra del contrato. Sin embargo, el planteo argentino utilizaba a favor las normas, desplegando una estrategia agresiva pero legítima y legal (Buchheit y Gulati, 2020).

A dos meses de su inicio formal, la negociación se estancó. Los grandes grupos de acreedores presentaron una oferta “definitiva” de 56 dólares por cada 100 mientras que Guzmán se mantuvo en 53 dólares por cada 100. Si bien las negociaciones comenzaron con un discurso más cooperativo y con la búsqueda de consensos, el presidente Fernández consideraba que la pandemia había empeorado el poder de pago del país y no quería ceder, manteniendo el criterio de sustentabilidad como límite de las pretensiones de los acreedores, llegando incluso a amenazar con suspender las conversaciones y dedicarse a renegociar con el FMI (El País, 2020).

En julio, el gobierno nacional envió un proyecto de ley para la reestructuración de los títulos nominados en moneda extranjera bajo ley local con el objetivo de reducir la incertidumbre ligada al cumplimiento del pago y demostrar a los tenedores extranjeros que la deuda local no tendría trato diferencial. Además se presenta una segunda oferta que enmendó la anunciada en abril presentando diversas mejoras: reducción de las quitas de capital, adelantamiento de intereses y aumento de las tasas de cupón, reducción de la vida promedio

de los bonos nuevos, posibilidad de que los títulos nuevos entregados por los emitidos en ocasión de los canjes (discount y par) mantengan el indenture 2005, entre otros (OPC, 2020c)

En este juego de contraofertas, flexibilizaciones y rechazos fueron acercándose las posiciones durante los meses siguientes, pero no sin roces y denuncias de falta de compromiso y buena fe. Aun así, según la Secretaría de Finanzas (2020: 15) durante estos meses “se desarrolló un proceso de diálogo constructivo con los acreedores que fue acompañado por propuestas de ambas partes para alcanzar un acuerdo”. Las diferentes propuestas entre los grupos *ad hoc* pudieron ser sorteados en el transcurrir de las negociaciones al punto de generar un comunicado conjunto y forzar una nueva oferta del gobierno, la cual se acercó a las pretensiones económicas de los diferentes grupos al tiempo de hacer lugar a buena parte de las respectivas demandas jurídico-contractuales.

Con un poder de veto, debido al hecho de que entre todos acumulaban más de un tercio de la deuda elegible, los acreedores lograron que el gobierno hiciera una última flexibilización dando lugar a la tercera y última oferta. Finalmente, a finales de agosto el Ministro de Economía anuncia que el 93,5 por ciento de los acreedores había aceptado la oferta final, elevándose al 99 por ciento por las CACs.

Este juego de idas y vueltas permite entrever que la posición del gobierno fue oscilando desde una posición cerrada y centrada en el principio de sostenibilidad a una de mayor concesión debido a la necesidad política-económica de llegar a un acuerdo, una contraparte unificada y la necesidad de reducir la incertidumbre en el contexto de la pandemia del COVID-19 (Roldan, 2021).

El acuerdo mantuvo las principales características de la última propuesta argentina, que apunta a canjear 21 series de bonos con un monto elegible total de 66.072 millones de dólares (alrededor de 20 por ciento de la deuda pública bruta). Los cambios con respecto a la última oferta son (OPC, 2020a):

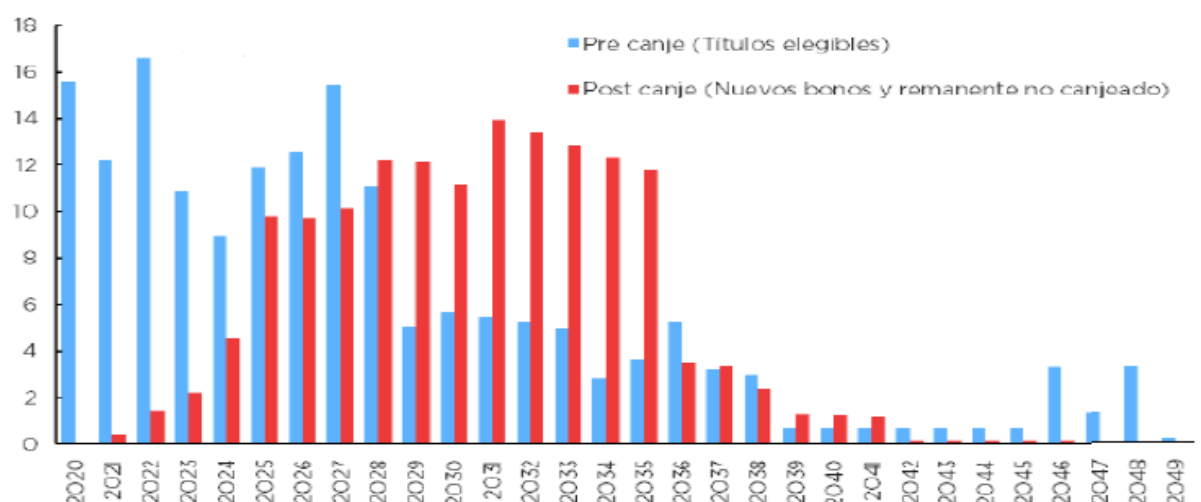
- Se adelantaron las fechas de pago de los nuevos bonos a julio de 2021.
- Se adelantó la fecha de inicio de los pagos de amortizaciones para los nuevos bonos con vencimiento en 2030, de marzo de 2025 a julio de 2024.

- Se anticipó la fecha de inicio de los pagos de amortizaciones para los nuevos bonos con vencimiento en 2038, de marzo de 2028 a julio de 2027.
- Se adelantó un año, de 2030 a 2029, el vencimiento del bono en dólares o euros que se entregó como reconocimiento de los intereses corridos de los bonos elegibles.
- Se cambiaron las condiciones para que los tenedores pudieran cambiar sus bonos elegibles en euros y francos suizos por nuevos bonos en dólares.
- Argentina se comprometió a modificar ciertos aspectos de las CACs en los documentos de emisión de los nuevos bonos para incorporar algunas propuestas de los acreedores, sujeto al apoyo de la comunidad internacional (OPC, 2020: 6).

Según Benassi (2021), estas nuevas condiciones optimizaron el valor presente de la oferta llevándolo a un promedio de 54,8 dólares por cada 100, bajo el supuesto de una *exit yield* del 10 por ciento, lo que supuso una mejora para los tenedores de bonos respecto de la primera oferta. Argentina obtuvo la adhesión del 93,5 por ciento de los acreedores, lo que provocó la activación de las CAC, obteniendo una participación del 99,01 por ciento. Se emitieron nuevos bonos por 63.207 millones de dólares y 4,185 millones de euros.

En este sentido, Nemiña y Val (2020) destacan que los canjes constituyeron un aporte significativo hacia la sostenibilidad de la deuda pública. No obstante, si bien la reestructuración supone un importante alivio inicial para la economía argentina, lejos se está de que la deuda haya dejado de ser un problema, ya que requerirá esfuerzos sustantivos para atenderla en los próximos años.

**Gráfico 3: Perfiles de vencimientos pre y post canje (en millones de dólares)**



Fuente: Nemiña y Val (2020)

## 2.4 A modo de recapitulación

La reestructuración de la deuda argentina, ocurrida en 2020, se desarrolló en medio de un contexto de incertidumbre económica y financiera desatado por la pandemia del COVID-19. Esto configuró un escenario de gran complejidad para un proceso ya de por sí problemático para Argentina. Se trató de una negociación controversial debido a que se utilizaron CACs actualizadas por la ICMA. La adhesión fue superior al 90 por ciento y el canje tuvo una quita real a Valor Actual Neto de entre 29 por ciento y 36 por ciento según estimaciones del Congreso de la Nación y el FMI (Buchheit y Gulati, 2020).

En un contexto de crisis socioeconómica, la administración Fernández llegó al poder con el objetivo principal de restablecer la sostenibilidad de la deuda y este ideal se plasmó con la designación de Martín Guzmán como ministro de economía. No obstante, la irrupción de la pandemia paralizó las negociaciones en marcha e hizo aún más acuciante la necesidad de encontrarle una solución a la problemática de la deuda.

Antes de la pandemia el gobierno buscó reunir consensos a través del reconocimiento de los derechos de los acreedores, pero poniendo límites a las pretensiones de los mismos a partir del criterio de sustentabilidad. Fernández trató de recordar el discurso que planteó Néstor

Kirchner cuando tuvo que negociar el canje de deuda en el 2005, en el sentido de compartir con los acreedores el costo del ajuste. No obstante, esta intención se diluye prontamente debido a un contexto externo muy distinto al de ese entonces.

A pesar de las primeras intenciones del gobierno de resolver rápidamente la cuestión de la deuda, las negociaciones se extendieron -las mismas intentan ser abordadas en febrero pero quedan estancadas por la pandemia-. El 21 de abril Argentina emitió formalmente la primera oferta de canje; y el 4 de septiembre se concretó el canje de los instrumentos de deuda soberana argentina con jurisdicción extranjera (Roldan, 2021). Aún con el panorama incierto de la pandemia, el hecho de que el gobierno lograra una reestructuración en el lapso temporal de tan solo seis meses plasma un hito positivo para la economía argentina, y además demuestra la voluntad constante -con muchas idas y vueltas- que el gobierno puso en esta temática, alcanzando la reestructuración con los acreedores privados en 2020.

Considerando el desafío que implicó el proceso de reestructuración en tal contexto, el gobierno logró reestructurar 66.137 millones de dólares de deuda bajo legislación extranjera, saliendo del *default*.

El rol que tuvo el FMI en el cauce de la crisis a través de los grandes desembolsos del Acuerdo *Stand-By* del 2018 coadyuvó a que el endeudamiento alcance niveles insostenibles. El organismo se había convertido en uno de los acreedores más grandes del Estado argentino, por lo que cuando asumió la nueva administración con el objetivo claro de retornar niveles sostenibles de endeudamiento a través de la reestructuración preventiva de la deuda con los acreedores externos, la reacción inmediata fue respaldar al gobierno. Para el FMI resultaba favorable apoyar una quita sustantiva a los acreedores privados, debido a que de esa manera se aseguraban más divisas para el cobro de sus acreencias.

Por otra parte, no es casualidad el carácter preventivo de la reestructuración con el antecedente de la cesación de pagos del 2001. En su asunción, la administración dio todas las señales que buscaban transmitir una imagen positiva del gobierno frente a los acreedores: la elección de un ministro de economía especializado en la temática de reestructuraciones de

deudas soberanas, el amplio consenso en el arco político sobre la necesidad de restablecer la sostenibilidad de la deuda, la invitación al FMI para que se expida sobre el tema, entre otros.

Así pues, en lo que respecta al caso de la República Argentina, puede observarse que la reestructuración preventiva y el accionar funcional del FMI jugaron un papel clave para una resolución rápida y ordenada de la crisis de deuda soberana.

### **Capítulo III: La crisis de deuda soberana de Líbano y su inconclusa reestructuración (2020)**

Este capítulo despliega el análisis del proceso de crisis de deuda soberana de Líbano durante 2020. En línea de continuidad de lo realizado en el capítulo precedente, adoptamos también en este capítulo una lógica narrativa cronológica. De esta manera, en el primer apartado se repasa los antecedentes de la política económica de Líbano, caracterizada por su persistencia, debido a que se implantó a partir de la posguerra civil en los años 90 y se mantuvo estable hasta mediados del 2019. Esta política se sostuvo a partir de una estructura de tres pilares: un tipo de cambio fijo, una apertura económica con una moneda estable y el financiamiento a través de emisión de deuda externa. En el segundo apartado, por su lado, se hace un breve repaso del contexto macroeconómico en el que asume la administración de Hassan Diab, el 21 de enero de 2020, y se mencionan los principales objetivos de política económica de esta administración al momento de la toma de posesión. El tercer apartado se adentra al inconcluso proceso de reestructuración de deuda soberana libanesa a través del análisis de las acciones del gobierno tendientes a encauzar esta problemática a partir de la declaración del *default* en marzo del 2020. Para tal análisis se considerará el impacto de la crisis sanitaria derivada del COVID-19, el carácter *post-default* de la reestructuración y el rol del FMI en el desarrollo de la crisis.

A diferencia de Argentina, Líbano ha estado endeudándose desde el comienzo de la guerra civil pero nunca antes había entrado en cesación de pagos hasta 2020. Esta paradoja es la que cuestiona y discute Roos (2020: 1) cuando se plantea sobre el por qué tantos países muy endeudados continúan pagando el servicio de su deuda externa incluso en tiempos de graves dificultades fiscales. Esta diferencia entre casos da cuenta de la oportunidad de avanzar en el análisis comparado entre ellos, tarea que el presente capítulo se dispone a profundizar.

### **3.1 La estrategia de endeudamiento soberano como pilar de la política económica de la posguerra (1990-2020)**

Como punto de partida, podemos afirmar que en términos geográficos el Líbano se encuentra en una región convulsa, donde la seguridad y la estabilidad política reportaron una precariedad constante (Snaije, 2022). En este contexto, advertimos, pues, que tras dos años de vacancia presidencial y la resultante política de un gabinete con poder limitado, en el 2016 Líbano tuvo la posibilidad de elegir un presidente y formar un nuevo gobierno. El 31 de octubre de 2016, Aoun fue elegido presidente del Líbano, poniendo fin a un vacío de 29 meses al frente del Estado. En esta coyuntura, el ex primer ministro Saad Hariri regresó al gobierno tras llegar a un acuerdo implícito con el presidente Michel Aoun<sup>7</sup> (El País, 2016). En este punto, resulta oportuno recordar que el gobierno de Hariri había dimitido en 2011 después de la renuncia de los ministros de la Coalición 8 de Marzo<sup>8</sup> que representan un tercio de todos los ministros del gabinete (Assi, 2017).

Desde el 2011, con la erupción de la guerra civil de Siria, las condiciones económicas de Líbano habían empeorado. Para el 2015, el número de refugiados sirios era de 1,1 millones, lo cual representaba el 24,5 por ciento de la población libanesa total. Además, para 2015, el Banco Mundial (BM) estimaba que, entre 2012 y 2014, la guerra de Siria había reducido el crecimiento del país en 2,9 puntos porcentuales al año, con pérdidas totales de 7.500 millones de dólares. Desde el punto de vista macroeconómico, la recaudación de impuestos se redujo en 1.100 millones de dólares y los gastos en servicios públicos aumentaron en 2.600 millones de dólares. Estos costos surgieron de la inseguridad que se extiende a través de la frontera, así como de la presión que ejercen los refugiados sirios sobre los servicios de infraestructura ya deteriorados y las finanzas públicas en bancarrota (BM, 2015).

---

<sup>7</sup> El poder ejecutivo recae sobre el presidente de la República, quien tiene la responsabilidad de nombrar al primer ministro y a su Gabinete, pero las amplias competencias del presidente siempre fueron motivo de fricciones y contenciosos entre los distintos poderes. Por ley, y tal como se estableció en un gran pacto nacional sellado en el año 1943 entre las distintas comunidades, el presidente de la República debe ser ocupado por un cristiano, el de primer ministro por un suní y el de presidente del Senado por un chií, con el fin de que ninguna minoría quede fuera del reparto del poder y todas participen teóricamente en la gobernabilidad del país (Angoso García, 2008).

<sup>8</sup> Las dos coaliciones se formaron después del asesinato de Rafik Hariri en febrero de 2005. La coalición del 8 de marzo estaba encabezada por Hezbollah e involucraba a varios partidos (como el Movimiento Patriótico Libre y el Movimiento Amal) y la coalición del 14 de marzo estaba encabezada por el Movimiento Futuro y partidos involucrados como las Fuerzas Libanesas y Kataeb (Assi, 2017).

En el 2014, el BM apuntaba que la relación deuda/PIB había aumentado por tercer año consecutivo, debido al costo de financiamiento del Líbano que superaba significativamente la tasa de crecimiento de los ingresos (BM, 2015).

A esa altura, el BM pronosticaba sobre la insostenibilidad de la política de endeudamiento con las tasas de crecimiento del PBI real de aquel entonces. De acuerdo con lo previsto en un documento del organismo: “se espera que empeore notablemente una vez que las tasas de interés mundiales en dólares comiencen a normalizarse (un ritmo que se espera que comience con un endurecimiento de las tasas de política por parte de la Reserva Federal de EE. UU.)” (BM, 2015: 14).

En términos históricos, el fin de la guerra civil libanesa (1975-1990) inauguró un ciclo de políticas económicas de carácter neoliberales que se mantuvieron constantes a lo largo del tiempo. El anclaje de la libra libanesa al dólar estadounidense a una tasa fija desde 1998 fue un aspecto clave de esta política económica de posguerra, lo que a largo plazo generó una apreciación del tipo de cambio. En conjunto, la apreciación del tipo de cambio como la elección de un modelo de desarrollo que prioriza los sectores financieros en detrimento de los sectores productivos implicó un déficit estructural en la balanza comercial (Bassem, 2022).

El énfasis persistente puesto en una integración más profunda en la economía global y, del mismo modo, en el crecimiento del sector privado, han reforzado ciertos rasgos históricos de la economía libanesa: un modelo de desarrollo centrado los servicios como las finanzas, el sector inmobiliario y el turismo, en el que se acentúan las desigualdades sociales y las disparidades regionales (Daher, 2022).

De acuerdo con Daher (2022), las características económicas libanesas y las políticas neoliberales han sido apoyadas y reforzadas por varios actores regionales e internacionales. Lo más significativo a este respecto ha sido la inversión de los países del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG en adelante), lo que confirma el vínculo entre el gobierno libanés y las monarquías del Golfo. Entre 2002 y 2007, por ejemplo, alrededor del 60 por ciento de la IED en el Líbano procedió del CCG. Más de la mitad de esta IED del Golfo se destinó a bienes

raíces y el resto a servicios y banca (ABL, 2013). Como consecuencia de estos flujos de IED, el capital de las monarquías del Golfo se ha convertido en un importante activo para los bancos libaneses, lo que está vinculado directamente con la influencia política del CCG (Daher, 2022).

Por otra parte, los actores internacionales, tanto estados como los organismos multilaterales de crédito tradicionales, también han desempeñado un papel importante en la consolidación de un régimen político económico urgido de financiamiento externo en el Líbano. Francia ha sido un actor clave en este proceso. El 6 de abril de 2018 se celebró en París una “Conferencia económica para el desarrollo, a través de reformas y con las empresas”, conocida como CEDRE<sup>9</sup> y apoyada por Francia. Esta conferencia prometió más de 11 mil millones de dólares en préstamos y subvenciones para el Líbano. A cambio de estos fondos, el gobierno libanés tuvo que comprometerse con asociaciones público-privadas, niveles de deuda reducidos y medidas de austeridad (Amnistía Internacional, 2021).

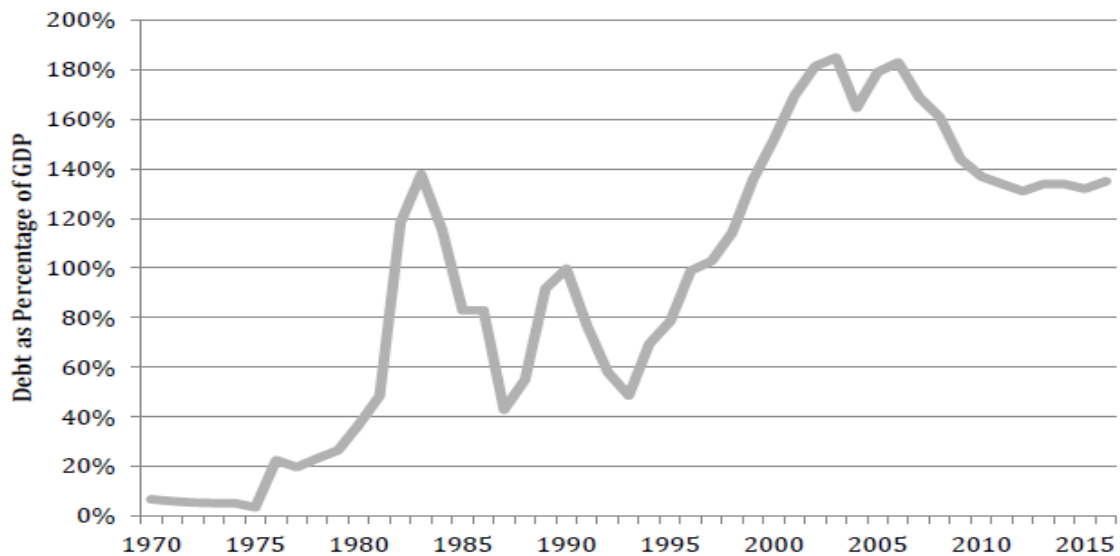
Volviendo a la política económica, desde la culminación de la guerra civil, el déficit comercial se convirtió en una constante. De acuerdo con Snaije (2022), desde la década del 90, el déficit comercial promedio ha sido de casi el 32 por ciento del PBI según diversas estimaciones, en comparación con promedios mundiales cercanos al 5 por ciento o 6 por ciento del PBI. Esto pone de relieve la magnitud de la brecha comercial y el alcance de los déficits acumulados, que se han convertido en una característica central de la economía libanesa.

En refuerzo de lo antedicho, y tal como puede apreciarse en el gráfico dispuesto a continuación, podemos reparar en el rol que empezó a ocupar la deuda soberana en la política económica de Líbano en la posguerra. Conforme explica Tierney (2017), parte de esta deuda reflejaba los costos de reconstrucción, mientras que otra parte se correspondió con las necesidades de financiamiento urgidas en la implementación del modelo económico neoliberal articulado en la posguerra y con los recursos para contener la agitación política de la región (Tierney, 2017).

---

<sup>9</sup> La conferencia CEDRE fue parte de un ciclo de tres conferencias programadas durante la reunión del grupo internacional de apoyo a Líbano. El primero, Roma II, se dedicó a fortalecer el ejército libanés y las fuerzas de seguridad interna. El de Bruselas, que tuvo lugar a finales de abril de 2018, se centró en los refugiados sirios en territorio libanés (Dahher, 2022).

**Gráfico 4: Evolución de la deuda soberana libanesa en relación al PIB entre 1970-2015 (doméstica y extranjera)**



Fuente: Tierney (2017)

A diferencia del caso argentino donde los mayores acreedores eran extranjeros, en el caso libanés los bancos comerciales han sido los principales compradores de la deuda soberana. Había dos motivaciones interrelacionadas para que los bancos inviertan en Letras del Tesoro libanés: las altas tasas de interés de pago y la vinculación al dólar. Las tasas de interés atrajeron flujos financieros hacia los bancos, que a su vez proporcionaron las reservas necesarias para mantener la paridad monetaria; y la confianza en la paridad atrajo aún más los depósitos que permitieron que este sistema financiero circular funcionara (Tierney, 2017).

A pesar de la supuesta resiliencia del sistema, los bancos libaneses estuvieron muy expuestos a tensiones e incluso a crisis graves debido a las siguientes razones. En 2019, esto es en los prolegómenos del estallido de la crisis, el mercado secundario de deuda pública carecía de liquidez; los bancos eran la principal fuente de inversión en ausencia de bonos corporativos, y poseían más del cincuenta por ciento de la deuda total del gobierno. En estas circunstancias, cualquier incertidumbre en el mercado puede conducir fácilmente a "corridas de los depositantes o a la huida a la seguridad", lo que rápidamente propaga el pánico a todo el sistema bancario (Ishrakieh et al., 2019).

Por otro lado, resulta pertinente destacar el rol preponderante que históricamente han tenido las remesas en la economía libanesa. Las remesas han sido la fuente dominante de ingreso de divisas que financió el déficit estructural de la economía. En términos de porcentaje del PIB, estas transferencias ascendieron a casi el 25 por ciento del PIB a principios de la década de 2000 y se mantuvieron por encima del 17 por ciento al 18 por ciento del PIB en los últimos años (Snaije, 2022).

Este sistema económico se perpetuó en la posguerra civil y logró mantenerse durante más de tres décadas. Ello, a pesar de los *shocks* financieros tras diversos episodios de turbulencia política y económica que ha atravesado el país y la región. Esta circunstancia había llevado a varios autores y organismos internacionales a caracterizar el sistema económico libanes de resiliente (BM, 2015; FMI, 2010; Schimmelpfennig et Gardner, 2008).

A pesar de esta supuesta resiliencia, Líbano llegó al 2016 con un conjunto de desbalances económicos que mostraban el agotamiento del sistema. De acuerdo con el BM (2017), el déficit fiscal general se amplió hasta alcanzar el 10 por ciento del PBI. Esto, combinado con un crecimiento limitado del PBI, impulsó la relación deuda/PBI a un estimado de 157,5 por ciento a finales de 2016. Además el país se vio afectado por una desaceleración de las remesas producto de la caída en los precios de los combustibles. Esto llevó a un aumento del ya considerable déficit en cuenta corriente a aproximadamente el 21 por ciento del PBI, exponiendo al país a importantes riesgos de refinanciamiento (FMI, 2017b).

De acuerdo con Snaije (2022), la política monetaria del Banco du Liban (en adelante BdL) parecía no reconocer estos desbalances económicos y mantuvo las tasas de interés altas ante el nulo crecimiento de la base de depósitos de los bancos locales, alrededor del 6 por ciento entre 2011 y 2015, y alcanzaron cerca del 10 por ciento en 2016. El PBI siguió anémico, acercándose al 0 por ciento de crecimiento y se sumergió en la recesión a partir de 2017.

Ante unas entradas de capital más débiles, BdL diseñó un plan financiero que incrementó las tasas de interés de referencia, lo que permitió aumentar sus reservas brutas de divisas en un 11,1 por ciento en 2016 hasta alcanzar los 34.000 millones de dólares después de registrar una caída de 5,4 por ciento en 2015 (FMI, 2017b). En términos de Bifani (2021), a partir de

ese momento, el director del BdL<sup>10</sup> comenzó a realizar operaciones poco ortodoxas y opacas que serán denominadas como “ingeniería financiera” por el titular de la institución.

Estas operaciones se relacionan con las intermediaciones que llevó adelante el director del BdL entre los bancos comerciales y el gobierno:

“La operación financiera del BdL desde 2017 ha sido incentivar a los bancos con tasas por encima del mercado a depositar dólares en el BdL para mantener las reservas de moneda extranjera necesarias para defender el tipo de cambio fijo” (Mora, 2020: 22).

Estas entradas de depósitos, que financiaban los déficits gemelos del Líbano, se desaceleraron en 2018. En el plano internacional, el impacto de la escalada en el conflicto comercial y tecnológico entre Estados Unidos y China acrecentó la incertidumbre económica y generó una caída en la liquidez global (Frenkel, 2016). A semejanza de lo ocurrido con buena parte de los Estados en desarrollo, estas tensiones y el anuncio de varios aumentos en las tasas de interés de la Reserva Federal y demás autoridades monetarias de referencia implicaron un aumento en el costo de financiamiento para Líbano.

A pesar de esto, el BdL continuó sus operaciones financieras para facilitar que los bancos ofrecieran altos rendimientos sobre los depósitos en dólares, con el objetivo de atraer depósitos en dólares al sector bancario y mantener un alto nivel de reservas de divisas (FMI, 2019).

De acuerdo con Bifani (2021), el BdL, además de ocultar las pérdidas en dólares para respaldar la paridad con la libra libanesa y financiar el profundo déficit de la cuenta corriente, también tomó la decisión de interponerse entre el gobierno y los bancos para comprar bonos del gobierno a tasas bajas en libras libanesas y vender certificados de depósito a los bancos a tasas más altas. Esto permitió a los bancos comerciales mantener supuestas ganancias crecientes, lo que engañó a los ahorristas, al mismo tiempo que permitió al gobierno

---

<sup>10</sup> Riad Salameh, ejecutivo fue nombrado gobernador del Banque Du Liban en 1993 por el Consejo de Ministros a petición de Rafic Hariri, y actualmente sigue al frente de la institución a pesar de haber sido acusado de corrupción, lavado de dinero y de haber llevado a cabo el esquema Ponzi más grande la historia (Bifani, 2021).

subestimar su déficit. Sin embargo, el BdL estaba acumulando enormes pérdidas (Bifani, 2021).

En 2019, el FMI alertó que los desequilibrios económicos habían alcanzado niveles excepcionales, dando lugar a desafíos financieros. El déficit fiscal fue del 10 por ciento del PBI por primera vez en una década, el déficit de cuenta corriente se mantenía alrededor del 25 por ciento del PBI y la posición externa continuaba siendo sustancialmente más débil que el nivel consistente con fundamentos a mediano plazo y marcos de políticas deseables. Las entradas de depósitos bancarios que solían financiar los déficits gemelos habían cesado en gran medida (FMI, 2019).

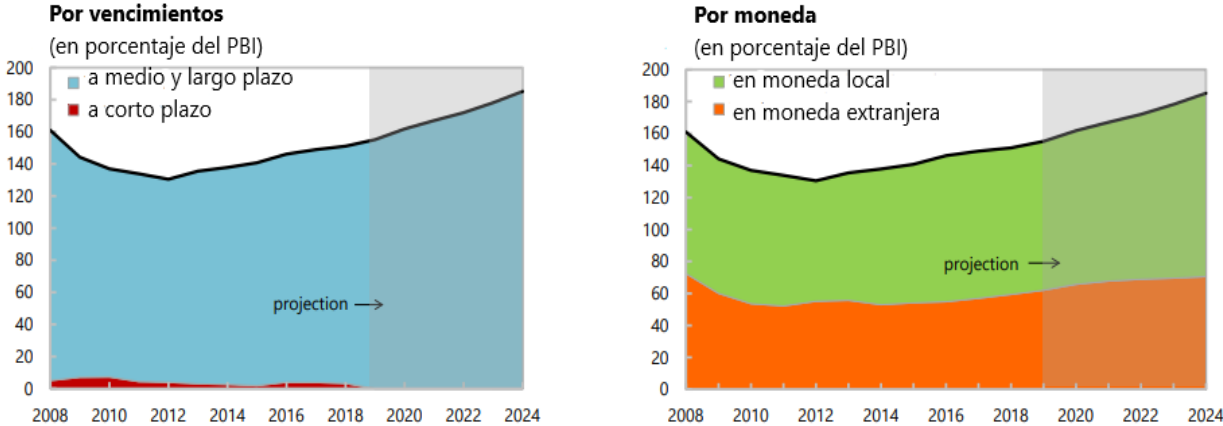
Líbano estaba en una situación de alto riesgo ya que enfrentaba una combinación de crisis de balanza de pagos, en paralelo con una profunda crisis política. La escasez de divisas en el mercado dio lugar a tipos de cambio paralelos, así como a restricciones informales y mecanismos de control sobre los depósitos en dólares y las transferencias fuera del país, una situación sin precedentes para la cuenta de capital históricamente libre del Líbano (BM, 2019).

En octubre de 2019, el gobierno de Saad Hariri aprobó un presupuesto con nuevos impuestos y recortes del gasto público que tenía como objetivo de aumentar los ingresos estatales y abordar el enorme déficit (Hamadeh, 2022). Si bien la chispa final de los disturbios llegó en octubre de 2019 con la introducción de un impuesto a las llamadas de WhatsApp, la causa genuina del movimiento popular que se manifestó en la calle fue la implementación de restricciones a los retiros de los depositantes. En ese momento, los bancos comerciales - respaldados por el director del BdL- decidieron cerrar durante varios días, lo que fue un *default* no anunciado que creó aún más incertidumbre (Amnistía Internacional, 2021).

Ante este panorama, el 29 de octubre de 2019, el primer ministro Hariri finalmente renunció. En efecto, el exiguo respaldo de otros partidos a su plan de contingencia terminaron por sellar la suerte de Hariri, dejando abierto el camino para la formación de un nuevo gobierno (BM, 2019). En noviembre, el gobierno interino decidió pagar 1.600 millones de dólares a los tenedores de eurobonos lo que, para Bifani (2021), confirmaba la noción de un consenso entre los referentes político-económicos de diferentes sectores respecto a la necesidad de

continuar honrando los compromisos del Estado para con los acreedores, a pesar de las terribles consecuencias sobre la población.

**Gráfico 5: Composición de deuda pública según perfil de vencimiento y moneda**

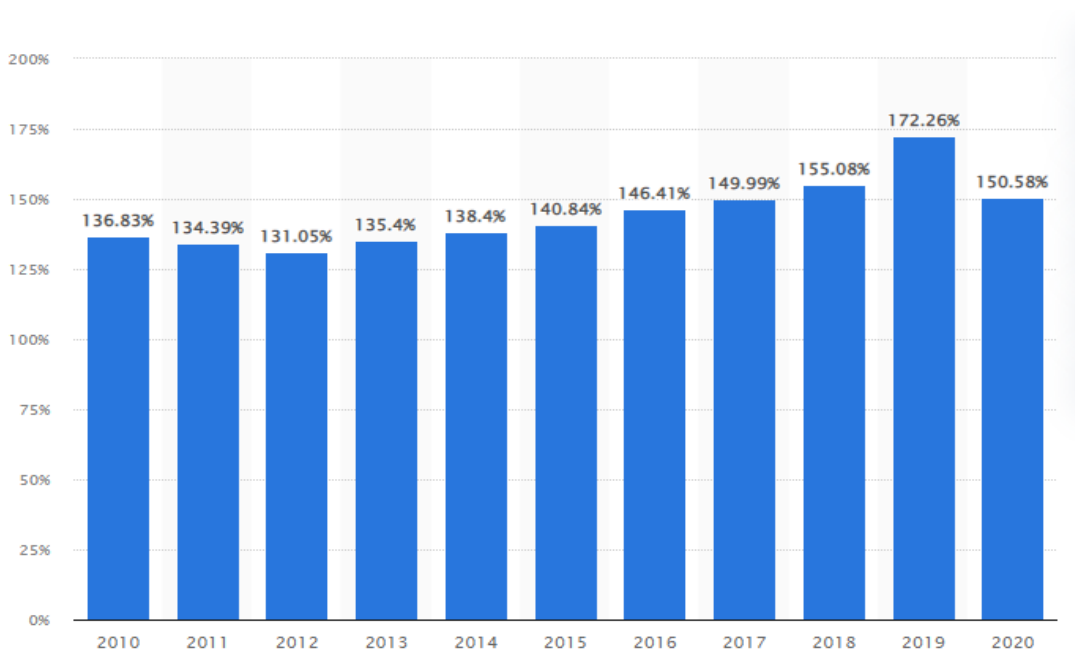


Fuente: FMI (2019).

En el 2019, el FMI afirmaba que el perfil de la deuda del Líbano tenía debilidades sustanciales (Gráfico 4), a pesar del vencimiento promedio relativamente largo de la deuda pública, las necesidades financieras públicas proyectadas eran muy altas y generaban importantes riesgos de refinanciación, lo que reflejaba el nivel de deuda y los grandes déficits fiscales (FMI, 2019).

En el gráfico presentado a continuación (Gráfico 5), puede visualizarse la magnitud de la deuda soberana en 2019-2020.

**Gráfico 6: Evolución de la deuda soberana libanesa en relación a su PBI (2010-2020)<sup>11</sup>**



Fuente: Statista (2022)

La caída en el 2020 se debe principalmente a la depreciación cambiaria que licuó en el 26,1 por ciento la deuda interna, así como a la cesación de pagos de los Eurobonos que impactó en la caída en el pago de intereses de la deuda externa (BM, 2020). En conformidad con el análisis de Hamadeh (2022), sostenemos que no alcanza con estudiar el tamaño de la deuda sino que también hay que entender el costo de la misma en términos distributivos. En este respecto, apuntamos que el servicio de la deuda pública fue de alrededor de 5 mil millones (2018), 6 mil millones (2019), o más del 9 por ciento (2018) y el 12 por ciento (2019) del PBI, respectivamente (FMI, 2019). Esto significa que hubo una merma de más del 10 por ciento de la producción, ya que una décima parte del PBI se destinó a financiar el servicio de la deuda.

<sup>11</sup> Aquí se representa la deuda bruta del gobierno general en relación con el PIB del país. Según el Fondo Monetario Internacional, la deuda bruta consiste en todos los pasivos que requieren el pago o pagos de intereses y/o principal por parte del deudor al acreedor en una fecha o fechas futuras. El PIB, por otro lado, se refiere al valor total de los bienes y servicios finales producidos durante un año (Statista, 2022).

### **3.2 La asunción de la nueva administración en un contexto de crisis: el *default* como única opción posible para sortear la insostenibilidad de la deuda soberana.**

Cuando Hariri renunció en medio del estallido de las protestas en octubre del 2019, Líbano quedó atrapado en un estancamiento político de tres meses. Después de algunos intentos fallidos de nominar un candidato para el puesto de primer ministro, y en un intento de hacer frente a las protestas a nivel nacional, Hassan Diab, académico, ex ministro de Educación y vicepresidente de la Universidad Americana de Beirut, fue elegido para formar un nuevo gobierno. Tal novedad fue anunciada el 21 de enero de 2020 (Finckenstein, 2020).

Cuando el nuevo gobierno prestó juramento en febrero de 2020, se enfrentó con opciones muy limitadas en cuanto a los senderos a proseguir. Al entender de los decisores de la nueva gestión, el *default* se presentaba como inevitable, especialmente después de que los bancos restringieron el acceso al dólar a montos muy pequeños, mientras que el BdL no divulgó las cifras relacionadas con sus activos externos y reservas netas (Bifani, 2021).

Retomando el análisis del apartado anterior, entendemos capital recalcar que, en octubre y noviembre del 2019, los bancos debieron atravesar por días de feriado cambiario y reabrir con controles de capital informales, lo que implicó una interrupción en el financiamiento de corto plazo de las empresas, generando disrupciones en las cadenas productivas e impactando negativamente en el empleo (BM, 2019).

Desde el inicio de la crisis, el BdL ha emitido una serie de circulares que reflejan la estrategia de gestión de crisis, junto con algunas prioridades clave de política económica. Estas iniciativas pueden dividirse en tres categorías principales: (i) políticas monetarias y cambiarias; (ii) apoyo socioeconómico a importadores, empresas, bancos, individuos afectados por la explosión del puerto de Beirut y estudiantes en el extranjero; y (iii) regulaciones del sector financiero. Estas políticas han establecido una distinción clara entre los depósitos que existían antes del cierre del sector bancario (octubre de 2019) y los depósitos nuevos (o frescos) que llegaron después (BM, 2020).

Las condiciones monetarias exacerbaron la crisis económica y financiera. Al igual que el caso argentino que, tras la corrida cambiaria posterior a las elecciones presidenciales, el gobierno restituyó los controles de capitales, en el Líbano se instauró por primera vez restricciones similares para evitar la salida de capitales. El mercado de cambios disparó la tasa de inflación a triples dígitos dentro del contexto de un sistema de múltiples tipos de cambio, que incluye un tipo de cambio oficial de LL 1,507.5 por dólar mientras que en el mercado informal se cotizaba a LL 10,000 por dólar. La inflación interanual aumentó de manera constante y pronunciada desde el 10 por ciento en enero de 2020 al 46,6 por ciento en abril, el 89,7 por ciento en junio y el 120 por ciento en agosto (Guechati y Chami, 2022).

De octubre de 2019 a agosto de 2020, el BdL redujo las tasas de interés de los depósitos en libras libanesas y en dólares de los bancos en 556 y 533 puntos básicos, respectivamente. Por cierto, las tasas de interés de los bancos en libras libanesas habían reflejado este efecto, cayendo 405 puntos básicos durante el mismo período, mientras que las tasas de los préstamos en dólares han caído sólo 251 puntos básicos (BM, 2020).

Con respecto a las reservas internacionales del BdL, éstas se han visto constantemente mermadas desde el inicio de la crisis. A finales de septiembre de 2020, la posición bruta de activos exteriores de BdL (excluidas las reservas de oro) alcanzaba los 25.900 millones de dólares, lo que suponía una disminución de 11.300 millones de dólares desde finales de 2019. Un alto índice de importación para la canasta de consumo, junto con la escasez de dólares en el mercado, sugieren una compensación negativa entre (i) la importación de bienes y servicios y (ii) el stock de reservas de divisas del BdL (BM, 2020).

El 7 de marzo de 2020, el Gobierno incumplió el pago de 1.200 millones de dólares en eurobonos, lo que supuso el primer incumplimiento soberano de Líbano. Sin mayores detalles sobre la estrategia gubernamental, Diab sostuvo que el gobierno buscaría negociar con los acreedores para reestructurar su deuda en moneda extranjera, que asciende a 31.000 millones. Además, el gobierno inició consultas con el FMI, indicando la posibilidad de un rescate si sus facciones políticas divididas pueden llegar a un consenso (*The New York Times*, 2020).

A semejanza de lo que ocurre en otros procesos de reestructuración signados por la complejidad técnica, los decisores político-económicos del gobierno contrataron asesores financieros y legales para abordar esta tarea. Con la asesoría financiera de Lazard<sup>12</sup>, el gobierno de Diab se ocupó en presentar un plan de rescate económico que incluía la reforma de varios sectores (sector eléctrico, el sector bancario y la auditoría de las cuentas del BdL) (Bifani, 2021).

Tras este plan de rescate, el gobierno de Diab inició negociaciones con el FMI; sin embargo, el desacuerdo interno sobre el tamaño de las pérdidas financieras sobre las que se basaría el programa de apoyo fueron un obstáculo constante para el avance en las negociaciones (Abouzeid, 2021). El desacuerdo interno tampoco permitió avanzar en las negociaciones con los acreedores debido a que su gabinete no estuvo unido ni operó en plena cooperación entre sus miembros, ya que cada ministro tenía su propia agenda política.

Aquí se puede palpar la diferencia con el caso argentino, donde las facciones políticas mantuvieron un consenso respecto a la necesidad de retornar la sostenibilidad de la deuda soberana a través de su reestructuración. Tal como se vio en el capítulo precedente, en el caso argentino dicho consenso se manifestó con la sanción de la Ley 27.544, la cual le transfería al Poder Ejecutivo las facultades para ejecutar operaciones de gestión de pasivos, canje de deuda y reestructuración de los pagos de intereses y amortizaciones de deuda de derecho extranjero. En el caso libanés, el mandato interino de Hassan Diab, que duró 8 meses, enfrentó una multitud de desafíos que reflejó las divisiones internas de la clase política. Las faltas de consenso se hicieron patentes en las reformas administrativas y financieras, el plan eléctrico, el control de capitales y las negociaciones con el FMI (Hamadeh, 2022).

Desde 2019, el Líbano sufre un agotamiento de las reservas de divisas, un desplome de la libra libanesa acompañado de inflación, pobreza, desempleo, inseguridad alimentaria entre otros problemas. Pero también las dos crisis principales, ambas repentinas y sin precedentes, son la pandemia de COVID-19 y la explosión en el puerto de Beirut. Esas dos crisis aumentaron y profundizaron aún más la magnitud de la crisis económica.

---

<sup>12</sup> Empresa de asesoramiento financiero y gestión de activos globales.

### **3.3 COVID-19, intento de reestructuración *post-default* y rol FMI (2020)**

Sumado al contexto de crisis macroeconómica, otra crisis se añadió al problema libanés con la pandemia de COVID-19 agudizando aún más los indicadores macroeconómicos. Asimismo, otra crisis se sumó con la explosión del puerto de Beirut que, además de las consecuencias catastróficas, deja en evidencia el estado de la corrupción y simbólicamente representa la situación económica del país.

El 15 de marzo de 2020, a unos pocos días de declarar la cesación de pagos, se anunció una emergencia nacional de salud pública, y la mayoría de las instituciones públicas y privadas se vieron obligadas a cerrar, excepto farmacias, supermercados, panaderías, tiendas de alimentos esenciales y fábricas claves (Oxfam, 2020). Esas medidas de contención contra la propagación del COVID-19 fueron muy útiles para evitar el colapso del sector de la salud, pero también tuvieron un alto costo económico, elevando los niveles de pobreza del 30 por ciento al 45 por ciento para fines de 2020 (Khoury et al, 2020).

Cinco meses después, el 4 de agosto, una explosión masiva sacudió el puerto de Beirut, destruyendo gran parte de la estructura portuaria y dañando severamente las densas áreas residenciales y comerciales dentro de un radio de 3 kilómetros. Más allá de la tragedia humana, el impacto económico de la explosión resultó notable a nivel nacional a pesar de su concentración geográfica. De acuerdo con Hamadeh (2022), el puerto constituía un papel clave en el comercio exterior del país, moviendo la rueda de la economía libanesa, lo que terminó por debilitar la posición del gobierno interino surgido tras la renuncia de Hariri en 2019.

Los Estados y las organizaciones internacionales se movilizaron para ayudar al Líbano al día siguiente de las explosiones. En este sentido, se remarca que, de forma casi inmediata, Francia y la ONU dispusieron una conferencia de donantes. Si bien solo la sesión de apertura fue pública, las declaraciones publicadas después de la conferencia indican una gran movilización de 36 gobiernos e instituciones, que colectivamente prometieron 253 millones de euros en ayuda. Los esfuerzos de Francia también se han dirigido a tomar las medidas necesarias para asegurar las condiciones previas para un programa de préstamos del FMI (Oxfam, 2020).

Previamente a la declaración de *default*, la deuda en moneda extranjera del Líbano ascendía a unos 31.000 millones de dólares. El 9 de marzo de 2020, el gobierno de Diab comunicó formalmente la resolución de no proceder con un pago de un compromiso externo 1.200 millones de dólares en eurobonos. Se trataba del primer incumplimiento de la deuda soberana en la historia del Líbano. A partir de entonces, Líbano dejó de honrar sus compromisos financieros soberanos. En 2020, el total de incumplimiento de deuda soberana del país totalizó 4.400 millones de dólares (Oxfam, 2020). En consecuencia, la agencia de calificación "Fitch" rebajó la calificación de los bonos de la deuda soberana en moneda extranjera del Líbano de "CC" a "C" (Hamadeh, 2022).

El hecho de que Líbano entrara en cesación de pagos complicó aún más el escenario económico ya que implicó la marginación rauda de los mercados de capitales. En este contexto, el país quedó al borde de un colapso financiero. Como bien se reparó oportunamente, en el caso argentino el canje preventivo se realizó para evitar las consecuencias del *default*, lo que contribuyó a que la crisis se encauce de manera rápida y ordenada.

Al igual que lo sucedido con la República Argentina, los grandes fondos de inversión se agruparon rápidamente en el Grupo *Ad Hoc* de Bonistas Libaneses en nombre de la comunidad internacional de tenedores de bonos en respuesta al deterioro de la situación financiera y económica del país (Bloomberg, 2020). Este grupo estaba compuesto actualmente por acreedores institucionales internacionales, incluidos fondos gestionados o asesorados por *Amundi, Ashmore, BlackRock, BlueBay, Fidelity, Mangart* y *T-Rowe Price Associates*, que poseen o representan aproximadamente 6.000 millones de dólares en bonos internacionales soberanos del Líbano. De acuerdo con un comunicado de White & Case LLP (2020), asesor legal de estos bonistas, desde su creación, el Grupo ha buscado un compromiso constructivo con las autoridades libanesas y otras partes interesadas nacionales e internacionales.

El 30 de abril de 2020, el gobierno de Diab aprobó un plan de recuperación financiera el cual tenía como objetivo recuperar la estabilidad macrofinanciera. El programa del gobierno

descansaba sobre nueve pilares centrales e interrelacionados, incluyendo: ajuste del tipo de cambio; reestructuración integral de la deuda; la reestructuración integral del sector financiero; ajuste fiscal escalonado; reformas que mejoren el crecimiento; reformas del sector social; agenda anticorrupción; reformas ambientales; y asistencia financiera internacional (BM, 2020).

En correspondencia con lo formulado por Al Modon (2020), subrayamos que la estrategia general del gobierno en relación con la empresa de reestructuración de la deuda contemplaba un enfoque triple. En primer lugar, se preveía suspender los pagos principales e intereses de los eurobonos para evitar un mayor agotamiento de las reservas de divisas y entablar conversaciones de buena fe con los tenedores de eurobonos; en segundo lugar, se estipulaba un *rollover* de los vencimientos principales de la deuda interna y el pago continuo de los intereses adeudados (excepto BdL), a una tasa reducida, hasta que se logre una solución negociada en base a la evolución de la reestructuración de los eurobonos y del marco macroeconómico y fiscal; por último, se concebía la imperiosidad de continuar honrando los pagos del servicio de deuda de organismos multilaterales y socios bilaterales (Al Modon, 2020).

Un factor de gran importancia que surgirá al momento de dar curso a la reestructuración de la deuda con los acreedores externos es la ausencia de CACs en los contratos de deuda de Líbano. De acuerdo con Reuters (2019), Líbano ha emitido alrededor de 15.000 millones de dólares en bonos internacionales desde octubre de 2014 sin esas cláusulas. Como se mencionó en el primer capítulo, la importancia de estas cláusulas legales versan en que pueden facilitar que los países procedan con una reestructuración ordenada de la deuda al permitir que una mayoría de los acreedores acepten modificar las condiciones de pago del contrato o reestructurar de otro modo la deuda, superando cualquier obstáculo presentado por acreedores minoritarios que favorecen la espera de un recurso legal.

La ausencia de CACs significaba, en la práctica, que el deudor tenía que obtener un amplio acuerdo para cualquier reestructuración, lo cual hacía el juego a fondos especulativos a menudo litigiosos que buscan detener cualquier solución exigiendo pagos sancionados por los tribunales (Reuters, 2019). Esta circunstancia, marcó una distancia significativa con el caso

argentino. A tales efectos, se recuerda que el gobierno argentino había hecho un uso extendido de estas cláusulas a través de la estrategia de canjes parciales y la “enmienda de redesignación” al punto de que los acreedores lo denunciaron por el uso abusivo de las CACs. Sin embargo, el planteo argentino utilizaba a favor las normas, desplegando una estrategia agresiva pero legítima y legal que fue de utilidad para presionar y persuadir a los acreedores a unirse al acuerdo. La ausencia de CACs significa que Líbano tendría que negociar serie por serie para avanzar hacia una reestructuración, complejizando aún más el proceso. El plan de recuperación hizo énfasis en la asistencia financiera internacional resaltando específicamente un acuerdo con el FMI como esencial para generar confianza entre los inversores. En el Memorándum firmado entre el organismo y el gobierno, se puede advertir la vinculación entre la reestructuración de la deuda soberana y la asistencia financiera internacional, entendiendo a esta última como indispensable para lograr la primera. En este contexto, deviene oportuno recuperar las evaluaciones de Al Modon (2020:7) al reparar que:

“Las discusiones sobre deuda con los tenedores de bonos se facilitarán en el contexto de un programa del FMI, ya que proporcionaría un ancla para las negociaciones, con objetivos de sostenibilidad claros y un marco metodológico en el que confiar. Los inversores estarán mucho más dispuestos a aceptar una reducción aparente de su deuda si ven un valor de recuperación creíble en lo que les queda.”

Nuevamente, en contraste con el caso argentino, el rol que jugó el FMI en este caso fue diferente y se vincula también al carácter de la reestructuración y la relación que tenía el organismo con el país. Como se mencionó anteriormente, el vínculo del organismo con el gobierno libanés fue a través de los procesos de revisión anuales en marco del artículo 4 del Convenio Constitutivo del organismo y no hubo previamente un programa de asistencia financiera como en el caso argentino. Por lo tanto, el hecho de no haber recurrido previamente al financiamiento del FMI y de enfrentarse a una reestructuración *post-default*, el gobierno libanés consideró como opción más viable comenzar las negociaciones con el FMI para obtener apoyo financiero y que sirviera de base para las negociaciones posteriores con los acreedores externos.

Llegado este punto, resulta pertinente acentuar que alcanzar un acuerdo con el organismo implicaba un trabajo arduo para el gobierno libanés. De acuerdo con Ishker y Youssef (2022), esto se debía a que países con un compromiso gubernamental cuestionable y un entorno político complejo, como Líbano, enfrentarían un riesgo significativo de que los programas del FMI se desvíen y se retengan los desembolsos. Por lo tanto, la negociación entre el FMI y Líbano se prolongaría en el tiempo y sería complicada. En palabras de los autores recién referidos: “[...] Incluso si se logra un acuerdo de principio, el FMI no transferirá fondos hasta que se implementen acciones serias. Esto constituye el programa que el Líbano debe cumplir antes de realizar el primer pago” (Ishker y Youssef, 2022: 289).

El FMI desembolsaría fondos a Líbano cuando se cumplan las siguientes condiciones: unificar los tipos de cambio múltiples, controlar y restringir la libre circulación de capitales, determinar las pérdidas en el marco de las reformas bancarias, eliminar los subsidios a todos los productos básicos, aprobar un plan eléctrico, liberalizar la tarifa del sector y completar un presupuesto general que incluya una actualización de gastos e ingresos (Wahba, 2020).

En mayo de 2020, el gobierno de Diab inició negociaciones con el FMI en base al plan de rescate; pero fueron suspendidas en agosto del mismo año cuando aconteció la explosión del puerto, ya que este suceso precipitó la renuncia de la administración de Diab y paralizó las negociaciones con el organismo. No obstante, las mismas se encontraban en un *impasse* desde julio debido al desacuerdo sobre el tamaño de las pérdidas financieras sobre las que se construiría el programa de apoyo. El plan del gobierno identificaba pérdidas por un total de 90 mil millones de dólares, y se estimaba que las pérdidas en los balances agregados de los bancos y del BdL ascenderían a unos 44 mil millones de dólares. Aunque el FMI consideró creíbles estas estimaciones, la Asociación de Bancos del Líbano (ABL), el BdL y el Comité Parlamentario de Finanzas rechazaron el plan y estimaron las pérdidas en 23 mil millones de dólares (Baz et al, 2022).

Asimismo, el desacuerdo no se refería sólo al nivel de las pérdidas, sino también sobre la distribución de las pérdidas entre las diferentes partes vinculadas. Según el plan del gobierno, los bancos eran conscientes de los riesgos que corrían al exponerse al Estado libanés con sus bajas calificaciones crediticias. Como resultado, el plan suponía que los bancos deberían

soportar las pérdidas en las que incurrieron dadas sus opciones de inversión. En cambio, los bancos culpaban al Estado y argumentaron que éste debería compensarlos por sus pérdidas (Baz et al, 2022).

La ABL, por su parte, abogó por mecanismos que incorporasen activos de propiedad estatal, reservas de oro y bienes inmuebles públicos para revisar sus balances deteriorados, lo que constituía un rescate del sector financiero, todo lo cual era incompatible con los principios de reestructuración establecidos a raíz de la crisis financiera mundial de 2008 para proteger a los contribuyentes cuando las instituciones financieras sufrían quiebras. Estos principios incluían soluciones de fianza basadas en una jerarquía de acreedores, comenzando con los accionistas de los bancos (Banco Mundial, 2020; UNCTAD, 2015).

Tras la catastrófica explosión del Puerto y en medio del descontento popular y la presión del gabinete, Hassan Diab declaró la dimisión de su gobierno que, sin embargo, continuaría como gobierno interino durante más de un año. El gobierno de Diab no logró adoptar una política de rescate que saque al país de la crisis, la mayor parte de sus esfuerzos fueron desplegados para combatir el coronavirus y contrarrestar las repercusiones de la explosión del puerto (Hamadeh, 2022).

### **3.4 A modo de recapitulación**

En 2020, Líbano entró en cesación de pagos por primera vez en la historia económica del país en un contexto de crisis económica. La administración de Diad intentó trazar un plan para la recuperación económica que implicaba abordar la reestructuración de la deuda soberana con los acreedores externos. Para ello, primero se buscó alcanzar un acuerdo con el FMI que sirviera de soporte para iniciar el proceso de recuperación. Sin embargo, las negociaciones se paralizaron por la falta de consenso en el arco político y económico en torno a las reformas financieras que eran necesarias de aplicar. Para sumar, este proceso se dio en el contexto de la irrupción de la pandemia de COVID-19 que implicó la gestión de una crisis sanitaria, dentro de una crisis económica. Finalmente, la explosión del puerto de Beirut se convirtió en la tercera crisis que enfrentó el gobierno y que precipitó la renuncia del primer ministro Diab, lo que

paralizó las negociaciones con el FMI y dejó trunco el proceso de reestructuración de deuda soberana.

El *default* se sumó a un contexto de crisis económica de carácter múltiple -financiera, monetaria y bancaria- que, si bien data su inicio en 2016, podemos afirmar que es síntoma del colapso del sistema económico instaurado en la posguerra civil de la década de los 90. Bien resumido por Snaije (2022: 1),

“La crisis del Líbano no es un accidente. Las fuentes del colapso se pueden encontrar antes, a finales de los años 1990. La vinculación del tipo de cambio fijada en 1997 permitió que se acumularan déficits que son insostenibles desde 2016. Más que una crisis financiera, es el fin del contrato económico y social establecido en 1989 para poner fin a la guerra civil”

Las condiciones económicas de Líbano comenzaron a deteriorarse en el 2011 por el efecto del conflicto sirio. En consecuencia, a partir del 2016, el impacto económico de la inmigración siria sumado al retroceso del ingreso de capitales por la caída en las remesas llevó a un aumento del considerable déficit en cuenta corriente al 21 por ciento del PBI, exponiendo al país a importantes riesgos de refinanciamiento. El BdL mantuvo una política monetaria basada en las altas tasas de interés de referencia con el objetivo de mantener el ingreso de divisas (BM, 2016).

El resultado fue la exposición de la economía libanesa a un aumento del desempleo, la inmigración y los riesgos, provocando un aumento del coste de la deuda como consecuencia del aumento de los intereses, así como una caída de la calificación crediticia del Líbano. También se puede concluir que el déficit crónico de la balanza comercial, que estuvo acompañado de una disminución de los flujos de capital hacia el Líbano, acumuló déficits en la balanza de pagos desde 2011, cuya brecha se financió a través de la emisión de deuda soberana.

Con el constante deterioro de la situación económica, el descontento popular se manifestó en las calles en octubre del 2019 por la aplicación de restricciones a los retiros de los depositantes frente a la gran escasez de dólares. Estas manifestaciones aceleraron la renuncia del primer ministro Hariri, quien dejó la vacancia del puesto por tres meses. En un contexto de escasez de divisas, la administración saliente en enero se quedó sin opciones y tuvo que incumplir el pago

de la deuda soberana, cayendo en *default*. Frente a este escenario, la administración de Diab redactó un plan de recuperación financiera que propugnaba la reestructuración de la deuda soberana, en base a un acuerdo con el FMI, la recapitalización interna de los grandes depositantes y la reestructuración del sector bancario, entre otras prescripciones de reforma.

No obstante, en julio del 2020 las negociaciones con el organismo se ven suspendidas por la falta de acuerdo sobre una cifra unificada para las pérdidas del sector financiero. El gobierno calculó las pérdidas en más de 90 mil millones de dólares. Sin embargo, el BdL, los bancos comerciales y algunos miembros del Parlamento no se pusieron de acuerdo sobre las enormes pérdidas y cómo deberían repartirse.

La falta de acuerdo político fue un aspecto clave en el fracaso de la administración de Diab. El gobierno nunca estuvo completamente unido ni funcionó con plena cooperación entre sus miembros, ya que cada ministro tenía su propia agenda política. Durante sus ocho meses de vida, el gobierno enfrentó una multitud de desafíos que reflejaban sus divisiones internas y su dependencia del apoyo de una clase política dividida. Las negociaciones con el FMI fue uno de los escenarios donde se plasmó esta división interna (Hamadeh, 2022).

Finalmente, la catastrófica explosión del puerto de Beirut abrió un nuevo capítulo de la crisis. La misma impulsó la renuncia del primer ministro Diab y dejó trunca las negociaciones con el FMI.

Tras el colapso económico en octubre de 2019, el gobierno no logró aplicar reformas estructurales en torno a lo económico, lo monetario, lo judicial y lo administrativo. Por el contrario, los actores políticos y económicos respondieron a la crisis saboteando las reformas y retrasando cualquier estabilización. A pesar de cualquier tipo de asistencia, Líbano continuará enfrentándose al gran dilema de implementar reformas económicas en el contexto de una gobernanza política no reformada, en cuyo caso la implementación de medidas de recuperación ayudaría, en el mejor de los casos, a iniciar un desarrollo distorsionado a corto plazo con un resultado incierto a largo plazo.

El caso libanés conduce al contraste afirmativo de la hipótesis planteada en la introducción. Ambas variables -el carácter de la reestructuración y rol FMI- jugaron para que la crisis de deuda soberana tuviese un curso desfavorable y un trunco proceso de reestructuración de deuda soberana. Por un lado, una cesación de pagos desordenada y sin previsión complicó el escenario económico debido a que el gobierno no dio señales claras a los acreedores externos. Además, la magnitud de la crisis llevó al gobierno al intento de implementar un *set* de reformas que restaurara la estabilidad; sin embargo, para aplicar el plan de rescate, el gobierno consideraba que era necesario la asistencia financiera internacional. Esa asistencia vendría del FMI, organismo financiero internacional por excelencia, que daría credibilidad al proceso de reformas y que serviría de apoyo para las negociaciones con los acreedores externos. Aquí entró en juego la segunda variable, el rol del FMI. A diferencia del caso argentino, el FMI no tenía una vinculación directa a la crisis, más que a través de los reportes del artículo IV. Por la magnitud de la crisis, las negociaciones entre el FMI y Líbano se prolongaron en el tiempo y fueron complejas, debido a que el organismo no desembolsará fondos hasta ver acciones concretas de parte del gobierno. El acuerdo se alcanzó de manera preliminar en abril del 2022, en el cual uno de los puntos que se exige para el desembolso de fondos es la reestructuración de la deuda con los acreedores externos.

En este caso, las dos variables impactan negativamente en el desarrollo de la crisis de deuda soberana. La profundización de la crisis con el *default* soberano sumado a la falta de soporte por parte del FMI decantaron en un proceso trunco de reestructuración de deuda soberana.

## Conclusiones

Esta tesina se propuso comparar el desarrollo de las crisis de deuda soberana de Argentina y Líbano en el 2020. La comparación propuesta se llevó a cabo en base a tres objetivos específicos, a saber: 1) Describir las características específicas de cada crisis de deuda soberana en términos de niveles de endeudamiento, carácter de la reestructuración, universo acreedor y el modo en el que la pandemia afectó al curso de las negociaciones entre los gobiernos y los acreedores; 2) Analizar las estrategias de los gobiernos nacionales para afrontar la crisis de deuda, tanto hacia los acreedores como los organismos internacionales de crédito, el FMI en particular; 3) Indagar el rol del Fondo Monetario Internacional (FMI) en el curso de las crisis de deudas soberanas de Argentina y Líbano.

Una de las motivaciones para la comparación fue la oportunidad de analizar el decurso de procesos de crisis de deuda soberana en forma sincrónica. Por otra parte, el interés de estos casos estuvo vinculado con el contexto de incertidumbre generado por la irrupción de la pandemia de COVID-19, la cual puso fin a los años de bajas tasas de interés que habían brindado una oportunidad para que muchos Estados en desarrollo se endeudaran en los mercados internacionales. Cabe destacar que si bien la pandemia agudizó el panorama crítico en ambos casos (para el Líbano, detonó el default, y para la Argentina complejizó el escenario de las negociaciones con los acreedores), la crisis comenzó a desarrollarse de manera previa a la pandemia por los desajustes macroeconómicos que ambas economías venían acumulando desde hacía tiempo. Estos desajustes incitaron en ambos casos un cambio de gobierno. En el caso argentino, el 2019 coincidió con las elecciones presidenciales en donde la victoria de la oposición precipitó aún más la crisis generando una corrida cambiaria y la consecuente restauración de los controles de capitales. En el caso libanés, el repudio generalizado de la sociedad por la aplicación de restricciones a los retiros de los depositantes frente a la gran escasez de dólares en las reservas del BdL derivó en la renuncia del primer ministro abriendo un período de administraciones interinas.

Otra de las similitudes que se puede destacar, y que se deriva de la irrupción de la pandemia, es el panorama incierto que provocó la misma en la economía internacional y que, por ende, en ambos casos impactó de manera negativa en el abordaje de la resolución de la crisis de

deuda, debido a que cualquier alternativa tomada en un contexto de COVID-19 resultó más intrincada que lo que implicaba en tiempos previos a la pandemia. Ante este escenario, los Estados se ven presionados por los grandes fondos de inversión, quienes ostentan mayores incentivos para rechazar y/o obstruir todo proceso de reestructuración.

No obstante, fue más sencillo para Argentina encarar las negociaciones con los acreedores aún con la pandemia de fondo debido al arsenal de medidas tomadas por el gobierno entrante en torno a la problemática de la deuda. La administración Fernández sostuvo como objetivo de política económica la restauración de la sostenibilidad de la deuda y para ello colocó a un ministro de economía con formación académica en el tema. También se estableció un cronograma para ir abordando progresivamente cada frente en torno a la deuda de manera ordenada y por orden de relevancia. Se contrataron asesores legales y financieros y también se le pidió asistencia al FMI para guiar el proceso de reestructuración. Además, se emitió una Ley que sirviera de paraguas jurídico y político que le otorgara facultades al Ejecutivo en relación a la gestión de operaciones de canje de deuda, entre otros. Aquí se puede visualizar no solo que el gobierno de turno tenía un proyecto sino que también tenía el consenso político para concretarlo. Si bien la pandemia fue un condicionante y redujo los márgenes de maniobra del gobierno argentino, ejemplo de ello fue el cambio de actitud desde una posición cerrada y centrada en el principio de sostenibilidad a una de mayor concesión debido a la necesidad política-económica de llegar a un acuerdo, una contraparte unificada y la necesidad de reducir la incertidumbre en el contexto de la pandemia del COVID-19 (Roldan, 2021), el hecho de que el gobierno lograra una reestructuración en el lapso temporal de tan solo seis meses demuestra la no solo la voluntad constante -con muchas idas y vueltas- que el gobierno puso en esta temática, sino también el beneplácito de las fuerzas políticas -oficialista y oposición-.

En el caso de Líbano, la pandemia fue un paralizante para el gobierno en tanto se profundizó la crisis económica y financiera, lo que imposibilitó las negociaciones con los acreedores y dejó acorralado al gobierno ante la única opción de la cesación de pagos. A pesar de la voluntad del gobierno para abordar la cuestión de la deuda soberana junto con la aplicación de diversas reformas, no tuvo ni el consenso ni el apoyo político para llevar adelante tales iniciativas. La gran diferencia con el caso argentino en este caso, más allá de la voluntad del gobierno interino libanés, fue la falta de consenso y coordinación entre las diversas fuerzas políticas, lo que en un

escenario de crisis imposibilita cualquier tipo de accionar para su resolución. En el caso del gobierno libanés, el propio gabinete es quien abandona al Primer Ministro, también la Asociación de Bancos Libaneses (ABL) y los partidos tradicionales en el Parlamento, lo que ilustra el nivel de desacuerdo respecto a los planes de gobierno para salir de la crisis.

Esto último cristaliza otra diferencia entre ambos casos, diferencia que evidencia el por qué en el caso argentino hubo consenso cuando las fuerzas políticas rara vez se ponen de acuerdo en cuestiones tan relevantes como las que atañen a la política económica. El hecho de que Argentina ya atravesó múltiples procesos de reestructuración que le han dado cierto *expertise* en la temática, así como también pasó por situaciones traumáticas como el *default* técnico generado en 2014 por la medida cautelar de Griesa tras el fallo a favor de los “fondos buitres”, fueron sucesos que atravesaron y marcaron a la sociedad en su conjunto y dejó su huella en la memoria colectiva respecto a lo pernicioso que pueden ser estos procesos al no abordarlos de manera correcta.

Por otra parte, el precedente de la emisión de deuda soberana como parte de la política económica de Líbano comenzó en la década de 1990 con el objetivo de la reconstrucción posguerra civil y se mantuvo estable hasta marzo del 2020, momento en el que se declaró el *default*. Hasta ese momento, Líbano no había atravesado una crisis de deuda soberana como la actual debido a que el sistema a pesar de los *shocks* externos y las vulnerabilidades del mismo se mantuvo resiliente gracias a la estabilidad de la moneda y su anclaje al dólar norteamericano, las remesas de los libaneses que viven en el extranjero y la compra de títulos del Tesoro por parte de los bancos comerciales. Este círculo logró mantener la rueda funcionando hasta que los *shocks* externos empezaron a impactar. La magnitud del colapso es tan grande que “[...] combina un default de la deuda externa, una devaluación de la moneda y la bancarrota del sector bancario en una tormenta perfecta” (Snaije, 2022). El gran obstáculo para salir de la crisis es que el contrato social y económico instaurado al final de la guerra civil está roto y todos los intentos de formar coaliciones fracasaron, ya que las fuerzas políticas no pueden establecer un acuerdo sobre las prioridades y el tipo de reformas políticas, las clases gobernantes y económicas no quieren aceptar la reestructuración del sistema bancario que implicaría aceptar grandes pérdidas, así como tampoco hay acuerdo sobre la aplicación de diversas reformas estructurales.

Otra coincidencia es que en ambos casos el FMI tuvo un rol relevante en el desarrollo y la evolución de ambas crisis. Sin embargo, la diferencia se encuentra en la relación que mantuvieron con cada país y de qué manera se da este acercamiento. En el caso de Argentina, el rol que el FMI ha tenido fue funcional a la estrategia del gobierno, ya que ha apoyado la estrategia frente a los acreedores privados. Esto se debe a que la Argentina y el FMI estaban indirectamente asociados por el stock de deuda pendiente a este organismo. En este marco, para el FMI resultaba favorable apoyar una quita sustantiva a los acreedores privados, debido a que de esa manera se aseguraban más divisas para el cobro de sus acreencias.

Para Líbano la relación fue diferente, ya que no posee el historial controversial con el organismo como sí lo tuvo Argentina. Al no haber ejecutado ningún acuerdo, la forma en la que el Fondo ha tenido influencia en la política económica de Líbano ha sido en el marco del artículo 4 del Convenio Constitutivo del organismo. El FMI brindó asesoramiento sobre políticas al Líbano con el fin de lograr un nivel de deuda pública sostenible y garantizar la estabilidad macrofinanciera. El acercamiento del gobierno libanés al organismo se materializa a partir de la cesación de pagos y el acuerdo se alcanza de manera preliminar en abril del 2022, en el cual uno de los puntos que se exige para el desembolso de fondos es la reestructuración de la deuda con los acreedores externos.

Esto deriva en la contrastación afirmativa de la hipótesis planteada en esta tesina: *los cursos de crisis de deuda de Argentina y Líbano en el 2020 tuvieron resultados disímiles por la incidencia de dos factores: por una parte, el rol del FMI; por la otra el carácter de la reestructuración encauzada.*

Respecto a los acreedores externos, la coincidencia en la presencia de algunos fondos de inversión de gran magnitud como BlackRock y Fidelity, entre otros, destaca la "participación de bloqueo" que poseen, debido a que se trata de inversores que poseen el conocimiento y el capital que les permitirían adquirir cantidades dadas de ciertas series de bonos para limitar la aplicación de las CAC y negociar con mayor dureza, y los contactos para influir sobre el sistema político, lo que fortalece sus reticencias a aceptar quitas y cambios sustantivos en las condiciones de repago, así como también sus posibilidades de bloqueo a las iniciativas

gubernamentales. En ambos casos estos fondos sofisticados se agruparon rápidamente para coordinar su accionar a través de un comité representativo.

De acuerdo a lo analizado en el primer capítulo respecto a la cronología de una reestructuración de deuda soberana, podemos afirmar que Argentina pudo concluir de manera satisfactoria la reestructuración dando resolución a la crisis de deuda soberana a través del canje en septiembre del 2020, mientras que Líbano aún se encuentra inmerso en la etapa de las “preparaciones” o negociaciones para la reestructuración de su deuda.

De los resultados obtenidos en el transcurso de la investigación, puede colegirse que cuando un país enfrenta un monto de deuda insostenible, la reestructuración de su deuda es una condición necesaria para poder volver a crecer. De no darse este proceso, no podrá contar con los recursos para implementar el conjunto de políticas macroeconómicas que son necesarias para la recuperación. Sin embargo, generalmente, la reestructuración no es una condición suficiente. Si el alivio de deuda no se acompaña de otros cambios que permitan que la economía transite de la inestabilidad en que se encontraba hacia un escenario estable -que no sea de estancamiento-, tal alivio solo resultaría transitorio; excepto en casos en que sean accidentales las razones que hayan conducido a niveles excesivos de deuda, en relación a la capacidad de repago del país, como por ejemplo, un desastre natural que se entienda como un evento raro, cuya probabilidad de ocurrencia posterior no sea significativa. La reestructuración debe venir acompañada de cambios en las razones fundamentales que condujeron al problema de insostenibilidad.

A pesar de que el arribo a una reestructuración de deuda soberana con los acreedores privados es un hito muy positivo para cualquier gobierno, con los casos estudiados en esta tesina, se pudo comprobar que generalmente el alivio financiero posterior a la reestructuración es uno de los primeros pasos para encauzar una crisis económica, pero no el único.

## Bibliografía

- Amnistía Internacional. (2021). “Las protestas de octubre de 2019 de Líbano no eran sólo por el “impuesto a WhatsApp”. Disponible en: <https://www.es.amnesty.org/en-que-estamos/blog/historia/articulo/las-protestas-de-octubre-de-2019-de-libano-no-eran-solo-por-el-impuesto-a-whatsapp/#:~:text=Hacepor ciento20dospor ciento20apor cientoC3por cientoB1ospor ciento2Cpor ciento20elpor ciento2017,delpor ciento20conflictopor ciento20armadopor ciento20enpor ciento201990>.
- Al Modon. (2020). “The Lebanese Government Reform Program”. Disponible en: [\\*Microsoft Word - 2020'04'07 - Lebanese Government Reform Program v41 \(clean\).docx \(almodon.com\)](https://www.almodon.com/*Microsoft Word - 2020'04'07 - Lebanese Government Reform Program v41 (clean).docx (almodon.com))
- Asociación de Bancos de Líbano. (2013). “The Lebanese Banking Sector, Pillar of Lebanon’s stability”. Disponible en: <https://bit.ly/3cNmXm1>
- Arslanalp, S.; Bergthaler, W.; Stokoe, P.; Tieman, A. (2020). “Concepts, Definitions and Composition”. Extraído de: “Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners”.
- Alvarez, A. (2023). “La élite financiera. Una caracterización de los acreedores privados de la Argentina en la última reestructuración (2020)”, en “Debates actuales sobre dinámica y reestructuraciones de deuda pública desde la Argentina”.
- Assi, A. (2017). “Lebanon 2016: Reshuffling of Political Alliances and Vulnerable Political Compromises”. Geographical Overview. Middle East and Turkey.
- Bassem, S. (2022). “Lebanon: Financial crisis or national collapse?”. CIDOB, notes internacionales. Disponible en: [https://www.cidob.org/en/publications/publication\\_series/notes\\_internacionales/275/lebanon\\_financial\\_crisis\\_or\\_national\\_collapse](https://www.cidob.org/en/publications/publication_series/notes_internacionales/275/lebanon_financial_crisis_or_national_collapse)
- Banco Mundial (2015a). “Lebanon Economic Monitor: The economy of new divers and old drags”. Spring 2015. Disponible en: <https://www.worldbank.org/en/country/lebanon/publication/lebanon-economic-monitor-spring-2015>

- Banco Mundial (2015b). “Lebanon Economic Monitor: The great capture”. Fall 2015. Disponible en: <https://www.worldbank.org/en/country/lebanon/publication/lebanon-economic-monitor-fall-2015>
- Banco Mundial (2021). “Debt: Management, Transparency, Statistics and Sustainability”. Disponible en: <https://www.worldbank.org/en/topic/debt/overview>
- Banco Mundial (2022). “Lebanon Economic Monitor: Time for an equitable banking resolution”. Disponible en: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099927411232237649/pdf/IDU08288b3490ed820409e0886a08ea1efef93be.pdf>
- Benassi, J. (2020). “Reestructuración de deuda soberana: un estudio de casos comparados para Argentina, Uruguay, Belice y Grecia en el período 2003-2020.” Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de la Universidad Nacional de Mar del Plata.
- Bezus, P. (2022). “Volver al mundo la política exterior de Mauricio Macri (2015-2019)”. Disponible en: [http://sedici.unlp.edu.ar/bitstream/handle/10915/145048/Documento\\_completo.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://sedici.unlp.edu.ar/bitstream/handle/10915/145048/Documento_completo.pdf?sequence=1&isAllowed=y)
- Bifani, A. (2021). “The Origin of the Crisis in the Lebanese Banking Sector”, The Caravan Notebook. Hoover Institution. Disponible en: <https://www.hoover.org/research/origin-crisis-lebanese-banking-sector>
- Bloomberg (2020). “Declaración del Grupo Ad Hoc de Tenedores de Bonos del Líbano”. Disponible en: <https://docs.google.com/document/d/1uZZu4atrzASMttUFRhkCKcjesZ7197bwGSnKmiI8Sb0/edit>
- Bohoslavsky, J.P.; Cantamutto, F.; Costantino, A.; Rulli, M. (2023). “La deuda en América Latina y el Caribe durante la pandemia - Sus impactos de género”, en “Debates actuales sobre dinámica y reestructuraciones de deuda pública desde la Argentina”.
- Buchieri, F. y Mancha Navarro, T. (2019). “La (des)Política Económica de Macri: Nuevo Ciclo “de Ilusión y Desencanto” a lo largo de los últimos Cuarenta Años”. Instituto Universitario de Análisis Económico y Social. Universidad de Alcalá.

- Buchheit, L.; Chabert, G.; DeLong, C.; Zettelmeyer, J. (2020). "The Restructuring Process". Extraído de: "Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners".
- Buchheit, L. C., & Gulati, G. M. (2020). The Argentine Collective Action Clause Controversy (with Spanish Translation). *Capital Markets Law Journal* (forthcoming 2020).
- Burbridge, M (2020). "El Líbano se asoma a una crisis financiera muy similar a la de la Argentina en 2001". Publicado el 2 de junio en *El Cronista*. Disponible en: <https://www.cronista.com/finanzas-mercados/El-Libano-se-asoma-a-una-crisis-financiera-muy-similar-a-la-de-la-Argentina-en-2001-20200602-0080.html>
- Bloomberg (2022). "Lebanon Appeals to Creditors But Has Little Progress to Report". Publicado el 11 de mayo. Disponible en: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-05-11/lebanon-appeals-to-creditors-but-has-little-progress-to-report>
- CEPAL (2017). Estudio económico de América Latina y el Caribe. Argentina.
- CEPAL (2018). Estudio económico de América Latina y el Caribe. Argentina.
- CEPAL (2019). Estudio económico de América Latina y el Caribe. Argentina.
- CEPAL (2020). Estudio económico de América Latina y el Caribe. Argentina.
- CPCE (2020). "Alerta: grandes empresas argentinas podrían entrar en "default" y no pagar sus deudas". Disponible en: <https://cpcesfe1.org.ar/7552/economia-alerta-grandes-empresas-argentinas-podrian-entrar-en-default-y-no-pagar-sus-deudas/>
- Das, M.; Papaioannou, M.; Trebesch, C. (2012). "Sovereign debt restructurings 1950-2010: Literature survey, data, and stylized facts."
- Dalle, Pablo; Boniolo, Paula; Sautu, Ruth; Elbert, Rodolfo (2005). "Manual de metodología. Construcción del marco teórico, formulación de los objetivos y elección de la metodología". CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales. Disponible en: <http://biblioteca.clacso.edu.ar/gsd/collect/clacso/index/assoc/D1532.dir/sautu2.pdf>
- Della Porta, D. y Keating, M. (2008). "Análisis comparativo: la investigación basada en casos frente a la investigación basada en variables". *En Enfoques y metodologías de las ciencias sociales. Una perspectiva pluralista* (p. 211-236). Akal.
- Dias, D. A., Richmond, C., & Wright, M. L. (2014). The stock of external sovereign debt: Can we take the data at 'face value'? *Journal of International Economics*, 94(1), 1-17.

- Dibeh, G. (2020). "The Financial Recovery Plan: Its Impact on Lebanon's Economic Model, Negotiations with the IMF, and Recession". Disponible en: [https://lebanon.fes.de/fileadmin/user\\_upload/documents/Mckinsey\\_Plan/Critique\\_of\\_Government\\_Plan\\_.pdf](https://lebanon.fes.de/fileadmin/user_upload/documents/Mckinsey_Plan/Critique_of_Government_Plan_.pdf)
- El País (2016). "Líbano elige presidente tras más de dos años de vacío político". Disponible en: [https://elpais.com/internacional/2016/10/31/actualidad/1477916644\\_823699.html](https://elpais.com/internacional/2016/10/31/actualidad/1477916644_823699.html)
- Erce, A. (2013). "Sovereign debt restructurings and the IMF: implications for future official interventions (No. 143)". Federal Reserve Bank of Dallas.
- Fang, C.; Schumacher, J.; Trebesch, C. (2020). "Restructuring sovereign bonds: holdouts, haircuts and the effectiveness of CACs".
- Fernández Alonso, J. (2020a). "Las deudas soberanas bajo la crisis del COVID-19". Extraído de: "Relaciones internacionales en tiempos de pandemia". CIPEI. Disponible en: [https://ri.conicet.gov.ar/bitstream/handle/11336/136464/CONICET\\_Digital\\_Nro.5a4\\_7f685-a0dd-420a-b6fa-d799905b07cc\\_A.pdf?sequence=2&isAllowed=y](https://ri.conicet.gov.ar/bitstream/handle/11336/136464/CONICET_Digital_Nro.5a4_7f685-a0dd-420a-b6fa-d799905b07cc_A.pdf?sequence=2&isAllowed=y)
- Fernández Alonso, J. (2020b). "El proceso de reestructuración de la deuda argentina 2020 ¿demasiado poco?" CIPEI.
- Fernández Alonso, J. (2020c). "La gestión de la deuda soberana durante la administración de Mauricio Macri (2015-2019)". En: "La persistencia de la Argentina de Cambiemos".
- Fernández Alonso, J. (2020d). Economía Política Internacional y Relaciones Internacionales en Argentina: Propósito del abordaje de las cuestiones financieras. Studia Politicae. Número 50.
- Finckenstein, V. (2020). "Political paralysis at the brink of an economic collapse".
- FMI (2017a). "Argentina: 2017 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Argentina (No. 17/409)". IMF Country Report.
- FMI (2017b). "Lebanon: 2016 Article IV Consultation - Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Lebanon". IMF Country Report No. 17/19.
- FMI (2018a). "Argentina: First Review Under the Stand-by Arrangement; Inflation Consultation; Financing Assurances Review; and Requests for Rephasing, Augmentation, Waivers of Nonobservance and Applicability of Performance Criteria,

and Modification of Performance Criteria-Press Release”; Staff Report; and Staff Supplement (No. 18/297). IMF Country Report.

- FMI (2018b). “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”.
- FMI (2019). “Lebanon: 2019 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; Informational Annex; and Statement by the Executive Director for Lebanon”. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/10/17/Lebanon-2019-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-Informational-Annex-and-48733>
- FMI (2020a). “¿Qué es la sostenibilidad de la deuda?”. Disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2020/09/pdf/que-es-sostenibilidad-deuda-esencial.pdf>
- FMI (2020b). “A Crises Like No other, An Uncertainty Recovery”. World Economic Outlook Update. Junio 2020.
- FMI (2020c). “Argentina: Technical Assistance Report-Staff Technical Note on Public Debt Sustainability (No. 20/83). IMF Country Report”
- FMI (2023). “Lebanon: Staff Concluding Statement of the 2023 Article IV Mission”. Publicado el 23 de marzo. Disponible en: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/03/23/lebanon-staff-concluding-statement-of-the-2023-article-iv-mission>
- Fortuna (2020). “Quiénes son los mayores acreedores de Argentina”. Publicado el 2 de marzo de 2020. Disponible en: <https://fortuna.perfil.com/noticias/economia/2020-03-02-209684-quienes-son-los-mayores-acreedores-de-argentina.phtml>
- Fouad, G. (2004). “A Political Economy of Lebanon, 1948-2002: The Limits of Laissez-Faire”. Leiden: Brill.
- Frenkel, A. (2016). ““Muevan el mundo que me quiero subir”: Política exterior e integración regional en el gobierno de Mauricio Macri”.
- Frieden, J. & Lake, D. (2000). “International Political Economy. Perspectives on global power and wealth.” Londres/Nueva York: Routledge.
- Gallagher, K. (2011a). “The New Vulture Culture: Sovereign debt restructuring and trade and investment treaties”. Disponible: [https://www.networkideas.org/wp-content/uploads/2017/09/02\\_2011.pdf](https://www.networkideas.org/wp-content/uploads/2017/09/02_2011.pdf)

- Gallagher, K. (2011b). "Sovereign debt restructuring and international investment agreement". Disponible en: [https://unctad.org/system/files/official-document/webdiaepcb2011d3\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/webdiaepcb2011d3_en.pdf)
- Gilpin, R. (1987). The Political Economy of International Relations, Princeton: Princeton University Press.
- Godoy, P. (2019). Ficha de Cátedra "La Economía Política Internacional: Los aportes de Susan Strange y Robert Gilpin." Extraído de la bibliografía de Teoría de las Relaciones Internacionales de la Universidad Nacional de Rosario.
- Guechati, I. y Chami, M. (2022). "Lebanon, economic and financial crises, reasons for collapse". Revue Française d'Economie et de Gestion «Volume 3 : Numéro 6. P 276 – 291.
- Guzman, M. y Stiglitz, J. (2016) "Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring that Works". Disponible en: <https://www8.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/sites/jstiglitz/files/Ch.1por ciento20-por ciento20Guzman-Stiglitzpor ciento20UPDATED.pdf>
- Guzman, M. (2017). "Decisiones de endeudamiento soberano en presencia de un no-sistema para resolver crisis de deuda: lecciones para la Argentina". Disponible en: <https://vocesenelfenix.economicas.uba.ar/decisiones-de-endeudamiento-soberano-en-presencia-de-un-no-sistema-para-resolver-crisis-de-deuda-lecciones-para-la-argentina/>
- Hagan, S.; Obstfeld, M.; Thomsen; P. (2017). "La perspectiva del FMI sobre la deuda soberana". Disponible en: <https://www.imf.org/es/Blogs/Articles/2017/02/23/dealing-with-sovereign-debt-the-imf-perspective>
- Hamadeh, H. (2022). "Lebanon's financial crisis and the International Monetary Fund. The Hassan Diab Government and the Fund".
- Housari. N. (2019). "Hassan Diab set to be next Lebanon PM. " Disponible en: <https://www.arabnews.com/node/1601516/middle-east>
- Infobae (2020). "El Gobierno oficializó la ley para la renegociación de la deuda, que defenderá Guzmán en el Congreso". 12 de febrero de 2020. Disponible en: <https://www.infobae.com/economia/2020/02/12/el-gobierno-oficializo-la-ley-para-la-renegociacion-de-la-deuda-que-defendera-guzman-en-el-congreso/>

- Infobae (2023). “El Líbano devaluó su moneda respecto al dólar un 90 por ciento”. Publicado el 1 de febrero. Disponible en: <https://www.infobae.com/america/mundo/2023/02/01/el-libano-devaluo-el-tipo-de-cambio-oficial-en-un-900/>
- Ishker, N., & Youssef, J. (2022). “Economic crises and the reform programs: Will the IMF assistance rescue Lebanon?” *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 9(2), 281-293. Disponible en: <https://doi.org/10.21744/irjm.v9n2.2066>
- Khoury, P.; Azar, E.; Hitti, E. (2020). “COVID-19 Response in Lebanon Current Experience and Challenges in a Low-Resource Setting”. Disponible en: <https://jamanetwork.com/journals/jama/fullarticle/2768892>
- La Nación (2020). “Deuda. La estrategia "Pac-Man" que los analistas ven peligrosa en la negociación. Publicado el 11 de junio. Disponible en: <https://www.lanacion.com.ar/economia/deuda-la-estrategia-pac-man-analistas-ven-peligrosa-nid2377240/>
- Lorenzini, M. E. (2019). Ficha de Cátedra “Modos de narrar la evolución de la Disciplina de las Relaciones Internacionales: Paradigmas, Debates y auto-imágenes”
- Maktabi, W.; Zoughaib, S.; Atallah, S. (2022). “Impoverish and Conquer: How has the Lebanese state responded to the financial crisis?”. Disponible en: <https://www.thepolicyinitiative.org/article/details/176/impoverish-and-conquer-how-has-the-lebanese-state-responded-to-the-financial-crisis>
- Mazzina, C. y González Cambel, M. (2018). “Continuidades y cambios de la política exterior del Kirchnerismo y el gobierno de Cambiemos”. Disponible en: <https://www.redalyc.org/journal/522/52269559006/html/>
- Middle East Monitor (2022). “Lebanon recovery plan includes Central Bank debt write-off, haircuts to depositors”. Publicado el 20 de mayo. Disponible en: <https://www.middleeastmonitor.com/20220520-lebanon-recovery-plan-includes-central-bank-debt-write-off-haircuts-to-depositors/>
- Montal, F.; Vazquez, Y. (2021). “Argentina 2020: pandemia, deuda externa y la región a la derecha”. *Revista de Ciencia Política*. Instituto de Ciencia Política de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Disponible en:

[https://www.scielo.cl/scielo.php?pid=S0718-090X2021000200187&script=sci\\_arttext&tIng=en](https://www.scielo.cl/scielo.php?pid=S0718-090X2021000200187&script=sci_arttext&tIng=en)

- Mora, N. (2020). "A primer on the Financial Crisis in Lebanon: A Historical and Cross-Country Perspective". Disponible en: <https://sites.google.com/site/drnadamora/home>.
- Mosley, L y Rosendorff, P. (2023). "The Unfolding Sovereign Debt Crisis". Disponible en: <https://online.ucpress.edu/currenthistory/article/122/840/9/195022/The-Unfolding-Sovereign-Debt-Crisis>
- Munevar, D. (2012). "La deuda externa: conceptos y realidades históricas". Universidad Nacional Autónoma de México. Disponible en: [https://conceptos.sociales.unam.mx/conceptos\\_final/498trabajo.pdf](https://conceptos.sociales.unam.mx/conceptos_final/498trabajo.pdf)
- Nemiña, P. y Val, M. E. (2020). "La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia COVID-19. Implicancias y perspectivas para los países en desarrollo". Fundación Carolina. Disponible en: [https://www.fundacioncarolina.es/wp-content/uploads/2020/11/DT\\_FC\\_38.pdf](https://www.fundacioncarolina.es/wp-content/uploads/2020/11/DT_FC_38.pdf)
- Nohlen, D. (2020). "Capítulo tercero: el método comparativo". Extraído de "Antologías para el estudio y la enseñanza de la ciencia política". Volumen III: La metodología de la ciencia política" de Sánchez de la Barquera y Arroyo, H. Disponible en: <https://biblio.juridicas.unam.mx/bjv/detalle-libro/6180-antologias-para-el-estudio-y-la-ensenanza-de-la-ciencia-politica-volumen-iii-la-metodologia-de-la-ciencia-politica>
- OPC. (2020a). "Proceso de reestructuración de los bonos bajo ley extranjera. Acuerdo con los principales grupos de acreedores". Disponible en: <https://www.opc.gob.ar/deuda-publica/proceso-de-reestructuracion-de-los-bonos-bajo-ley-extranjera-acuerdo-con-principales-grupos-de-acreedores/>
- OPC. (2020b). Operaciones de Deuda Pública — Enero de 2020. <https://www.opc.gob.ar/operaciones-dedeuda-publica/operaciones-de-deuda-publica-enero-2020-2/>
- OPC. (2020c). "Análisis de la Propuesta de Reestructuración de Bonos bajo Legislación Extranjera". Disponible en: <https://www.opc.gob.ar/deuda-publica/analisis-de-la-propuesta-de-reestructuracion-debonos-bajo-legislacion-extranjera/>
- OPC. (2020d, junio 22). PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN DE LOS BONOS BAJO LEY EXTRANJERA - ANÁLISIS DE NUEVAS OFERTAS. Oficina de Presupuesto del Congreso.

<https://www.opc.gob.ar/deuda-publica/proceso-de-reestructuracion-de-los-bonos-bajo-leyextranjera-analisis-de-nuevas-ofertas>

- Ranieri, A. (2015). “Deuda soberana: problemas y soluciones en la encrucijada”. Disponible en: <http://www.derecho.uba.ar/publicaciones/pensar-en-derecho/revistas/6/deuda-soberana-problemas-y-soluciones-en-la-encrucijada.pdf>
- Reuters (2019). “Lack of legal clause poses risk for crisis-hit Lebanon bonds”. Disponible en: <https://www.reuters.com/article/us-lebanon-protests-debt-idUSKBN1Y117Z>
- Reuters (2021). “Foreign creditors urge Lebanon to begin debt restructuring talks”. Publicado el 21 de septiembre. Disponible en: <https://www.reuters.com/world/middle-east/lebanons-international-creditors-urge-new-govt-begin-debt-restructuring-talks-2021-09-21/>
- Reuters (2021a). “Lebanon to resume IMF talks, begin reforms, draft policy statement says”. Publicado el 15 de septiembre. Disponible en: <https://www.reuters.com/world/middle-east/exclusive-lebanon-resume-imf-talks-begin-reforms-draft-policy-statement-says-2021-09-15/>
- Roldan, V. (2021). “La renegociación por la reestructuración de la deuda soberana argentina con los acreedores privados poseedores de instrumentos bajo jurisdicción extranjera durante 2020” . Tesina de grado. Disponible en: <https://rehip.unr.edu.ar/handle/2133/23050>
- Roos, J. (2019). “Why Not Default? The Political Economy of Sovereign Debt” .
- STATISTA. (2022). “Lebanon: National debt in relation to gross domestic product (GDP) from 2010 to 2020”. Disponible en: <https://www.statista.com/statistics/455257/national-debt-of-lebanon-in-relation-to-gross-domestic-product-gdp/>
- Sturzenegger, F. (2019). “Macri’s Macro: The meandering road to stability and growth.” Brookings Papers of Economic Activity, 135
- Tierney, J. (2017). “Constructing Resilience: Real Estate Investment, Sovereign Debt and Lebanon’s Transnational Political Economy”. UC Berkeley Electronic Theses and Dissertations.

- The Economist. (2019). "A Long-Feared Currency Crisis has Begun to Bite in Lebanon". 5 de Octubre. Disponible en: <https://www.economist.com/middle-east-and-africa/2019/10/05/a-long-feared-currency-crisis-has-begun-to-bite-in-lebanon>
- The New York Times. (2020). "Lebanon Will Default on Foreign Debt Payment Amid Deepening Economic Crisis". Publicado el 7 de marzo. Disponible en: <https://www.nytimes.com/2020/03/07/world/middleeast/lebanon-debt-financial-crisis.html>
- The San Diego Union-Tribune. (2022). "Líbano aplicará en octubre las reformas exigidas por el FMI". Publicado el 10 de octubre. Disponible en: <https://docs.google.com/document/d/1uZZu4atrzASMttUFRhkCKcjesZ7197bwGSnKmil8Sb0/edit#>
- Tierner, J. (2017). "La diáspora, la deuda y la dolarización: desentrañando la resiliencia del Líbano ante una crisis de la deuda soberana".
- Tur Juan, V. (2018). "Análisis de la deuda pública en el mundo". ICADE Business School.
- Tussie, D. (2015). "Relaciones Internacionales y Economía Política Internacional: notas para el debate".
- UNCTAD. (2015). "Sovereign Debt Workouts: Going Forward. Roadmap and Guide". Disponible en: [https://unctad.org/system/files/official-document/gdsddf2015misc1\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/gdsddf2015misc1_en.pdf)
- Val, M.E. (2016). "Una caracterización de los Holdouts". Disponible en: <https://noticias.unsam.edu.ar/2016/03/18/val/>
- Val, M.E. (2023). "Los mecanismos para la resolución de crisis de deuda soberana: transformaciones y propuestas". En "Debates actuales sobre dinámica y reestructuraciones de deuda pública desde la Argentina".
- Vommaro, G. (2019). "De la construcción partidaria al gobierno: PRO-Cambiemos y los límites del "giro a la derecha" en Argentina". Disponible en: <https://journals.openedition.org/colombiaint/4756>
- Weidemaier, W. (2014). "Contracting for State Intervention: The Origin Of Sovereign Debt Arbitration".
- Zahreddine, D. (2021). "Del pequeño Gran Líbano: los desafíos contemporáneos de la República Libanesa en el contexto convulso del Medio Oriente", en "A diez años de la Primavera Árabe. Los desafíos de una región convulsa."

- Zelicovich, J. (2017) “Lo que importa es la pregunta. Aportes de la Economía Política Internacional en Latinoamérica para el debate en el contexto de crisis de la globalización”. Disponible en:  
<http://www.scielo.org.ar/pdf/relin/v27n54/v27n54a05.pdf>