

Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado

---

**MAESTRÍA EN FINANZAS**

---

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA

---

El impacto de la deuda pública en el desarrollo del mercado  
de capitales en Argentina. Estudio de caso (2017-2023).

---

AUTOR: FRANCISCO SILVA MARIÑOS

DIRECTOR: LEONARDO STANLEY

JUNIO 2024

---

## **Dedicatoria**

A mi madre y mi familia por su apoyo y estar siempre presentes.

A la universidad pública y todos los que pasan por ella.

## **Resumen**

El presente trabajo se propone analizar la relación entre la deuda pública y el mercado de capitales local, a través del estudio del caso del reperfilamiento de deuda que sucedió en Argentina, con foco en los años de 2017 a 2023.

Este caso marcó un nuevo hito dentro del historial crediticio argentino. Cuenta con la particularidad que comprendió títulos de deuda negociados en el mercado doméstico, y a su vez, significó un incumplimiento de deuda en moneda local, con lo que esto considera en un país afectado por constantes crisis y procesos inflacionarios crónicos, dejando profundas marcas en todo el arco de inversores que incluso aún se encuentran presentes. Caídas inéditas en valorizaciones y patrimonios, tasas de interés en niveles de insostenibilidad, daños a la confianza de inversores y la ausencia de un mercado de deuda en pesos son algunos de los ejemplos observados como consecuencia del proceso de endeudamiento que decantó en el reperfilamiento. En la actualidad, el mercado de capitales ha logrado superar parcialmente este episodio, sin embargo, se encuentra frente a una serie de desafíos que dificultan su pleno desarrollo (algunos producto del reperfilamiento y otros nuevos), sobre los que también se busca ahondar en pos de contribuir a superar esta cuenta pendiente en nuestro país.

En base a la información de mercado recolectada, la revisión del accionar del Estado y un trabajo de campo enfocado en público participante e interesado en tópicos de inversiones, se aspira describir el impacto y relevancia que tiene la gestión de la deuda pública para con el mercado de capitales local y sus aspiraciones de desarrollo. A su vez, pretende contribuir al campo de la investigación en lo que respecta a eventos de renegociación y gestiones de deuda específicamente en moneda local, junto a la identificación de hechos claves de este caso de estudio que sean de utilidad para futuros procesos en nuestro país y para el público que forma parte de la industria del mercado de capitales.

## Índice

1. Introducción .....	4
1.1 Contexto .....	4
1.2 El reperfilamiento de la deuda pública.....	7
1.3 Objetivos del Trabajo Final.....	9
2. Marco referencial para el abordaje conceptual.....	11
2.1 Mercado de capitales.....	11
2.2 Deuda pública.....	12
2.3 Sustentabilidad de deuda.....	12
2.4 Crisis financieras: crisis cambiarias, bancarias y de deuda.....	13
2.5 Reprogramación y refinanciación de deuda.....	14
2.6 Estado del arte.....	14
2.7 Perspectiva propia.....	19
3. Presentación del caso .....	20
3.1 Dimensión contextual.....	20
3.2 Dimensión mercado.....	30
3.3 Dimensión consumidor o cliente.....	34
4. Análisis del caso.....	36
4.1 De la renovación de expectativas a un nuevo incumplimiento, y sus consecuencias en el mercado de capitales .....	36
4.2 Resolución del reperfilamiento y adaptaciones en el mercado de capitales durante el período 2019-2021 .....	47
4.3 Status actual del mercado de capitales y la deuda pública en pesos .....	55
5. Trabajo de campo.....	64
5.1 Diseño de la investigación.....	64
5.2 Realización y presentación de resultados del trabajo de campo.....	66
6. Consideraciones finales.....	72
7. Referencias bibliográficas .....	77
8. Anexos.....	82

## 1. Introducción

### 1.1 Contexto

Sin lugar a duda, tanto para residentes como extranjeros conocedores de cuestiones de gestión de las finanzas públicas nacionales, e incluso no tan conocedores, nuestro país es célebre mundialmente por el desarrollo de su economía y los ciclos de altibajos a lo largo de la historia, y más aun específicamente, por los sucesivos eventos de renegociaciones de deuda por los cuales atravesó.

Son estos eventos los cuales impactan negativamente en la confianza del público inversor y en el mercado de capitales local y sus ideas de desarrollo, dado que éste depende de gran manera de los títulos de deuda del sector público<sup>1</sup> y la gestión que realice el Gobierno nacional con ellos, ya que el Estado es el principal actor en mercados de este tipo (para el caso de nuestro país), en los cuales, según Colombo (2010), “La confianza es un ingrediente crítico, si no *el* crítico, para el éxito de los mercados de capitales (y de la economía de libre mercado en general)” (p. 830). Tal es el problema de credibilidad y confianza en el funcionamiento de la economía y el mercado de capitales en Argentina, que los ciudadanos poseen un ahorro sin declarar en el exterior que representa 9 (nueve) veces la capitalización de las empresas local, y 10 (diez) veces el nivel de reservas brutas internacional de los últimos años (Zuchovicki, 2023; Henry, 2012). Es así que los títulos de deuda pública funcionan como “termómetro” del sentimiento de los inversores, la perspectiva de la economía en general y el nivel de expectativas a corto y mediano plazo. En contraposición a los títulos de deuda emitidos por el sector público (nación, provincias y municipios), el mercado de capitales también cuenta dentro de su negociación a los emitidos por firmas privadas, los cuales gozan de una mayor reputación debido a una mayor regularidad en el cumplimiento de sus pagos, sin embargo, se corresponden con una ínfima porción de éste.

Situados en los años 2000, y más específicamente en la década de 2010, ya vivenciada la crisis financiera internacional de 2007-2008 (la última gran crisis vivida luego de la Gran Depresión) y en vías de alcanzar los niveles de la economía previos a esta misma, podemos identificar el inicio de un proceso de estancamiento en nuestro país que configuraría una nueva crisis local en la que se verían castigadas las principales variables económicas, junto a un nivel moderado de inflación y la llegada de un nuevo default de

---

<sup>1</sup> De acuerdo con datos de Bolsas Y Mercados Argentinos (BYMA), en 2023 el 47% del total de volumen negociado corresponde a títulos públicos, y si se excluyen las cauciones, el 71%.

deuda, al recibir un fallo adverso en los tribunales de Estados Unidos ante un reclamo iniciado por fondos de inversión “buitres” (un grupo de acreedores que no aceptaron los canjes de deuda de los años 2005 y 2010 propuestos). Junto a la llegada una nueva conducción política a fines de 2015, la crisis en la que se encontraba navegando el país terminaría agravándose no sin pasar antes por un breve período de renovación de expectativas o “verano financiero”, después del cual sobrevino una profunda caída del producto y agravamiento inflacionario que alcanzarían niveles no experimentados en períodos recientes. Todo ello, en definitiva, afectaría a la economía del país (Álvarez Agis, 2023), disparando porcentajes de la deuda bruta en moneda extranjera en relación con el PBI que rondarían el 70% a finales del año 2019, porcentaje muy por encima del observado entre sus pares latinoamericanos, una medida que representa la fragilidad de su capacidad financiera, de acuerdo con datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL, 2023).

Luego de múltiples intentos por evitar el colapso del curso de la economía y mantener una deuda que performe en una situación de normalidad, incluyendo recalibraciones en metas inflacionarias, nuevos títulos de deuda que fijen el costo de dinero de la economía, ventas de reservas para contener el tipo de cambio y pedidos de asistencia extraordinaria a organismos como el Fondo Monetario Internacional (FMI), es como llegamos a situarnos en el mes de agosto de 2019, en el cual la Argentina ingresa a un nuevo default al incurrir en un incumplimiento en el pago de su deuda doméstica en pesos y dólares de corto plazo e iniciando conversaciones para evitar que suceda lo mismo con la deuda externa de mediano y largo plazo, en su mayoría en moneda extranjera.

Este trabajo pretende estudiar el impacto y la relación que posee la gestión de deuda pública doméstica en el mercado de capitales argentino, mercado que se erige como una de las principales herramientas para la ejecución del programa económico y financiero de un gobierno, y su desarrollo, federalización e inclusión dentro de él de todo el abanico del público inversor es condición necesaria para el crecimiento sostenido de la economía (Cosentino, 2021).

Es de especial relevancia el tópico del desarrollo del potencial de nuestro mercado de capitales dado que, a pesar de los intentos y búsquedas de crecimiento, se ha visto reiteradamente golpeado y tristemente famoso tras los diferentes procesos de reconfiguración en su deuda pública nacional e internacional, comúnmente conocidos como defaults de deuda. Asimismo, los fuertes niveles de inflación que ha experimentado el país a lo largo de su historia reciente, generan un gran desincentivo al ahorro y financiamiento

en la moneda nacional ya que no se posee un horizonte claro respecto al devenir de la operación que se pueda llegar a realizar. Es así como, en definitiva, el mercado de capitales local se ve golpeado por duplicado.

Partiendo de esta base, el caso a estudiar trata sobre un proceso de carácter reciente, que tuvo lugar central en el año 2019 (habiéndose gestado años atrás y con consecuencias en la actualidad), y ha marcado el sentido de la política económica y financiera del país.

Pese a ello, el citado evento aún no ha sido estudiado en profundidad. Dadas las condiciones actuales del mercado de capitales, se ha llevado adelante un proceso de recuperación del crédito soberano, subsoberano<sup>2</sup> y corporativo que logró dejar atrás la extrema situación de vulnerabilidad y crisis atravesada durante el año 2019, aunque es necesario destacar que se han generado otros factores que constituyen una amenaza creciente para el desarrollo buscado. Es por esto por lo que se entiende oportuno que resulta posible analizar el fenómeno del reperfilamiento de deuda desde una mirada global y con mayor perspectiva.

Con el objetivo de clarificar los últimos grandes hitos de la Argentina en lo que respecta a eventos de renegociación de deuda desde la salida de la convertibilidad hasta la actualidad, se detalla el presente cuadro.

Evento de negociación	Años	Alcance
Reestructuración de deuda luego de la convertibilidad	2005 y 2010	Deuda en moneda extranjera con bonistas privados
Acuerdo con el Club de París	2014	Deuda en moneda extranjera con organismos internacionales
Acuerdo con fondos buitres	2016	Deuda en moneda extranjera con tenedores que no ingresaron a canjes de 2005 y 2010
Reperfilamiento de deuda en el mercado local	2019	Deuda en moneda nacional y extranjera de corto plazo con negociación en el mercado local
Reestructuración de deuda luego de la vuelta al FMI	2020	Deuda en moneda extranjera con bonistas privados

<sup>2</sup> Relativo a las provincias o municipalidades.

Del panorama informado, el presente trabajo se focalizará en el reperfilamiento de deuda ocurrido en agosto de 2019, que comprendió la resolución de alrededor de 25 mil millones de dólares en concepto de capital e interés en títulos denominados en pesos y dólares, cuyo ámbito de negociación era el mercado de capitales doméstico.

## **1.2 El reperfilamiento de la deuda pública**

Al analizar el historial crediticio argentino, se cuenta con varios casos de estudio respecto a situaciones de extrema vulnerabilidad y reestructuraciones de deuda, sin embargo el reperfilamiento ocurrido en el año 2019 cuenta con características de particular interés que merecen ser estudiadas y ampliadas, entre ellas, la de haber sido gestado en un marco de cambio de expectativas y una renovada apertura a los mercados financieros -similar a la ocurrida en la década de 1990- que significó un quiebre y profundos cambios respecto al devenir económico de Argentina hasta ese momento.

Para adentrarnos en este caso, es importante remarcar la situación económica del país a mediados de la década del 2010, donde la restricción externa se veía reflejada en continuos saldos deficitarios en los agregados de la balanza de pagos, episodios de fuga de capitales sumada a ganancias corporativas no reinvertidas en el país, una alarmante caída de reservas internacionales (de 52 mil millones de dólares en 2011 hacia 25 mil millones de dólares a fines del 2015), tasas de interés reales negativas y una política de devaluaciones graduales insuficiente, bajo los objetivos de sostener el ritmo de la economía junto a la protección del ingreso y nivel de empleo (Manzanelli et al, 2014). El caso de Argentina durante los años mencionados es visto como ejemplo de macropopulismo por Stanley (2018), ya que desafiada por la globalización financiera -la cual expone en demasía a las economías debido a las oscilaciones de capital- se vio obligada a instaurar políticas financieras represivas y controles cambiarios (como lo fue el caso de las limitaciones a la compra de divisas) para disuadir fugas masivas de capital.

Es así como junto a un nuevo signo político tuvo lugar una nueva aventura de reinsertión pro-mercado, lo que significó el inicio de un proceso de endeudamiento en moneda local y extranjera de gran envergadura sumado a una liberación abrupta en los controles cambiarios fuertemente instaurados hasta la fecha, lo que abrió la puerta a capitales extranjeros en búsqueda de inversiones financieras. Argentina volvió a interesar en los operadores financieros globales.

Poco tiempo después, sin embargo, a causa de decisiones de gestión macroeconómicas erróneas tanto como por factores externos, la Argentina confrontaba un nuevo período de turbulencia e irrumpían así una nueva crisis cambiaria y de deuda, retroalimentándose entre sí mismas. La situación desencadenó una serie de bruscas devaluaciones, lo cual aumentó la desconfianza en los agentes económicos respecto a la capacidad de pago del Estado sobre sus compromisos adquiridos, lo que significó un riesgo país<sup>3</sup> superior a los 2.000 puntos, por ejemplo.

Es así como se configuró un proceso de inestabilidad que condujo a un pedido de asistencia crediticia extraordinaria al FMI en el año 2018, salvataje financiero que se transformó en el más elevado otorgado en la historia por dicho organismo hasta la fecha (FMI, 2021), por encima de toda expectativa dada la cuota que posee Argentina en el Fondo, ya que se estimaba recibir 25 mil millones de dólares y el primer acuerdo contemplaba 50 mil millones (Álvarez Agis, 2023), lo que terminó convirtiendo a la Argentina en su deudor principal (Oficina de Presupuesto del Congreso [OPC], 2021). La estrategia de acudir al Fondo tenía como objetivo el mostrar fortaleza ante los mercados, para así recobrar la confianza y continuar obteniendo financiamiento como había sido hasta la fecha, sin embargo, fue utilizado para evitar el default de deuda externa que se encontraba en una situación de insostenibilidad y financiar al mismo tiempo la salida de Argentina de capitales que durante los últimos años habían ingresado con fines especulativos y financieros (FMI, 2021). Un año más tarde tendría lugar finalmente el reperfilamiento de la deuda pública tanto en moneda extranjera como local, siendo el caso de estudio del presente trabajo. De tal magnitud fueron los daños que provocó la medida de postergar los pagos y vencimientos en moneda local que las tasas de interés efectivas aumentaron hasta un 150% a 300% anual, produciéndose así una pérdida de credibilidad en la moneda con consecuencias inconmensurables y sobre todo un profundo daño a la comunidad inversora e industria del mercado de capitales, que debieron afrontar enormes pérdidas en términos económicos, financieros y de negocio.

Este último naufragio crediticio del Estado argentino es uno de los principales factores que explican por qué el mercado de capitales local continúa siendo marginal. Basta comparar, a modo de ejemplo, el nivel actual de capitalización del mercado accionario respecto al PBI, el cual en Argentina oscila entre el 10% y 20% durante los últimos años,

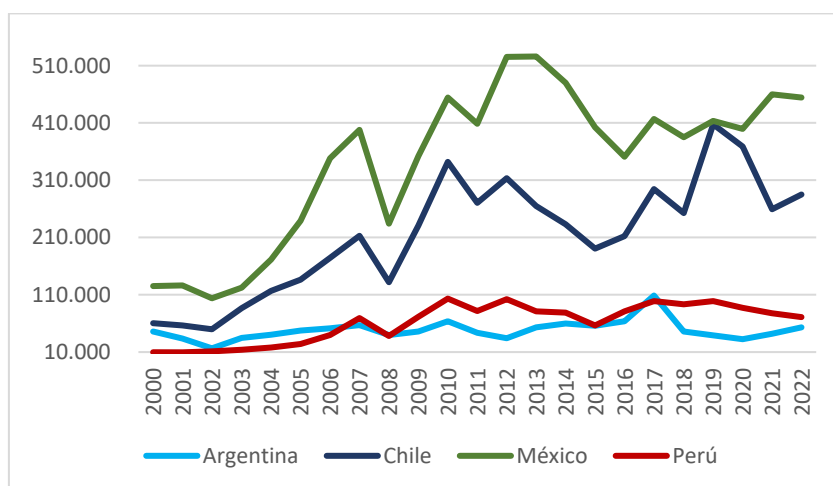
---

<sup>3</sup> El Emerging Markets Bonds Index (EMBI) es el principal indicador de riesgo país y es calculado por el JP Morgan Chase, el banco más grande de Estados Unidos.

mientras que en países vecinos como Perú es del 40%, Brasil se encuentra por encima del 50% y Chile un 70% (Banco Central de la República Argentina [BCRA], 2021; Banco Mundial, 2022). En caso de revisar la capitalización del mercado accionario en dólares en el tiempo, nuestro país no ha podido realizar grandes avances y ha quedado rezagada frente a otras naciones que se encontraban en su mismo nivel a comienzos del milenio, como es el caso de Chile y México, y también superado por otras como Perú en los últimos años, la que se encontraba muy por debajo respecto al mismo punto de partida (figura 1).

### Figura 1

*Evolución de la capitalización de mercado de empresas domésticas cotizantes en bolsa (en millones de dólares).*



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

Indicadores como éstos implican que la situación es altamente perjudicial no sólo para los gobiernos nacionales, provinciales y municipales, sino que también afecta a la economía en todo su espectro, ya sean pequeñas y medianas empresas, como al público inversor que carece de vías para canalizar su ahorro. Algunos números que lo demuestran son alrededor de las 630.000 cuentas de inversión existentes con saldo en nuestro país que se tenían registro en 2022 (cercano al 2% de la población mayor de 18 años).

### 1.3 Objetivos del Trabajo Final

En primer lugar, el presente trabajo final intenta caracterizar la relación existente entre la gestión de la deuda pública y la industria del mercado de capitales argentino a través

del análisis del proceso de reperfilamiento de deuda ocurrido en nuestro país en el año 2019. A tal fin, se obtuvieron y analizaron documentos y datos oficiales que permiten vislumbrar la marcha general de las principales variables económicas, como el nivel de endeudamiento sobre PBI, tipo de cambio y déficit fiscal en los años previos al reperfilamiento. Asimismo, se identificaron hechos relevantes por parte del Gobierno Nacional respecto a decisiones de política financiera y gestión de deuda, junto al relevamiento de información histórica sobre operatoria en el mercado de capitales local, destacando las principales consecuencias que tuvieron lugar en éste ante el reperfilamiento de deuda.

Intenta también describir el proceso de resolución del reperfilamiento durante el período 2019-2021 junto a los cambios y adecuaciones que tuvieron lugar en el mercado de capitales, analizando la actuación del Ministerio de Economía de Argentina (MECON) respecto a la problemática de la gestión de deuda junto a la estrategia empleada para hacer frente a esta situación (identificando cronogramas de licitaciones, emisiones de deuda informadas y comunicados a inversores, principalmente). Pretende también indagar sobre cuál fue la reacción y desenvolvimiento del mercado ante este proceso de resolución.

Por último, se busca analizar el estado actual del mercado de capitales, observando los principales desafíos por resolver (derivados del reperfilamiento o nuevos) respecto a la deuda pública en pesos y el desarrollo del mercado mismo. Se relevó la actuación del Estado Nacional como emisor de deuda una vez resueltos los créditos en condiciones de default y en proceso de reestructuración, observando las emisiones realizadas y principales resultados alcanzados. Se analizarán indicadores que permitan dar cuenta del devenir financiero (como son el porcentaje de deuda sobre PBI, participación público y privada en la composición de la deuda y vida promedio de títulos, a modo de ejemplo). Como trabajo de campo, se realizó una encuesta a un público con participación activa en inversiones financieras o con interés en éstas para conocer su opinión respecto al reperfilamiento de deuda, como también los cambios que generó y puede generar en su comportamiento y decisiones de inversión.

## **2. Marco referencial para el abordaje conceptual**

### **2.1 Mercado de capitales**

Definiremos en primer lugar al mercado de capitales. Este tipo de mercado, tal como señala D'atellis (2014), no solo resulta ampliamente desconocido por el grueso de la población, sino también por numerosos sectores de la economía. Tal el caso de las PYMES, las cuales mantienen una visión sesgada de este mercado, pues desconocen las alternativas de inversión que éste ofrece, al tiempo que, inconscientemente asocian al mercado de capitales con las grandes empresas y su contraste y comparación con los préstamos y financiaciones bancarias, de acuerdo con el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CPCECABA, 2018). Es en concreto un mercado financiero en el cual se encuentran oferentes (ahorristas e inversores) y demandantes de dinero (empresas y Estados, principalmente), en el que ocurre una transmisión de valor entre ellos mediante diversas formas de títulos valores, con el objetivo de canalizar el ahorro y la inversión a los fines que el demandante considere. Es por esta constitución como un medio o instrumento para dirigir el ahorro, de la mano de mecanismos de liquidez y transparencia en la información, que el mercado de capitales junto al sistema financiero tienen un papel de fundamental importancia en el desarrollo productivo de regiones como América Latina, dada la pobre infraestructura de sus sistemas financieros, la alta desconfianza y bajos niveles de ahorro (Cárdenas Sosa, 2020). La financiación que tiene lugar en el mercado de capitales es de tipo directa, a diferencia de los sistemas de intermediación en el que instituciones como bancos y aseguradoras median entre tenedores de riqueza y tomadores de fondos.

Al realizar una clasificación de los mercados de capitales, se encuentran los desarrollados, propios de los países más avanzados económicamente, que gozan de gran liquidez, capitalización bursátil y calificaciones crediticias. Luego están los mercados emergentes, situados en aquellos países que se caracterizan por un rápido crecimiento económico y se encuentran en vías de desarrollo (grupo en el que podemos encontrar a la Argentina). Por último, están los mercados de frontera, considerados los más riesgosos y desfavorecidos en términos de capitalización, flujos de inversión extranjera y liquidez (CPCECABA, 2018).

## **2.2 Deuda pública**

En los mercados de capitales actúan instituciones públicas y también privadas para hacerse de dinero con un objetivo específico mediante la emisión de deuda. Se define a la deuda pública como el conjunto de compromisos financieros asumidos por algún tipo de ente público, como lo puede ser el Estado Nacional, frente a inversores jurídicos y físicos, incluso organismos multilaterales u otros países de la región y el mundo, con el objetivo de llevar adelante la realización de obras públicas, financiar un nuevo programa social u otro fin similar (Observatorio Económico Social de la Universidad Nacional de Rosario, 2015). Quienes se financian a través de mecanismos de deuda emiten bonos con distintas fechas de vencimiento, lo que dependerá de sus condiciones crediticias y el perfil de pagos (esquema de pagos de interés y capital en el futuro) que haya conformado con el objetivo de satisfacer sus necesidades de financiamiento.

De esta manera es que surgen las curvas de rendimientos, las cuales consisten en distintas relaciones de tasas de interés exigidas en el mercado de capitales para una serie de títulos de deuda emitidos a lo largo del tiempo, por lo que determinarán cuál es el costo de nueva deuda y las perspectivas de los inversores en un determinado horizonte.

Asimismo, Cárdenas Sosa (2020) menciona como los distintos títulos emitidos por los entes públicos conforman mercados de deuda soberanos, los que se configuran como una guía para todos los tipos de emisores de deuda (públicos y privados) en lo que respecta a curvas de precios, ya que los emisores soberanos son jugadores que no pasan desapercibidos dado el nivel de las emisiones que realizan, dotando de profundidad al mercado. Por último, se destaca que el desarrollo de los mercados de deuda es un tópico de gran relevancia ya que por naturaleza tienen un correlato con las demandas de inversiones de largo plazo y, de satisfacer estas mismas, la capacidad de ahorro de la economía se verá profundizada.

## **2.3 Sustentabilidad de deuda**

Asimismo, es necesario definir a la sustentabilidad de deuda. De acuerdo al FMI (2002), la deuda de un país será sustentable siempre que se satisfaga la condición de solvencia intertemporal (se pueden generar los recursos necesarios en el tiempo para hacer frente a las obligaciones contraídas, es decir, se está en condiciones de responder

satisfactoriamente incluso a potenciales shocks que impactan en la economía), y a la vez no es necesario realizar correcciones en la política fiscal para dar cumplimiento a los compromisos de capital e interés asumidos, dado un determinado costo de financiamiento. Bajo esta definición, es de destacar la relevancia que posee el ámbito social al momento de analizar la condición de sustentabilidad, ya que el requerirse llevar adelante una política de ajuste agresiva con tal de contar con los fondos requeridos para hacer frente a los servicios de deuda, que no pueda ser respaldada por la sociedad, implica que no se cuenta con esta misma (Carreras Mayer y Cosentino, 2020).

#### **2.4 Crisis financieras: crisis cambiarias, bancarias y de deuda**

Carreras Mayer y Cosentino (2020) remarcan que, de acuerdo con el objeto principal afectado, las crisis financieras pueden distinguirse en bancarias, cambiarias y de deuda. No son eventos excluyentes entre sí, sino que pueden ocurrir de forma simultánea y una de ellas ser la causante de otra.

Las crisis bancarias comúnmente se presentan a través de tensiones en cuanto a corridas y retiros masivos de depósitos, o bien mediante la actuación de bancos centrales para dar asistencia a aquellas entidades que estén bajo una situación de estrés. Por otro lado, las crisis de tipo cambiario son aquellas en las que se sufren desestabilizaciones al sistema cambiario implementado, donde se exhiben devaluaciones bruscas de la moneda, ventas de reservas por parte de la autoridad monetaria e incrementos de las tasas de interés como ancla frente a la desconfianza en la moneda local. Por último, las crisis de deuda aluden a eventos tales como el cese (default) o atraso en los pagos, la necesidad de acudir a prestamistas de última instancia o bien a situaciones de tensión en el mercado de deuda (generalmente manifestada en aumentos en el costo de nueva deuda). Todos estos eventos sitúan en una posición de fragilidad al emisor al afectar directamente las perspectivas de nuevos financiamientos y refinanciaciones de capitales, atentando contra la sustentabilidad de la deuda.

## **2.5 Reprogramación y refinanciación de deuda**

Las operaciones de deuda están sujetas a posibles alteraciones respecto a lo pactado originalmente, producto de reprogramaciones o refinanciamientos, que implica la modificación a los términos y condiciones del monto adeudado, lo que decanta en una reducción de la carga de la deuda en términos de valor presente para el ente emisor dado el alivio al que accede al momento de obtener la reprogramación o refinanciamiento (FMI, 2011). De esta manera se instaura un nuevo calendario de pagos junto a potenciales quitas de capital e interés en los títulos de deuda emitidos, en acuerdo o no con el conjunto de acreedores, atendiendo las necesidades financieras del emisor de deuda.

Roubini y Setser (2004) definen como *bail-in* a estos tipos de operaciones y sus correspondientes procesos de conversación y negociación a los que debe acudir un emisor de deuda al ingresar en una crisis y perder la condición de solvencia, con el fin de recuperar su capacidad de pago. Asimismo, el recupero de esta capacidad también puede ser a través de un *bail-out*, es decir, un préstamo por parte de organismos tales como el FMI que sea capaz de brindar apoyo al emisor en recobrar su solvencia. A la vez, distinguen distintos tipos de *bail-outs* y *bail-ins*. Los *bail-outs* “completos” proveen al soberano del dinero suficiente para cubrir la totalidad de sus deudas, mientras que los “parciales” solo proveen una suma de dinero que debe ser complementada por cambios en las políticas empleadas que permita recobrar la confianza de sus acreedores, de modo tal de evitar una cesación de pagos. Por otro lado, un *bail-in* “parcial” reduce los montos totales de servicios de deuda, privilegiando la continuidad de las inversiones; por último, los *bail-ins* “totales” requieren una paralización total de los pagos de deuda, incluso junto a controles cambiarios y de capital que reduzcan la salida de flujos, con el costo de impactar severamente en la actividad económica.

## **2.6 Estado del arte**

Al momento de ampliar en el marco referencial de este trabajo, en primer lugar se debe destacar que el sector público en calidad de sujeto participante junto a su actuación regulatoria, institucional y cultural como en las operaciones de deuda que realice, resultan pilares fundamentales del crecimiento en el largo plazo de la economía y del mercado de

capitales (Tula y Volpato, 2004), lo cual toma aún más dimensión en casos como el de Argentina dada la profundidad y el desarrollo de este mercado a lo largo del tiempo.

Al adentrarnos en la calidad crediticia con que es considerada la deuda pública, se analiza el riesgo soberano, el que implica la diferencia de riesgo o rendimiento entre la deuda de un país y otra considerada libre de riesgo, asumida comúnmente a aquella que expresan los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años. Este riesgo soberano se encuentra conformado por un lado por el riesgo país, en el que se tiene en cuenta distintos riesgos como pueden ser el jurídico, expropiaciones y conflicto social, y el riesgo de tipo crediticio, que se entiende por el riesgo de impago de las obligaciones por delante (López Dumrauf, 2009). Estas medidas de riesgo, tenidas en cuenta y analizadas por todos los actores del sistema financiero a nivel mundial a la hora de la toma de decisiones, tienen múltiples impactos, ya que tal como señalan Kiguel y Lopetegui (1998), los mercados de capitales de países considerados de tipo especulativos para realizar inversiones dado su nivel de riesgo, como es el caso argentino, se ven restringidos y reducidos en tamaño debido a las regulaciones que limitan a agentes como fondos de inversión, compañías de seguros y demás inversores institucionales a invertir en ellos, lo que tiene un impacto directo en los costos de financiación y los montos a los cuales se aspire tener acceso.

En esta línea, Plessen y Cosentino (2020) señalan que las crisis de deuda soberana afectan a todo el mercado, especialmente el sector privado, al estar expuestos a una prima de riesgo base (ostentada por el soberano) y abruptos incrementos en el costo de financiamiento cuando tiene un lugar una crisis de deuda.

Es tal el desempeño crediticio argentino que Ranieri (2015) remarca que el debate de la necesidad de solucionar los problemas de reestructuraciones de deuda no es algo nuevo en Argentina, y desde fines de la década de 1970 hasta estos tiempos se repiten los episodios de reestructuración, los cuales no son ordenados ni predecibles y están expuestos al fracaso dada la relación entre los Estados y los acreedores.

Particularmente, la tensión de esta relación tiene gran visibilidad en casos como el de la cesación de pagos declarada por nuestro país en el año 2001, la cual posee gran relevancia y con impactos incluso en la actualidad dado que su proceso de resolución tuvo lugar durante varios años de la historia local, debido a la presencia de “fondos buitres”, una figura de inversores que atentan contra el espíritu de los acuerdos en los que las naciones establecieron compromisos de pago, buscando obtener un rédito económico desproporcionado como lo fue en este caso (Guzmán, 2018).

En la misma línea, Stiglitz (2002) caracteriza al proceso de globalización y creciente integración financiera internacional como preocupante para la democracia, dada la aparición de visiones pro-mercado extremas en el sistema financiero internacional, mercados de capitales desregulados e instituciones multilaterales, quienes, con sus acciones y consejos, fuerzan a los países en desarrollo a renunciar a su soberanía y disciplinarlos sobre lo que deben y no deben hacer como condición para acceder a préstamos y asistencia financiera.

Stanley (2018) señala la presencia de una mayor volatilidad macroeconómica y fragilidad financiera en las economías emergentes -parte de un proceso de liberalización mundial iniciado hace 40 años- debido a una excesiva exposición a flujos de capital sin restricciones, por sobre otros motivos como negligencia macroeconómica o instituciones inadecuadas. Gluzmann y Guzmán (2011) advierten que existe una relación positiva y al mismo tiempo robusta entre la liberalización financiera exigida como parte de los procesos de integración financiera mundial y una mayor fragilidad financiera en términos de probabilidad de ocurrencia de crisis bancarias y de incumplimientos de repago de contratos a término en los años posteriores a la remoción de controles de crédito y requerimientos de capital, tasa de interés, políticas sobre los mercados de valores, regulaciones bancarias, y restricciones a la cuenta de capital. Asimismo, la inestabilidad financiera generada es aún mayor para las economías que se encuentran en desarrollo, como lo es Argentina, en comparación a las naciones ya desarrolladas.

La inestabilidad financiera, señalan los autores, es generada, en primer lugar, dados los cambios radicales en la geografía del sistema financiero que vuelven al pasado obsoleto como guía para la identificación de tendencias, al tener que aprender cómo funciona la nueva configuración de la economía, pudiendo conducir a decisiones que ex post se revelen inconsistentes, aumentando la fragilidad del sistema financiero. Y, en segundo lugar, se remarca que, si la liberalización del sistema financiero no guía a los agentes a tener incentivos correctos, entonces se fomenta una toma de riesgos excesiva y no recomendada, lo que conduce a una mayor fragilidad financiera.

El escenario de fragilidad e inestabilidad financiera que tuvo lugar en Argentina y es objeto de estudio del presente trabajo encuentra origen en parte debido al surgimiento de varios de los factores mencionados anteriormente, por lo que el rendimiento de los títulos públicos soberanos comenzó a cosechar una mayor atención por parte de la comunidad inversora, lo que se vio traducido en caídas de precios y el cierre de los mercados de crédito dada la imposibilidad de aceptar las tasas de interés a las cuales se podía acceder, lo que

derivó en una gran incertidumbre sobre la continuidad del cumplimiento de los pagos de deuda.

Partiendo de situaciones como éstas, la deuda pública será posible de afrontar, cumpliendo los pagos de interés y capital comprometidos, en la medida en que los emisores no caigan en una crisis de solvencia o de refinanciación, es decir, que cuenten con los fondos necesarios o bien con la credibilidad suficiente en el mercado para realizar una refinanciación (*roll-over*), una de las prácticas más habituales, la cual consiste en emitir un nuevo bono con condiciones similares o no al original en su momento de vencimiento, lo que permite eludir los pagos de capital, comúnmente los de mayor peso e impacto en el emisor (Conesa y Kehoe, 2022).

Ante condiciones adversas es que instituciones como el FMI entran en acción a pedido de los propios gobiernos que se encuentran en los laberintos de las crisis. Siendo una figura constituida con el objetivo de asistir transitoriamente a los países que muestran desequilibrios en sus balanzas de pago y, a la vez, ser un veedor del orden monetario internacional, se ha constituido como un prestamista de última instancia en la actualidad y, principalmente, un actor de especial relevancia dada su capacidad de condicionar los rumbos de los países en los que desembarca, responsable de afectar las posibilidades de restauración de senderos de crecimiento al apoyar programas económicos insostenibles que cosecharon fracasos (Nemiña, 2013). Es valioso destacar que el Fondo y demás organismos internacionales que brindan un apoyo financiero (*bail-out*) a economías que se encuentran atravesando situaciones de fragilidad financiera, cuentan con un status de acreedor privilegiado, por lo que no es posible que, en caso de reestructuraciones, se les realice una quita de capital sino que también continúan cobrando sus créditos, en detrimento del resto de acreedores quienes verán afectada su posición dado el incremento de deuda privilegiada (Isasa, 2020).

En el caso argentino bajo análisis se gestó una crisis tanto cambiaria como de deuda. Relacionado con este punto, tal como señalan García y Otero (2007) sobre el contagio de crisis cambiarias a aquellas de deuda, ante ataques especulativos sobre el tipo de cambio, el accionar de la autoridad monetaria vía aumento de los tipos de interés domésticos o una inevitable devaluación concluyen en aumentos del costo del servicio de la deuda, junto a efectos adversos sobre la demanda agregada (reduciendo la recaudación tributaria) y una gran pérdida en términos de credibilidad y de producción, lo que dificultará el acceso a los mercados financieros internacionales aumentando la probabilidad de caer en suspensión de pagos.

Las situaciones de inestabilidad y posterior fracaso económico se ven atravesadas por una misma conducta habitual, el denominado “pecado original” asociado a la incapacidad de endeudarse a largo plazo en moneda propia. Este “pecado” afecta especialmente a los países emergentes -tal como trata evidencia el caso argentino durante 2019), quienes se ven obligados a contraer deudas en monedas extranjeras, por lo que su situación crediticia se verá afectada ante episodios que afecten su capacidad de generación de divisas, lo cual expondrá al soberano en dificultades de afrontar los compromisos asumidos.

Siguiendo esta línea, Togo (2007) enfatiza en la propuesta que la gestión de la deuda debe ser tratada como una política con su propio curso de acción, independiente del ámbito fiscal y monetario, dando lugar un marco de análisis macroeconómico más amplio, dado que en ocasiones las autoridades fiscales se encuentran afectadas por presiones políticas y ciclos electorales, lo que conlleva a la toma de decisiones políticas miopes al descuidar las consecuencias de largo plazo. Asimismo, Frankel y Wei (2005) remarcan que la procrastinación en términos de optar por el financiamiento de déficits en contraposición con realizar los ajustes necesarios, tiene grandes consecuencias, ya que las crisis -generadas por eventos como la interrupción de ingresos de capital- son más frecuentes y severas cuando la respuesta que se ofrece conjuga préstamos de corto plazo y deuda externa en moneda extranjera en niveles altos, dado que se intenta ganar tiempo mediante estas maniobras o bien agotando reservas, lo que deriva finalmente en condiciones de ajuste menos atractivas que las que podrían haber tenido lugar originalmente.

Es así como la Argentina durante dichos años, ante la imposibilidad de satisfacer el esquema de vencimientos por delante, decidió avanzar por el reperfilamiento de los títulos públicos, definido por el Lacunza (responsable del Ministerio de Economía por aquel entonces) como un cambio en el perfil de pagos mediante una extensión de los plazos de vencimientos de deuda, sin quita de intereses ni capital, con el objetivo de despejar las exigencias financieras de corto plazo y eliminar los posibles condicionamientos financieros que poseía.

De esta manera, se configuró un nuevo evento de default, a contramano de lo que venía observándose en otras latitudes. Salvando los episodios evidenciados tras la crisis financiera 2007-08, la evidencia demuestra una disminución en la cantidad de defaults de deuda desde comienzos del actual milenio. Habiéndose alcanzado picos de 20 episodios de default durante la década de 1980, esos números se han visto reducidos a menos que un cuarto en la actualidad, exceptuando los casos de Argentina y Ecuador, países que se

destacan por haber caído en estas situaciones límites en años recientes (Erce, Mallucci y Piccarelli, 2022).

## **2.7 Perspectiva propia**

Al reflexionar sobre cuáles son los factores que dan cuenta del magro desempeño crediticio nacional, podemos observar que el coeficiente de deuda pública sobre PIB de la Argentina (utilizado como indicador de la solvencia de largo plazo del sector público), se encuentra en un nivel comparativamente más bajo respecto a otros países emergentes y economías desarrolladas del mundo, y, sin embargo, se han experimentado diversos problemas de liquidez de corto plazo y situaciones crónicas de deuda inestable. Esto impacta negativamente en la credibilidad del país, que también se ve afectado por un bajo nivel de ingresos públicos y la debilidad de su sistema financiero interno e instituciones fiscales. En línea con el nivel del coeficiente de deuda sobre PIB que posee nuestro país, es posible de aplicarse un análisis semejante en la actualidad a la situación de la deuda pública en moneda extranjera, la cual a pesar de haber sido reestructurada en el año 2020, con un perfil de pagos en los próximos años que luce sin mayores preocupaciones dada la baja carga de intereses y capital a abonar, cosechó una de las peores performances en la historia respecto a los rendimientos obtenidos por los nuevos títulos (totalizando luego de 2 años, bajas de hasta el 50% respecto a los precios de salida a mercado). De acuerdo con experiencias de este tipo es que surgen con fuerza ideas sobre la irracionalidad, acciones y análisis incorrectos que tienen lugar sobre el estado financiero y crediticio de un Estado o ente emisor de deuda, de modo que lo perjudiquen -al considerarlo como de baja calidad crediticia, no accede a crédito u otra consecuencia- o sobreponderen, ofreciendo montos de endeudamiento por encima de sus capacidades, asistencias extraordinarias o condiciones con mayor accesibilidad.

Ello también se ve reflejado en los procesos de retorno a los mercados como fuente de financiamiento por parte de Estados que fueron marginados en el tiempo, y que, en caso de análisis incorrectos, pueden volver a ser relegados. Ello porque el regreso a los mercados internacionales implica una mayor apertura económica y ausencia de mecanismos de control capaces de intervenir ante el surgimiento de condiciones desfavorables, lo cual pone en evidencia la fragilidad de los pilares en los cuales se suelen sustentar los rumbos económicos. Por consiguiente, la incertidumbre comienza a ser cada vez mayor y a no encontrar fin, lo que desemboca en devaluaciones de la moneda, disparada del régimen inflacionario y caída a valores de default para los títulos públicos.

Otra de las consecuencias que genera la presencia de incertidumbre son las curvas de rendimiento invertidas, contextos donde los títulos de deuda a corto plazo ofrecen un rendimiento mayor en comparación a los del largo plazo. La inversión en las curvas de rendimiento puede también vincularse con la pérdida de confianza, un elemento fundamental en ámbitos como el de los mercados de capitales, que lleva años desarrollar y mantener, pero puede verse esfumada muy rápidamente. La confianza asegura el éxito de los programas económicos y financieros, la desconfianza le impacta negativamente.

Se observa que las alteraciones al rumbo económico y el incumplimiento de expectativas generan castigos y pérdidas de confianza, lo cual afecta la búsqueda de alternativas tanto como conseguir el apoyo necesario para las maniobras de rescate y avivamiento de la economía a las cuales se acuden en última instancia. En esta línea, el pecado original de endeudamiento en moneda extranjera mencionado anteriormente no encuentra respuesta solamente en factores internos como el rating crediticio, o externos como la capacidad de préstamo internacional, sino que es esta falta de políticas y un plan macroeconómico organizado que sienten un futuro previsible lo que da lugar a que los inversores opten por ser reacios frente a las monedas domésticas, en búsqueda de mayor protección y estabilidad de sus apuestas financieras.

Es así como el desempeño de la deuda pública a lo largo de los años denota los problemas por lo que atraviesan tanto el país como todo el arco productivo para lograr un desarrollo del mercado de capitales y la economía en general.

### **3. Presentación del caso**

#### **3.1 Dimensión contextual**

Junto con la llegada de un nuevo signo político al poder ejecutivo a fines del año 2015, e incluso ya desde unos años antes, anticipándose al cambio, se avistó un nuevo ciclo en las finanzas y mercado de capitales de nuestro país.

Ejemplos de esta subida intempestiva fueron la casi triplicación del índice Merval<sup>4</sup> entre el año 2012 e inicios de 2015 medido en el dólar contado con liquidación (CCL), para

---

<sup>4</sup> Es el índice bursátil insignia de Argentina. Busca medir el desempeño de las acciones más grandes y líquidas que cotizan en el principal mercado bursátil del país (BYMA).

luego culminar con una suba acumulada cercana al 600% hacia el año 2018, alcanzando valores de 1.900 dólares (figura 2).

## Figura 2

*Evolución del índice Merval (en dólares CCL).*



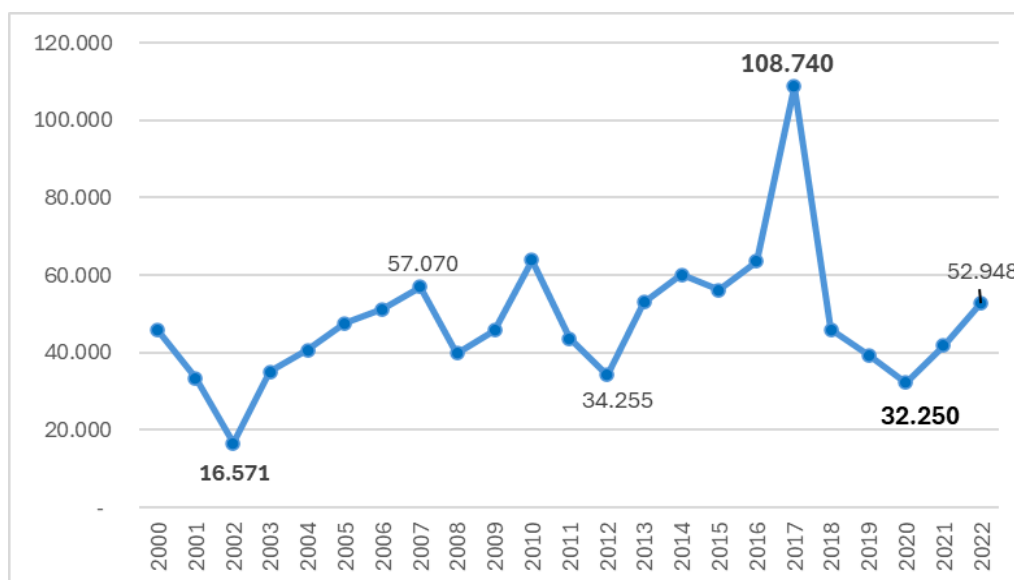
Fuente: elaboración propia en base a cotizaciones históricas del índice Merval y Grupo Financiero Galicia en la bolsa local y estadounidense obtenidas de Investing.com.

Un caso similar fue el de los bonos, quienes vieron como sus paridades pasaron del 60% a mediados del año 2012 hasta cotizar a la par en el año 2015, para luego llegar a un 120% de paridad en el año 2017.

Fue tal la suba que las empresas cotizantes en la bolsa local alcanzaron récords de valorización de su capital como no se veía hace muchos años (figura 3). Al analizar la capitalización bursátil de las empresas locales cotizantes, es decir, el valor total que alcanzaron las compañías argentinas a través de la evolución del precio de sus acciones, se puede observar que pasó de niveles de 34 mil millones de dólares en el año 2012 a picos de 109 mil millones en 2017 (totalizando una suba de más del 200%).

**Figura 3**

*Evolución de la capitalización de mercado de empresas domésticas cotizantes en bolsa (en millones de dólares).*



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

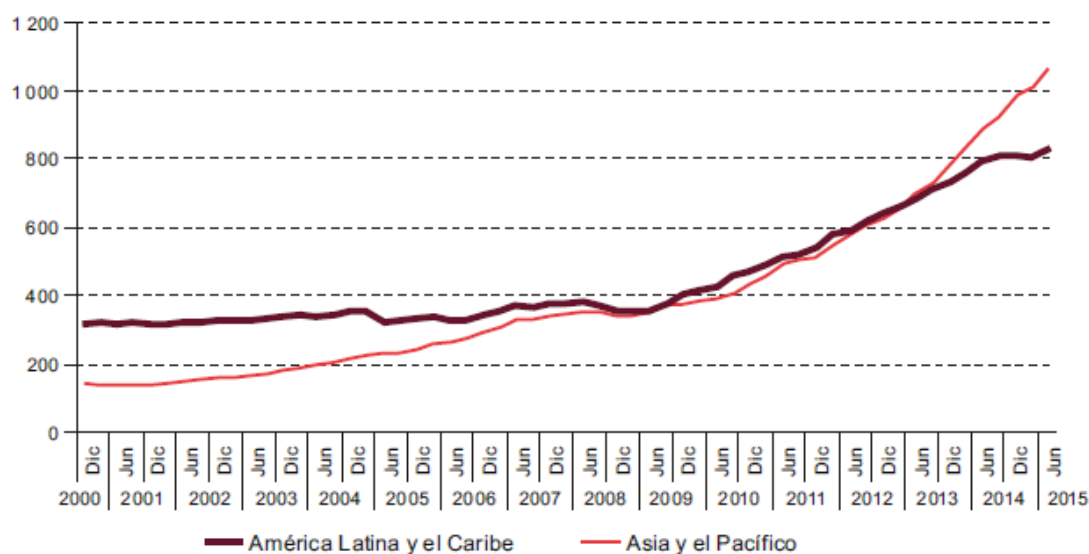
Respecto a lo que es la deuda pública, desde el año 2016 Argentina inició un ciclo de alto endeudamiento al ser bienvenido nuevamente por los mercados internacionales, en un momento particular, ya que se había vivido en los últimos años un período de exceso de liquidez global luego de la crisis del año 2008 de Lehman Brothers, en la que políticas expansivas de autoridades monetarias como la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) y el Banco Central Europeo con tasas de interés cercanas a cero y programas de *quantitative easing*<sup>5</sup> persistieron por largos años bajo el objetivo de asegurar la recuperación económica, beneficiando al crédito internacional, las inversiones extranjeras y las economías emergentes. Tal es el caso de América Latina y el Caribe, quienes aumentaron sustancialmente sus emisiones de deuda en mercados internacionales (figura 4). Este “festival de liquidez” comenzaba a agotarse luego del largo tiempo recorrido, ya consumada la recuperación de la economía mundial, por lo que comenzaba a dar sus últimos coletazos en el año 2016 (momento en el que Argentina regresa a los mercados) y hasta 2018 principalmente, junto a la reducción de las compras de activos por parte de la FED (*tapering*)

<sup>5</sup> Se denomina así a la herramienta de política monetaria no convencional, históricamente utilizada por Estados Unidos o países europeos, que consiste en impulsar un programa de estímulo a la economía a través de la compra de títulos de deuda pública principalmente por parte de la autoridad monetaria en el mercado financiero, brindando así un apoyo y nivel de soporte a las tasas de interés que rinden dichos títulos, buscando repercutir en todo el mercado de deuda.

y aumentos en las tasas de interés, que más tarde se profundizaron junto a subas continuadas y reducción del patrimonio mediante la venta de activos adquiridos en los programas de estímulo pasados.

#### Figura 4

*Stock de deuda emitida en mercados internacionales por economías de Asia y el Pacífico y América Latina y el Caribe (en miles de millones de dólares).*



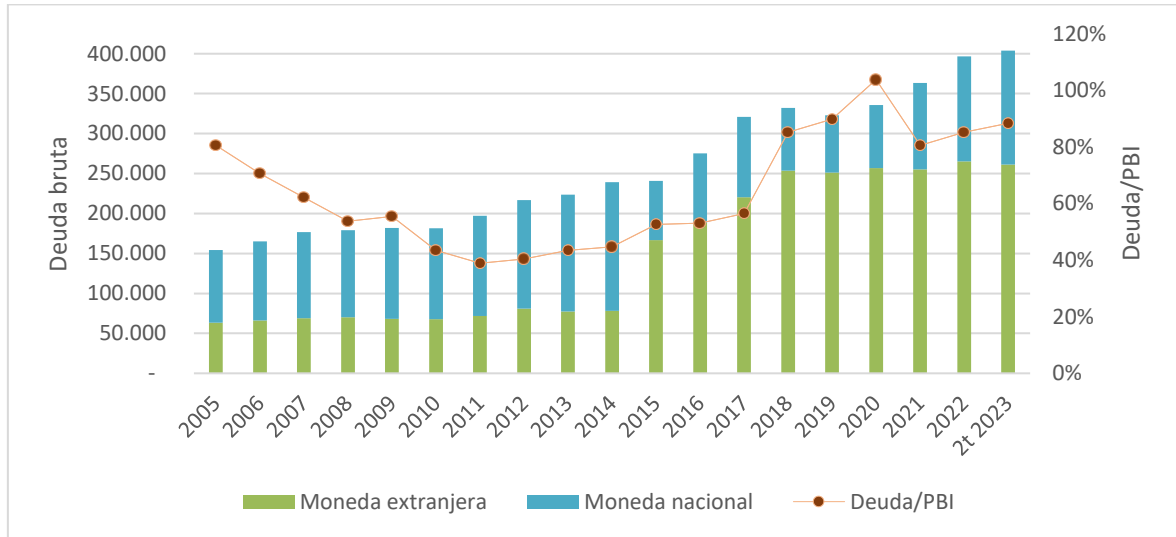
Fuente: Abeles, Pérez Caldentey y Valdecantos (2018) en base a datos del Banco de Pagos Internacionales.

Este nuevo endeudamiento argentino venía a romper con el antiguo y estricto control de capitales impuesto hasta el momento, y tenía como principal objetivo el financiamiento del déficit fiscal. He aquí uno de los principales puntos de discusión que tuvo el Gobierno de turno, que fue el avanzar con una política de shock o de gradualismo, optando por esta última, a quien muchos atribuyen su fracaso posterior e incluso años más tarde fue reconocida por el mismo presidente de aquel entonces, Mauricio Macri.

Es en estos momentos que tuvo lugar un gran proceso de emisión y revalorización financiera (figura 5). El Gobierno emitió todo tipo de deuda y a todo tipo de público, gracias a las promesas y nuevos aires que se avecinaban, tanto por las oportunidades que presentaba Argentina como por los contactos y el lobby de los funcionarios a cargo.

**Figura 5**

*Evolución de la deuda bruta argentina en términos nominales y en porcentaje del producto (en millones de dólares).*



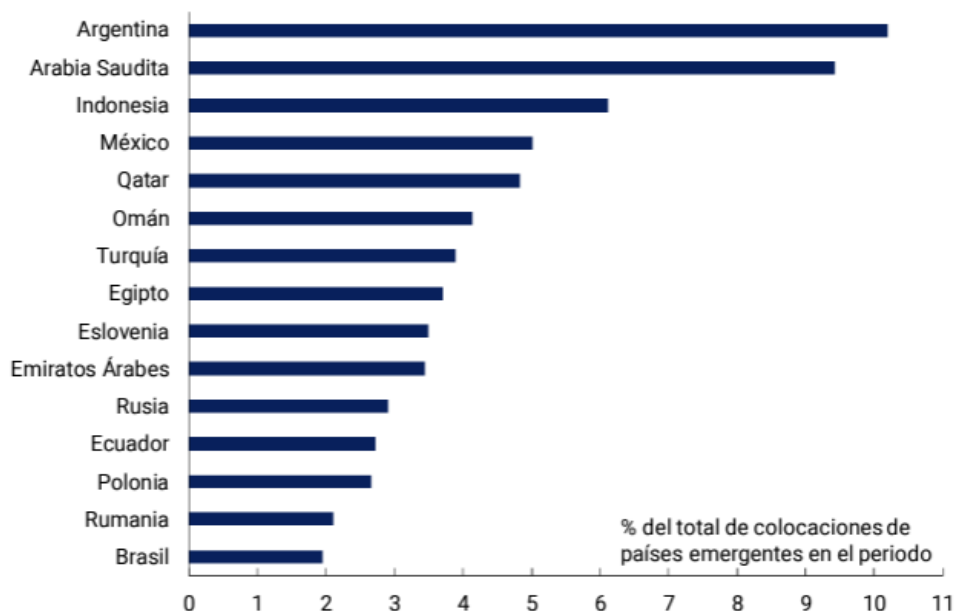
*Nota.* Considera el stock de deuda en situación normal de pago, atrasos y deuda elegible pendiente de reestructuración. Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

El puntapié de este ciclo de endeudamiento se daría a comienzos de 2016 para saldar el litigio iniciado por los fondos buitres, lo que permitió sacar al país del default incurrido en el año 2014, debido a la orden emitida por la corte estadounidense que le impedía a la Argentina efectuar todo tipo de pagos a aquellos acreedores que habían aceptado las reestructuraciones hasta que cancelara las deudas de los buitres en su totalidad. El monto que se debió pedir al mercado fue de unos 16.500 millones de dólares, utilizados para levantar dicho default.

El endeudamiento que seguiría llevaría al país al podio de principales colocadores de bonos soberanos en mercados internacionales durante 2016 y 2018, ocupando incluso el primer lugar (figura 6; BCRA, 2020).

## Figura 6

*Principales colocadores de bonos soberanos en los mercados internacionales (enero 2016 a abril 2018).*



Fuente: BCRA.

El desarrollo de los hechos no sucedió enteramente en el ámbito del mercado internacional. El mercado local mostró una fuerte relevancia. Se llegaron a emitir bonos en moneda local a gran cantidad de años, a tasas increíblemente bajas y sobre todo fijas, como lo fueron los casos de los Bonos del Tesoro (BOTES) 2021, 2023 y 2026, con tasas pagaderas en pesos anuales del 18,20%, 16% y 15,50% respectivamente<sup>6</sup>. En la vorágine que representaba Argentina por aquel entonces, estas emisiones lucieron como propuestas atractivas y captaron la atención de grandes fondos de inversión con peso y renombre internacional, como PIMCO y Templeton, quienes habían suscripto a la idea pregona de que la inflación descendería de manera tal que se debía apostar por las tasas fijas mencionadas. Años más tarde, dichos fondos decidieron cerrar sus posiciones afrontando miles de millones de dólares en pérdidas.

<sup>6</sup> Esta emisión es recordada incluso por el ministro de Finanzas artífice de la operación (Luis Caputo) en la página institucional de la consultora Anker, en la cual se desempeñó luego de su paso por la gestión pública: a modo de breve biografía, mencionaba únicamente las posiciones de prestigio que ocupó en JP Morgan y el Deutsche Bank y que en 2018 colocó deuda en pesos a tasa fija al 18% anual.

Respecto a títulos de menor plazo de duración, también en el mercado local, se inició una política ambiciosa y de incipiente éxito en lo que fue la emisión de letras en pesos y dólares.

En primer lugar, fueron las Letras del Banco Central (LEBAC), principal mecanismo utilizado para absorber pesos en la plaza, quienes concentraron la mayor popularidad y atrajeron a un nuevo tipo de público inversor -instaurando un cambio de época en la configuración del mercado de capitales local- gracias a la facilidad de participación y promoción por parte de agentes del mercado, sin obviar, por supuesto, las más que atractivas condiciones de emisión que ofrecían: grandes rendimientos financieros a un muy corto período de tiempo. Inversores internacionales también participaron de estos instrumentos, en búsqueda de la famosa “bicicleta financiera” (*carry trade*): ingresaban dólares y realizaban su conversión a pesos para poder ingresar en las licitaciones. Luego, gracias a un tipo de cambio relativamente estable, se retirarían con un rédito en moneda dura.

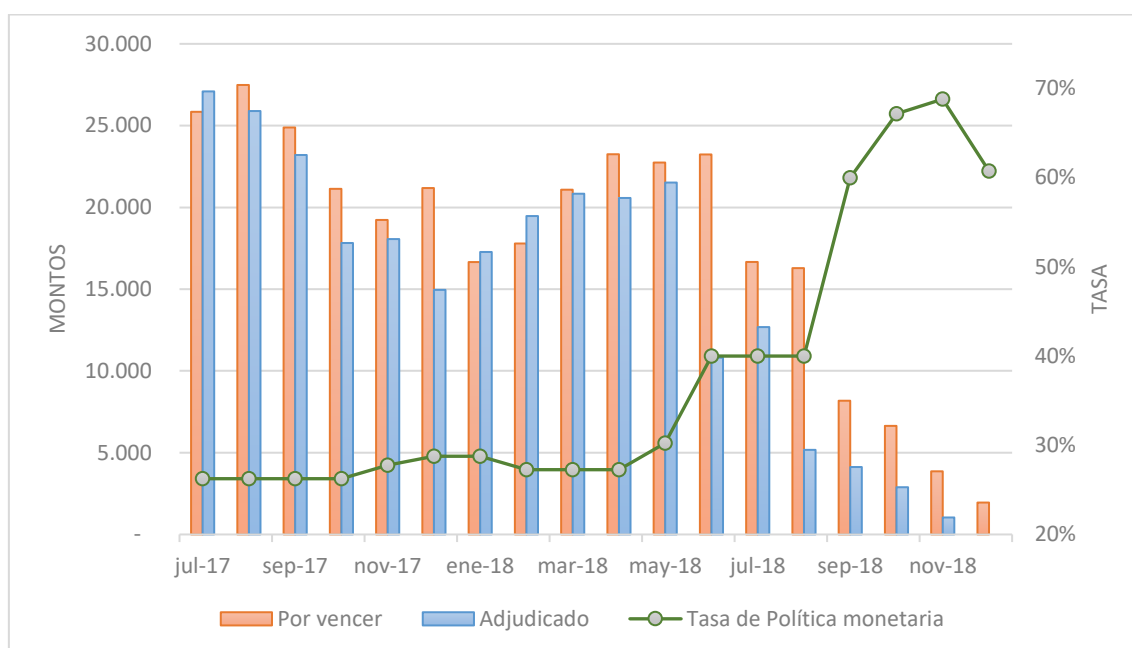
Sin embargo, esto terminó por volverse en contra para la autoridad monetaria dada la magnitud de la deuda que se llegó a suscribir, pasando de representar 21 mil millones de dólares a finales de 2015, para duplicarse un año después y por último llegar a un máximo de 71 mil millones a inicios de 2018, por lo que cada nuevo vencimiento que se afrontaba significaba un evento de potencial crisis financiera en el país. Pues si el mercado no veía satisfechas sus necesidades de rendimientos y plazos, se reducía el monto a renovar y aumentaría la liquidez en el mercado doméstico. Con el objetivo de minimizar riesgos y asegurar sus ganancias, los inversores redireccionarían su estrategia y buscarían refugio en el dólar, afectando al nivel de reservas, lo que escala en un conflicto de mayor envergadura.

Es así como se comenzaba a testear y coquetear con lo que sería una caída del plan económico y financiero y posterior espiral de crisis de deuda. Para poder mantener una deuda en condiciones de sostenibilidad se dio un giro al instrumento originalmente creado, surgiendo las Letras de Liquidez (LELIQ). Estas llegaron con el objetivo de aportar correcciones al instrumento que precedían, limitando su suscripción únicamente a bancos, solucionando así uno de los primeros problemas que concentraban dada la heterogeneidad del público que apostaba a este mismo. En base a esta recalibración en la estrategia por parte del BCRA, los montos que vencían de LEBAC dejaron de renovarse a mediados del año 2018 y fueron empujados a migrar hacia el nuevo instrumento creado. Esto no pasaría inadvertido para el mercado dada la inyección de dinero en que resultaba, lo que obligó a su

vez a un aumento de la tasa de política monetaria desde niveles del 40% al 65%, luego de encontrarse lateralizando desde 2016 hasta parte del 2018 entre el 25% y 35% (figura 7).

**Figura 7**

*Evolución de vencimientos y adjudicaciones de LEBAC (en millones de dólares) junto a tasa de política monetaria del Banco Central.*



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

En paralelo, se abriría un nuevo capítulo respecto a las emisiones de deuda local realizadas por el Tesoro Nacional (columna vertebral de este trabajo), de la mano de las Letras de Capitalización en pesos (LECAP), nacidas como alternativa para los inversores que se vieron excluidos de los títulos en los que se reconvirtieron las LEBAC, llegando así a operar volúmenes en sintonía con estos mismos. Dentro del mercado de letras también se encontraban aquellas que ajustaban por CER<sup>7</sup> (LECER) y las Letras con ajuste al dólar oficial (LELINK), todas éstas también denominadas en pesos. Como último gran elemento de este esquema se encontraban las letras emitidas en dólares (LETES), instrumentos dirigidos en gran porción al público local ya que ofrecían tasas en dólares sumamente atractivas (que incluso podían suscribirse en pesos al tipo de cambio mayorista, levemente inferior al tipo de cambio oficial), en las que participaban inversores minoristas,

<sup>7</sup> Coeficiente de Estabilización de Referencia, el cual tiene como objetivo reflejar la inflación minorista a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC).

institucionales y privados de gran capital, quienes serían protagonistas junto a otros títulos de deuda del reperfilamiento ocurrido pocos años después. Junto a las letras emitidas en pesos y dólares, y los BOTES a tasa fija mencionados, el programa de deuda se completaba con bonos atados a la inflación y al tipo de cambio, y otros incluso a variables como la tasa de política monetaria.

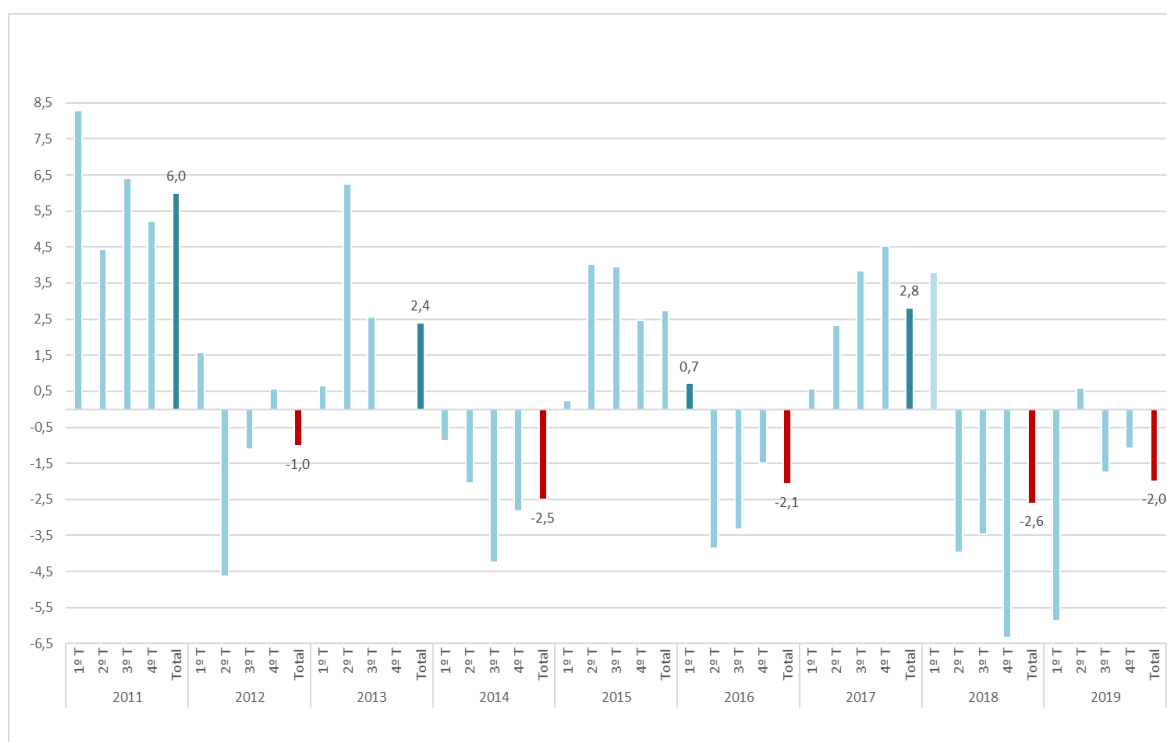
Luego de unos primeros dos años de aluvión de colocación de deuda, incluyendo un bono “perpetuo” (con vencimiento en un plazo de 100 años) y las tasas más bajas en dólares a las que se accedieron en la historia en el ámbito internacional, los mercados se revirtieron y dejaron de estar a favor del plan económico en marcha. En los primeros meses del 2018, ante un incremento en las tasas de interés por parte de Estados Unidos, tuvo lugar un quiebre en el acceso a los mercados internacionales de crédito por parte de la Argentina. Asimismo, Turquía atravesó una gran crisis financiera que fue vista como una fuente de posible contagio hacia demás economías emergentes (entre ellas Argentina), y las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China impactaron en el crecimiento mundial, lo que condujo a la búsqueda de activos de mayor calidad y con menores riesgos por parte de los inversores, con pleno impacto en los activos emergentes (comúnmente conocido como *fly to quality*). Argentina, una vez más, resultaba excluida de los mercados internacionales de crédito

De esta manera, en los meses de abril y mayo de 2018 se produjeron inestabilidades financieras (agravadas por una de las sequías más grandes de la historia del país), que incluyeron ventas de dólares por parte del BCRA en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) por casi 3.000 millones para hacer frente a la corrida que estaba sufriendo la moneda local, y subidas de los tipos de interés desde niveles del 27% al 40%. Para dar una señal de firmeza a los agentes económicos, es que se contrajo un acuerdo extraordinario con el FMI. El objetivo era brindar seguridad a los inversores, aunque pronto comenzaría a condicionarlo en el manejo de su política económica.

Ya sin acceso a crédito, la economía continuó en una senda sin la mayor de las firmezas, traducida en indicadores como la caída del 6,2% del PBI en cuarto trimestre de 2018 en comparación al mismo trimestre del 2017. Así, se totalizaba una caída del 2,6% en 2018, igualando la cifra alcanzada en el año 2014, siendo los peores registros luego del descenso registrado en 2009 de 6,9% (figura 8).

**Figura 8**

*Variación porcentual trimestral y anual del PIB argentino.*



*Nota:* el PBI está expresado a precios constantes de 2004. Fuente: elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC).

Más adelante se celebrarían nuevas elecciones nacionales, un evento con potencial para generar movimientos bruscos en el mercado y agudizar tensiones existentes. El ambiente social tenía fuertes cuestionamientos y se presentaba al menos como adverso el futuro político de la coalición gobernante, dados los números de la marcha económica (inflación sin control, tasas de interés y tipo de cambio, a modo de ejemplo). En consecuencia, se gestó un evento que fue el detonante de la suerte de la conducción ejecutiva gobernante en sus últimos meses de mandato, en una elección primaria que el principal partido opositor, bajo la fórmula Fernández-Fernández, se impuso con el 47% de los votos por sobre la propuesta de reelección de Macri junto a Pichetto, quienes cosecharon el 32%.

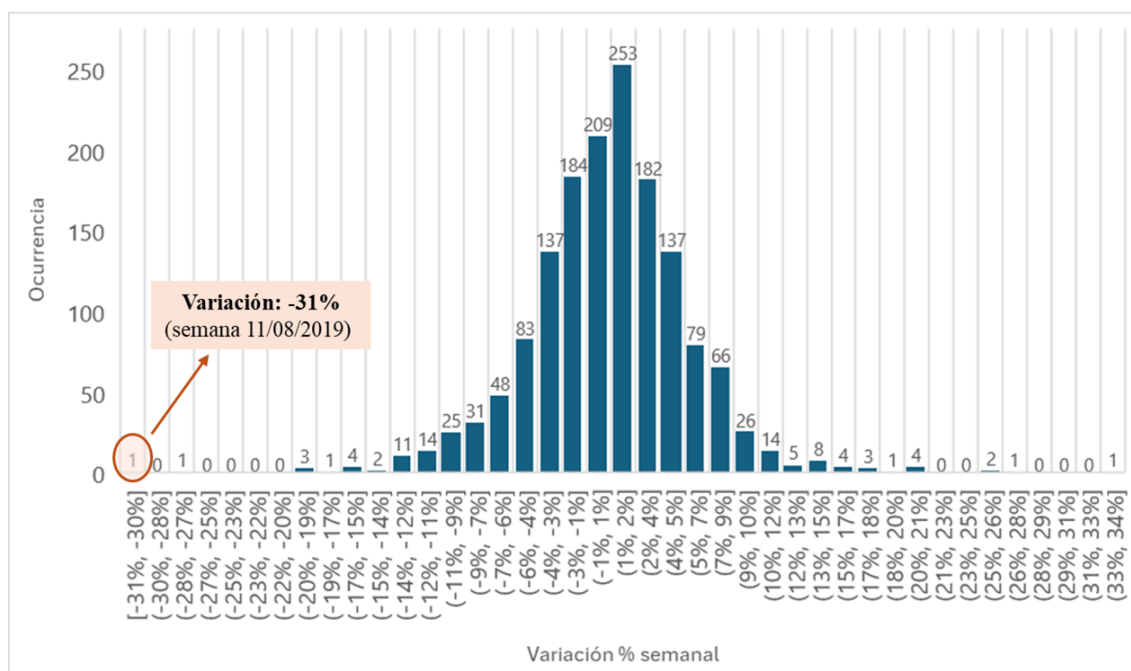
La reacción al día posterior pasaría a quedar en la historia no solo a nivel local, sino también internacional atento a la magnitud de las caídas en los precios negociados en los mercados: en un solo día, el tipo de cambio aumentó un 18% (cuando en todo el año registraba un alza del 20%), el principal índice accionario local medido en pesos cayó un 37% en pesos y un 48% en dólares (cosechando una de las peores caídas semanales de su

historia, figura 9), el riesgo país pasó de 850 puntos hacia 2.000, y los bonos soberanos multiplicaron por varias veces su rendimiento, con el Bono de la Nación Argentina (BONAR) 2020<sup>8</sup> como ejemplo, pasando a rendir más de un 50% anual, cuando el día previo este valor era del 17,50%.

El contexto se tornaría ampliamente adverso, y la situación económica y financiera, que se encontraba haciendo un máximo esfuerzo por dar signos de estabilidad y ser la indicada, comenzaría a precipitarse.

**Figura 9**

*Histograma de rendimientos semanales del índice Merval (período 1991 a 2020).*



*Nota:* variaciones medidas en pesos. Fuente: elaboración propia en base a cotizaciones semanales del índice Merval obtenidas de Investing.com

### 3.2 Dimensión mercado

Al hablar sobre el mercado de capitales local, el primer número que llama poderosamente la atención son las 330.000 cuentas comitentes con saldo (inversores) de las que se tenían registro en el año 2019 en Caja de Valores (figura 10), conformado por público minorista, institucional y corporativo, lo que permite dar cuenta de las inconmensurables

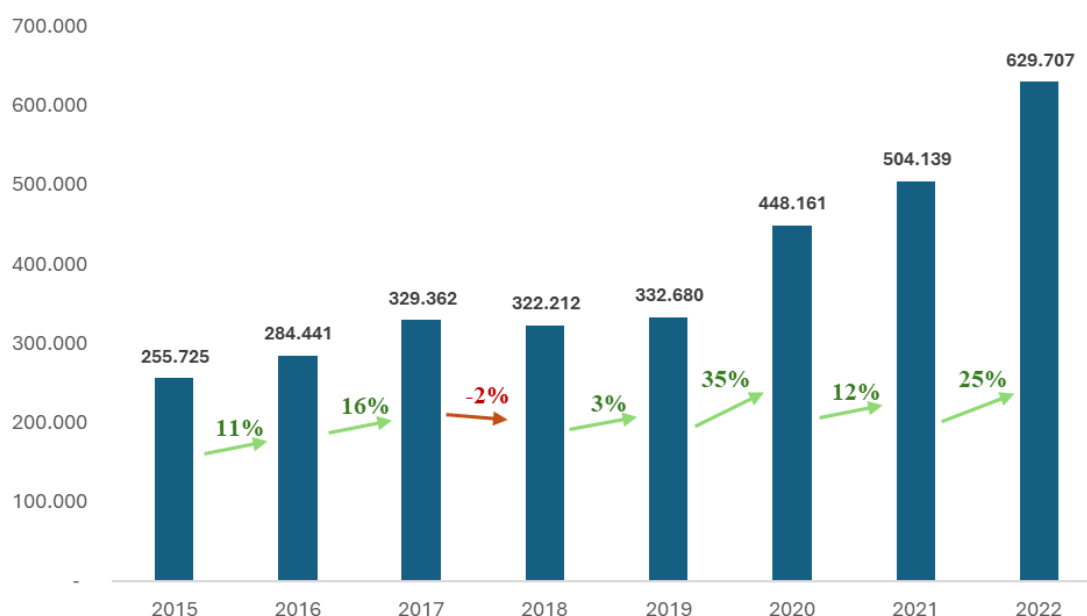
<sup>8</sup> Cuyo ticker para negociarse en el mercado era “AO20”.

posibilidades de expansión y desarrollo que tenía el mercado por aquel entonces. La parte restante que conforma el mercado de capitales en cuanto a inversores participantes encuentra origen en las cuentas creadas para realizar inversiones en fondos comunes de inversión (FCI), vehículo con mayor popularidad y propagación en la industria dada su inserción en distintas entidades financieras de uso diario, accesibilidad y mayores facilidades en el uso.

El mercado local transitó durante los años 2015 y 2016 una senda de crecimiento en cuanto al número de inversores participantes, para estancarse hasta finales del año 2019. Junto a la reestructuración de deuda del año 2020, y mayores facilidades en la apertura de este tipo de cuentas de inversión, la porción de inversores volvió a encaminarse en una mayor propagación, alcanzando en 2022 el número de 630.000 subcuentas con algún tipo de saldo o tenencia.

### Figura 10

*Cantidad de subcuentas comitentes en Caja de Valores con saldo y variación porcentual anual.*



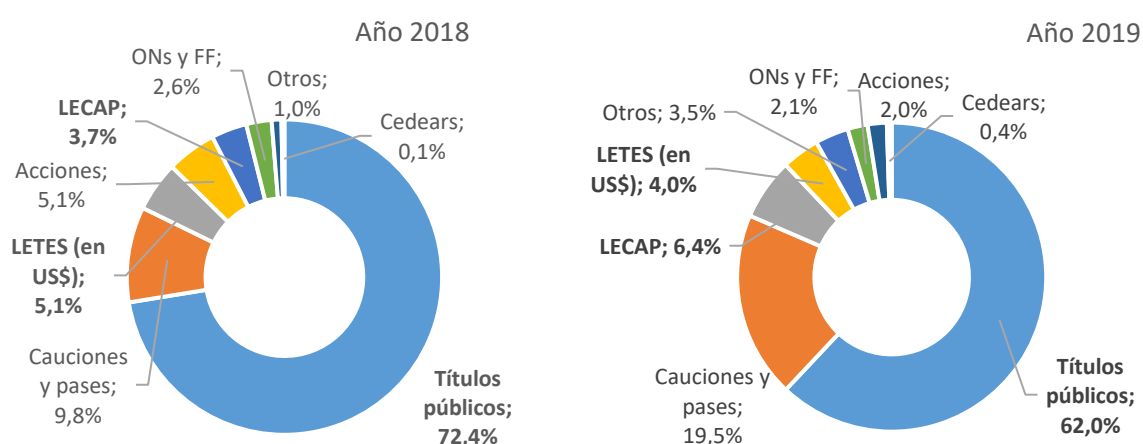
Fuente: elaboración propia en base a datos de la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Continuando con el estado de la situación para el caso bajo análisis, desde BYMA se informó que, durante el año 2019, los títulos públicos de renta fija (bonos y letras) dominaron el mercado de capitales argentino, totalizando el 72% de su volumen total, aunque en caída respecto al año anterior en el que se había alcanzado el 81% (figura 11). Dentro de los títulos

públicos, las LECAP representaron el 8,9% del monto total negociado, incrementando su monto operado en pesos de 2018 a 2019 en un 325%, mientras que las LETES en dólares por su parte significaron el 5,5%, con un incremento interanual del 98%. De esta manera, en el año 2019 llegaron a totalizar el 10,4% del volumen total negociado, lo que permite dar cuenta del instrumento de gran peso que fueron, más aun teniendo en cuenta que se operaron mayormente en los primeros nueve meses del año, dado que luego de las elecciones primarias de agosto (PASO), vieron disminuida considerablemente su operatoria.

**Figura 11**

*Volumen anual negociado por tipo de instrumento y operación.*



Fuente: elaboración propia en base a datos de BYMA.

Es de destacar el virtuoso y potente mercado de capitales que se llegó a dar forma, pudiendo así quizás comenzar a avistar la esperanza de un mercado desarrollado para nuestro país, en el que el financiamiento y protección del capital -mediante instrumentos con tasas reales positivas- puedan ser objetivos capaces de satisfacer por este mercado, como no se había visto en años anteriores, depositando grandes expectativas en estos tipos de títulos.

La popularidad que alcanzaron estos títulos, con un impacto directo en la inserción de un nuevo público dentro del mercado, fue tal que se evidencia en la promoción hecha por los agentes financieros mismos, como el Banco Santander de Argentina, quienes remarcaban su facilidad de inversión y altos rendimientos, a través de slogans como *Atletas de las 3PM* (ver anexo A), haciendo alusión a que en el mercado de renta fija era asequible alcanzar una libertad financiera de parte de todo aquel que la buscara, sin la necesidad de contar con conocimientos sofisticados y bajo un aparente nivel de certidumbre y seguridad. Casos como

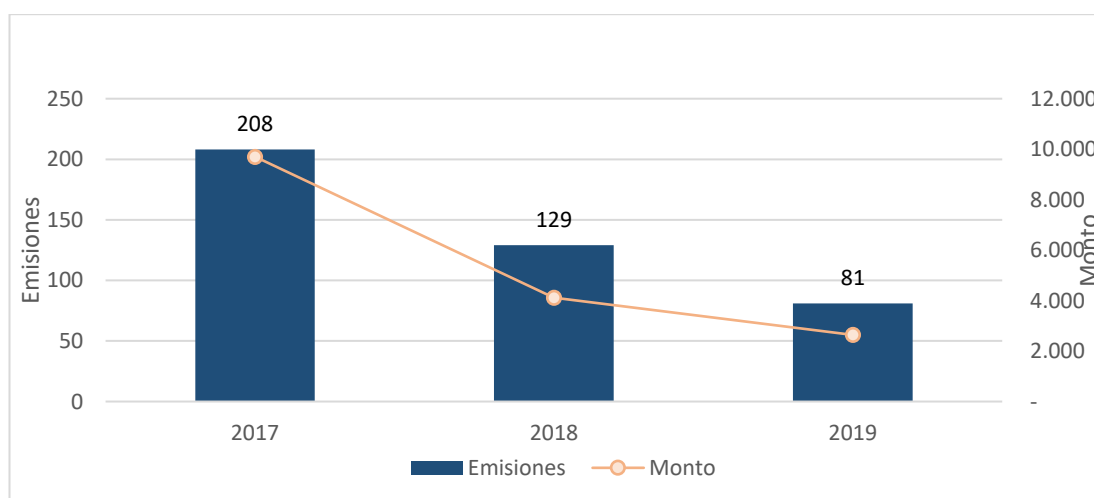
éstos son los que permiten dimensionar el “verano financiero” que se vivía por aquellos momentos.

También es de resaltar la caída en el porcentaje sobre el volumen negociado de acciones (influenciado por el retiro de cotización de las principales empresas extranjeras del mercado local, como Petrobras), junto al incremento de la porción de los Certificados de depósito argentinos<sup>9</sup> (CEDEARs) que pasaron de un 0,1% en 2018 a un 0,4% en 2019, comenzando a tomar lugar como una alternativa que brindaba refugio al capital.

Por último, merecen un lugar destacado dentro del análisis del mercado las Obligaciones Negociables, instrumentos de deuda emitidos por privados, siendo una de sus fuentes principales de financiamiento (objetivo per se de todo mercado de capitales). En línea con el período de auge vivido por los títulos públicos en términos de sus niveles de emisión, la deuda privada sufrió grandes retrocesos (figura 12), alcanzando 81 emisiones primarias en el mercado por un total de 2.640 millones de dólares en el año 2019, en contraposición de las 129 emisiones y 4.114 millones de dólares. La profunda caída se puede denotar aún más en contraposición al año 2017, en el que se habían alcanzado 208 emisiones con unos 9.700 millones de dólares emitidas (reflejando un descenso de alrededor del 70% entre 2017 y 2019). Este menor acceso al mercado tiene un correlato negativo directo en los niveles de inversión y actividad del sector corporativo local, dada la dificultad de acceder a fondos para ejecutar sus planes de acción.

**Figura 12**

*Emisiones y montos registrados en Obligaciones Negociables (en millones de dólares).*



<sup>9</sup> Instrumento de renta variable emitido en Argentina que representa activos del exterior no listados en el país.

Fuente: elaboración propia en base a datos de BYMA.

### **3.3 Dimensión consumidor o cliente**

Al hablar sobre el público inversor del mercado de capitales, se pueden dilucidar grandes segmentos de acuerdo con características como su personería, el origen de los fondos a aplicar en inversiones y la radicación. De esta manera es posible encontrar inversores minoristas, comúnmente identificados como *retail*, sin algún tipo de agrupamiento en específico por lo que abunda su heterogeneidad. Luego están los nucleados bajo el ámbito empresarial o corporativo, quienes participan tanto del lado de la oferta como la demanda al ser emisores de instrumentos de crédito e inversores activos del mercado. Por último, se encuentran los inversores de tipo institucionales, en el que se destaca el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) junto a otras entidades financieras y aseguradoras, a modo de ejemplo, y los inversores extranjeros, como fondos de inversión o bancos. Estos últimos adquieren relevancia en el presente caso, al haber vuelto a tomar presencia en el mercado dada la reducción de regulaciones llevada adelante que facilitó inversiones de tipo golondrina y especulativas.

En cuanto a las necesidades de los inversores, emergen como grandes pilares las cuestiones relacionadas a la seguridad de negociación y jurídica, el acceso a instrumentos de inversión que permitan alcanzar un cierto grado de diversificación (de modo de construir carteras que permitan mitigar riesgos), presencia de regulaciones adecuadas al objetivo de crecimiento del mercado (o para llamarlo de otra manera, reglas de juego claras), profundidad en los ámbitos de negociación, y transparencia en las actuaciones. Mercados de capitales como el nacional pueden encontrarse inevitablemente fuera del radar de grandes “jugadores” (inversores institucionales y corporativos, mayoritariamente extranjeros) debido al escaso nivel de liquidez (en términos de los montos totales negociados en títulos valores), lo que entra en colisión con la planificación y ejecución de estrategias de inversión, pues que el desarme de posiciones en mercados ilíquidos puede ocasionar no sólo condiciones de salida desfavorables para el tenedor sino también generar situaciones de fragilidad en el mercado que se actúa.

Al adentrarnos en las necesidades de los usuarios, la seguridad junto a la confianza son bastiones de toda decisión de inversión en términos de la certeza con la que se cuenta

sobre el cumplimiento en tiempo y forma de las obligaciones contraídas, principalmente para lo que son los títulos de deuda, tanto públicos como privados, los cuales tienen como principal atractivo el informar desde un primer momento el flujo de fondos que habrá por delante (o bien puede estimarse con gran precisión). El análisis del riesgo que se realice sobre cada uno de los créditos será crucial. Determinará las expectativas y horizontes de inversión de aquellos que opten por adquirir este tipo de títulos o tengan dicha idea bajo seguimiento. Aquellos emisores que sean percibidos como de gran calidad crediticia, ofreciendo estabilidad y protección del capital, son los que contarán con acceso a mayores fondos y menores costos de financiamiento en el mercado dado la codicia en contar con títulos de este tipo.

La educación financiera es a su vez una cuestión de gran relevancia al hablar de la “demanda” en este tipo de mercados, al ser necesario en ocasiones contar con un determinado grado de información y conocimiento, debido a que universos como el de las inversiones pueden encontrarse lejanos en especial al público de tipo minorista. Al mismo tiempo, el mercado de las inversiones no se ha desarrollado en su totalidad en lo que respecta a accesibilidad y tecnologías, por lo cual la adopción y primeras experiencias pueden requerir de grandes tiempos y esfuerzos. De acuerdo con el índice de educación financiera elaborado por el BCRA (2019), en el año 2019 nuestro país evidenciaba un nivel relativamente bajo de educación financiera, por debajo del promedio de los miembros del G20, OCDE y otras economías latinoamericanas como Chile, Perú, México y Brasil. Sin embargo, las sucesivas crisis económicas que tuvieron lugar en el país llevan a que conceptos como inflación, interés y el valor del dinero en el tiempo tengan un alto conocimiento financiero (mayor al 70%).

Partiendo de estos indicadores de educación financiera en la población argentina, y apoyado en el bajo nivel de cuentas comitentes existentes en el mercado local, es que es posible comprender y dar cuenta que las inversiones en plazo fijo en pesos (a tasa fija) o la compra y atesoramiento de dólares (decisiones de inversión de baja sofisticación) sean las principales modalidades de ahorro e inversión en el sistema financiero argentino. Mientras, florecen otras opciones como los fondos comunes de inversión (principalmente los abocados al mercado de dinero, con disponibilidad inmediata de los fondos) y los productos atados a la inflación (BCRA, 2024).

## 4. Análisis del caso

### 4.1 De la renovación de expectativas a un nuevo incumplimiento, y sus consecuencias en el mercado de capitales

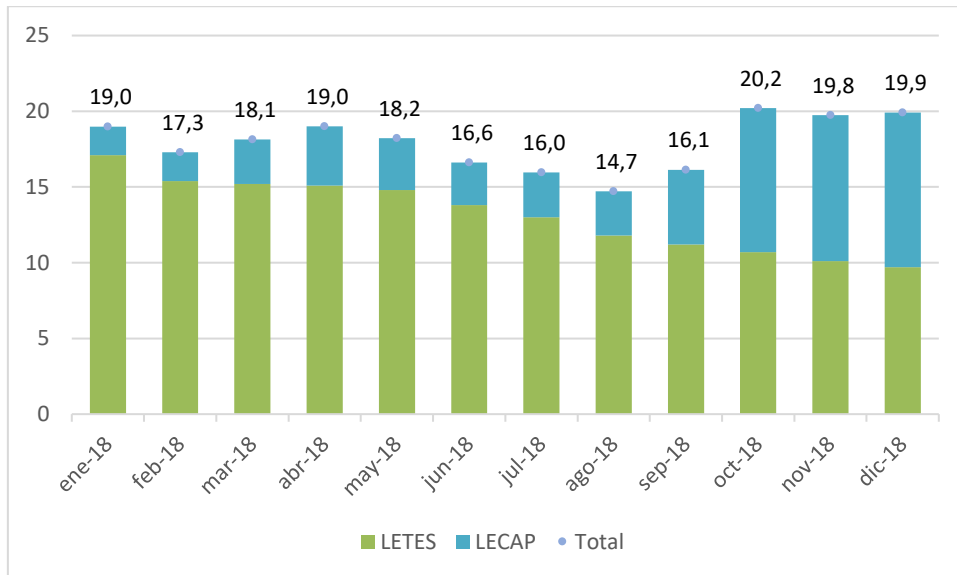
En el intento de dilucidar cuáles fueron los motivos que dieron vida al reperfilamiento de deuda ocurrido, la secuencia económica detallada por Furiase (2017) a fines del año 2017 parece haber previsto gran parte de los hechos que acontecerían. El economista alertaba que el punto débil del modelo económico de aquel entonces era el déficit de cuenta corriente (el que terminó siendo de un 5% del PBI dicho año): el Tesoro se financiaba mediante el ingreso de capitales en dólares de corto plazo, lo que competía con una demanda estructural de importaciones (bienes de capital y de consumo durables) y formación de activos externos. Luego, a través de las LEBAC se llevaba adelante el control de la oferta monetaria, absorbiendo los pesos generados por los dólares que ingresaban al país, siendo parte central así de un “proceso de crecimiento vía inversión y de desinflación” al erigirse como la tasa de interés de referencia por excelencia. Sin embargo, Furiase alertaba que este proceso virtuoso estaba ampliamente expuesto a shocks adversos locales o internacionales que pusieran presión sobre el dólar, y que luego resulten en dificultades en la capacidad de repago de la deuda, aumentando el costo de financiamiento local, impactando a su vez en el déficit fiscal y la carga de intereses.

Como parte de esta dinámica, adentrándose en los hechos que explican el reperfilamiento, al considerar los vencimientos en el corto plazo que había acumulado el Tesoro por el entonces fin del año 2018, se observa que se repitió -no por deseo del propio plan económico seguramente- el traspie que se había solucionado previamente con las LEBAC. El Gobierno no fue capaz de despejar el horizonte financiero, dada la incertidumbre generada por las elecciones presidenciales del año 2019 que acaecían, en las cuales la posibilidad de un cambio de gobierno y un cambio abrupto de gestión política y económica limitaron las expectativas de alargar los vencimientos de corto plazo. Esto es algo que se puede visualizar cada 4 años y cada uno de los gobiernos sufre, por lo que el llevar adelante una correcta gestión de la deuda en nuestro país enfrenta un desafío recurrente, dificultando la capacidad de mantener los títulos en niveles sostenibles de interés y demanda, sin generar una crisis que ponga en riesgo a toda la economía.

La transformación que tuvo lugar en el mercado una vez que se acentuaron los problemas económicos es posible de apreciarse al analizar la evolución del stock de LECAP y LETES en manos del sector privado. Mientras que a inicios de 2018 las LECAP representaban alrededor del 10% de la suma del stock de ambos instrumentos medidos en dólares, hacia fines del mismo año la relación se vería modificada totalmente, pasando a ser mayor el stock en LECAP (levemente superior al 50%). Al mismo tiempo, el stock de LETES se veía reducido casi a la mitad, pasando de 17.000 millones de dólares hacia 9.700 millones al finalizar el año (figura 13).

**Figura 13**

*Stock de LETES y LECAPS en manos del sector privado (en miles de millones de dólares).*

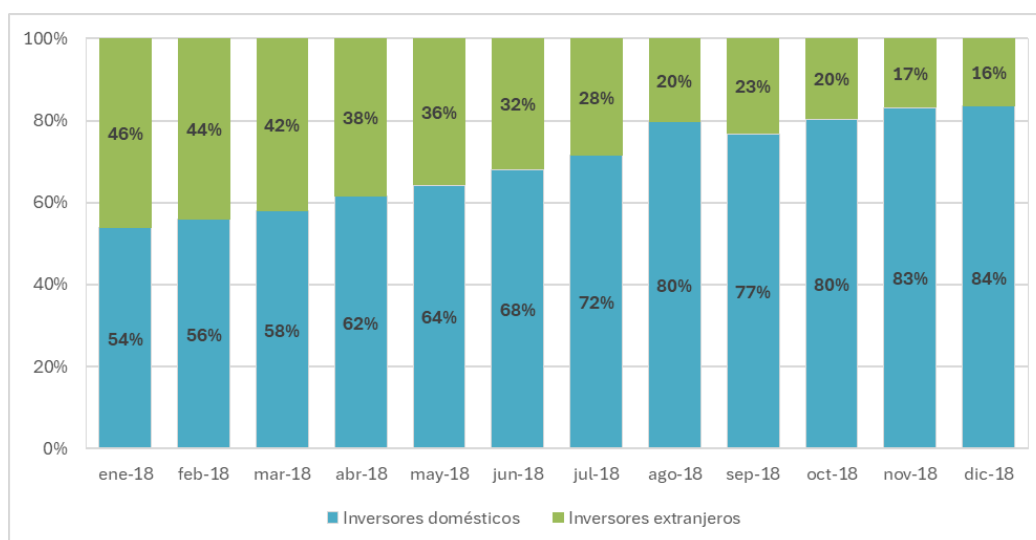


Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

Al poner el foco en el estado de las LETES, es importante mencionar la retirada de los inversores extranjeros que apostaban a estos instrumentos, pasando de representar casi el 50% del público inversor a números cercanos al 15% al finalizar el año (figura 14), una señal que permite vislumbrar la forma en la que tuvo lugar la salida de capitales, al querer asegurarse las ganancias obtenidas o diluirse la confianza en este tipo de títulos y la capacidad de pago del emisor.

**Figura 14**

*Stock de LETES en manos del sector privado, por radicación del inversor (en porcentaje).*



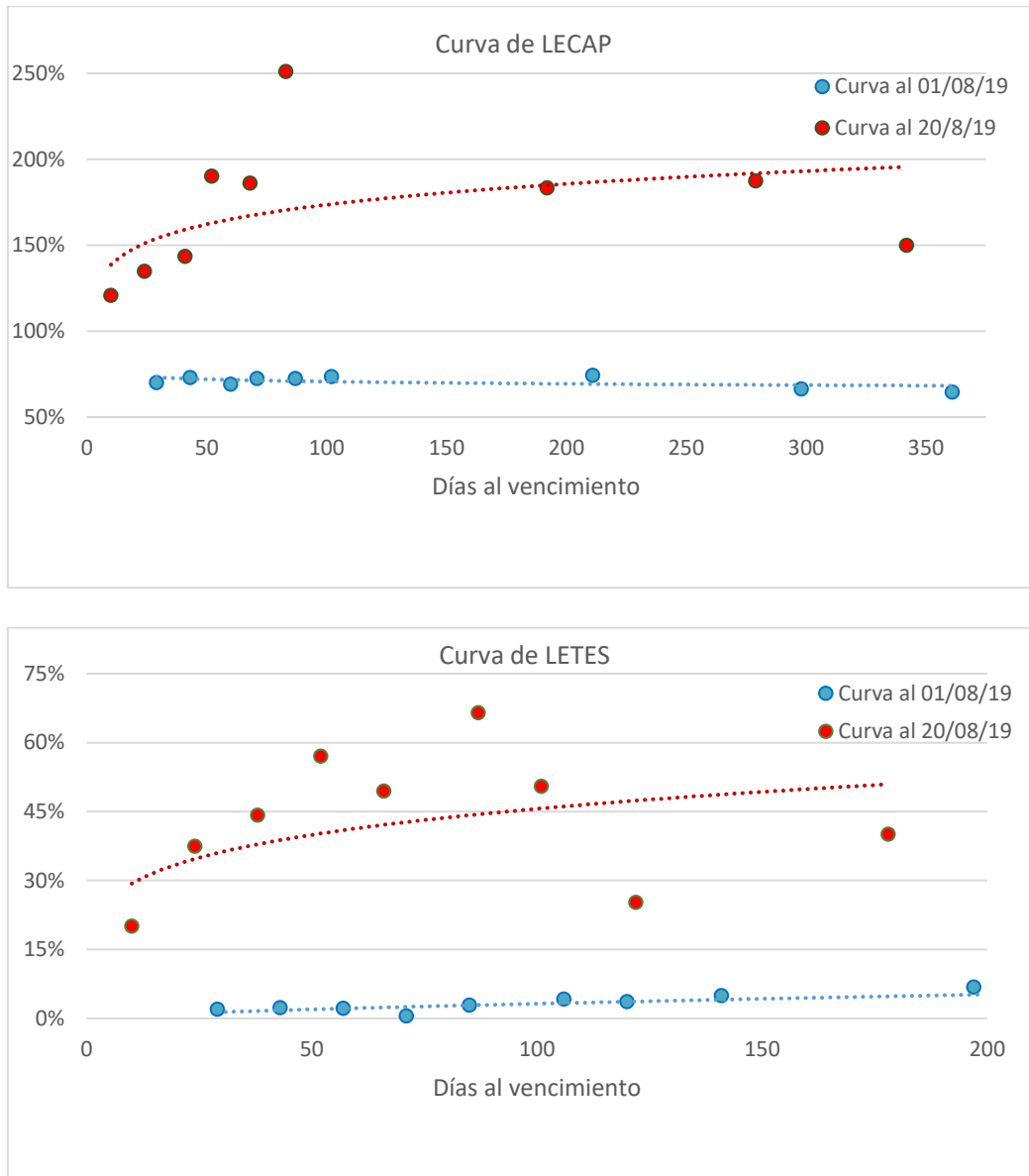
Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

Fue así que también durante el 2018 e inicios de 2019 comenzó a descender el rollover de estos instrumentos, para aquellos con vencimiento en el año 2020 (para el que se desconocía qué equipo económico estaría al frente). El rendimiento ofrecido veía cada vez volúmenes más altos a medida que acrecentaba la incertidumbre sobre el plan económico y la supervivencia del Gobierno en el poder, con miras a las elecciones que se acercaban. A modo de ejemplo, en las licitaciones realizadas en julio de 2019, a solo un mes de la contienda presidencial, las LETES con vencimiento en octubre del mismo año se adjudicaron a una TNA del 4%, mientras que las de vencimiento en febrero de 2020, lo hicieron al 7,19% (320 puntos básicos por encima); similar aunque algo menor fue el diferencial de tasa determinado en las LECAP, con una TNA del 58% para aquellas que vencían en octubre de 2019 y del 61,13% para las de mayo de 2020.

Sobre todo, el salto en los tipos de interés negociados en el mercado secundario se visualiza claramente luego del resultado obtenido en las PASO 2019 -en la que el oficialismo sufrió un golpe de tal tamaño que las probabilidades de revertir la elección eran mínimas-, cuando la curva de rendimiento de estos instrumentos pasó de niveles de normalización de 70% para las LECAP y del 5% para las LETES, hacia uno en extrema incertidumbre alcanzando rendimientos de hasta 250% y 70% respectivamente (figura 15)

**Figura 15**

*TIRes negociadas en el mercado secundario, antes y después de las PASO (11/08/2019).*



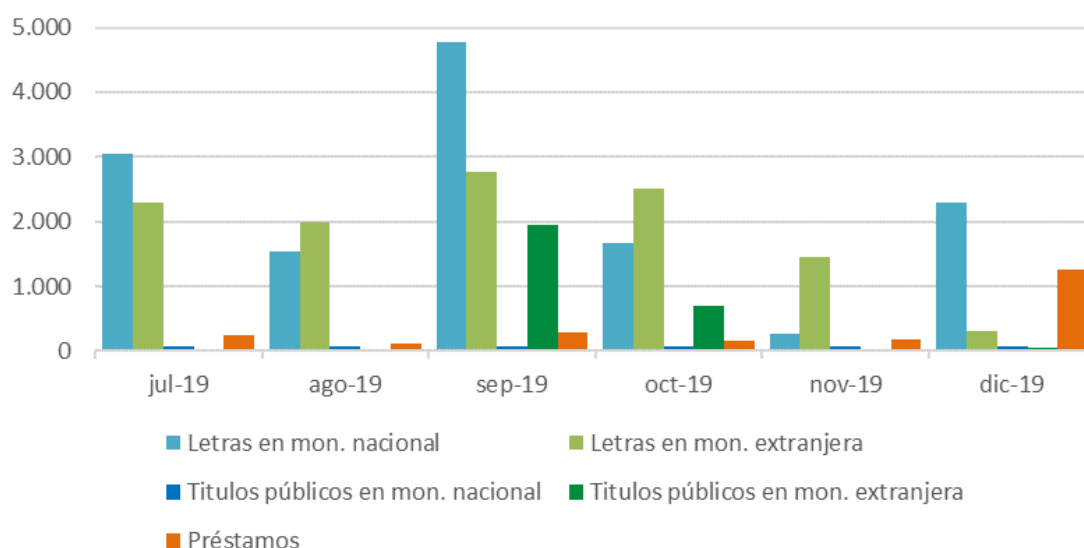
Fuente: elaboración propia en base a datos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC).

Esto fue sin duda un cambio que puso en jaque los planes económicos y llevó, en un primer momento, a alcanzar únicamente un 5% de roll-over para el caso de las LETES licitadas a mediados de agosto. En un nuevo intento por captar fondos, se llegó incluso a declarar desierta la licitación realizada a fines del mismo mes, debido al bajo nivel de ofertas recibidas. El programa económico había llegado a un límite.

De acuerdo con los datos informados por la Secretaría de Finanzas a mitad del año 2019, el monto a cancelar por letras del Tesoro (en pesos y dólares) únicamente en la segunda mitad de dicho año totalizaba unos 25 mil millones de dólares (figura 16), un número cercano al 5% del PBI. Representaba el 68% del perfil de vencimientos de capital e interés del Tesoro (excluyendo organismos internacionales y adelantos transitorios del BCRA); asimismo, el monto a abonar en letras representaba al 85% del total de pagos en el semestre por delante si se tenía en cuenta únicamente los vencimientos de capital, lo que permite dar cuenta del tamaño de la deuda que comprendían estos instrumentos de corto plazo.

**Figura 16**

*Perfil mensual de vencimientos de capital de la deuda bruta de la Administración Central (segundo semestre de 2019, en millones de dólares).*



*Nota:* se excluye la deuda con el BCRA y pendiente de reestructuración. Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

Ante la insostenibilidad de la situación, y la dimensión de los vencimientos que se debían afrontar con acreedores en la inmediatez, no se tuvo otro desenlace que el inevitable: postergar los vencimientos de capital de éstos y otros títulos de deuda con pagos a realizar en el corto plazo, al no contarse con los recursos necesarios. Esta decisión fue tomada el 28 de agosto de 2019 y calificada por las propias autoridades nacionales como un reperfilamiento de su deuda local y extranjera, a modo de un intento de último recurso en busca de mejorar el “perfil” de deuda de corto y mediano plazo a fin de encontrar un respiro financiero.

## *El reperfilamiento*

La propuesta presentada a fines de agosto de 2019 contemplaba:

**Nuevo cronograma de pago, según el vencimiento del título se clasifique como de corto o largo plazo.** Las Letras, ya sea en pesos (LECAP, LECER, LELINK) o en dólares (LETES), fueron calificadas como títulos de “corto plazo”, incluso aquellas cuyo vencimiento de capital estaba estipulado para mediados del año 2020. Es así como estos títulos verían diferida compulsivamente su amortización en un período total de 6 meses, a abonarse parcialmente en un esquema de porcentajes del 15%, 25% y 60% en las fechas de vencimiento original, a los 3 y 6 meses, respectivamente.

Por el otro lado se encontraban los títulos considerados de “largo plazo”, que eran en su totalidad bonos tanto en pesos como dólares. Estos mismos serían incluidos dentro de un reperfilamiento pero de tipo voluntario, es decir, una extensión de plazos únicamente para aquellos que lo aceptaran, no sin hacerse antes de un premio por adoptar esta modificación en las fechas de pago o simplemente recuperar las esperanzas de cobro, para que la deuda pueda retornar entonces a una situación de sostenibilidad.

De esta manera, se aceptaba que la deuda contraída originalmente no era posible de afrontar vía una postergación en su plazo de pago, sino que era necesaria la reformulación del contrato original (lo cual implica la aceptación por parte de los inversores, un punto que en cierta parte era comprendido y esperado, dado el rendimiento con el que cotizaban estos títulos). A la vez, inicialmente la peor parte fue la que se llevaron las letras en pesos y dólares, en las que se aseguró desde un primer día el calendario de reprogramación, mientras que para los demás títulos sería “voluntario”, lo que impactó significativamente en la curva de rendimientos de las letras.

**Diferenciación entre los tipos de tenedores de deuda impactada.** Las personas humanas tenedoras que hubieran adquirido los títulos en el mercado primario o bien en el secundario, habiendo sido registrada la titularidad antes del 31 de julio de 2019, no se verían alcanzadas por la presente medida y se les respetaría el cronograma de pago establecido. De esta manera, fueron afectadas aquellas personas humanas que adquirieron los títulos en el mercado secundario luego de la fecha límite establecida, o bien las personas jurídicas, no importa cómo o cuándo los hayan adquirido. Esta distinción por un lugar permite identificar que el mercado de deuda de letras no se encontraba en una situación de normalidad desde la fecha de corte establecida (la que procuró filtrar aquellas compras de tipo oportunista,

aprovechando los precios de default a los llegaron a negociarse los títulos luego de las elecciones primarias de agosto), y la intención del Estado de realizar el menor daño posible, minimizando el número de inversores afectados, quienes habían depositado su confianza en estos títulos.

**Sin quitas de capital e interés.** No se interrumpió el devengamiento y pago de intereses ni se contemplaban quitas de capital e interés para los títulos alcanzados, y el reperfilamiento era de carácter voluntario para los considerados de largo plazo, lo que implicaba en principio una posición extremadamente pasiva y “amistosa” por parte del deudor, el Estado Nacional, ya que solo iniciaba una negociación de extensión de plazos para aquellos que lo aceptaran, dando lugar a la recepción de propuestas de reprogramación a grandes tenedores (bancos e institucionales). Mientras, los que no se sintieran a gusto con la propuesta, verían cumplido el contrato establecido originalmente. Resulta necesario destacar que, a pesar de no incluirse en la discusión la quita de capital e interés en los títulos en disputa, el valor presente neto de los mismos sí se vería parcial o gravemente afectado en cualquiera de los casos, por lo que los inversores llevaban gran parte de la carga en la resolución de este conflicto.

**Acuerdo en el Congreso para reglamentar este nuevo esquema de vencimientos.** Se planteaba la sanción de una ley que pueda confirmar la propuesta del Gobierno para reprogramar estos vencimientos. Es decir, no se contaba con la confirmación ni mayores indicios sobre la viabilidad de esta propuesta, más aun teniendo en cuenta la proximidad de un posible cambio en la coalición gobernante del poder ejecutivo nacional (que se definirían en primera vuelta el 27 de octubre de 2019, dos meses después del reperfilamiento), lo que no aportaba grandes cuotas de confianza para los tenedores afectados y el mercado en general ante la incertidumbre de cuáles serían los planes por parte de una nueva conducción, augurando un posible escenario de mayor agresividad.

**Renegociación con el FMI.** Se informó la intención de comenzar a dialogar con el Fondo Monetario para reperfilar también los vencimientos del préstamo contraído en 2018, debido al abultado esquema de pagos que tendría lugar desde el año 2020, buscando disipar cualquier tipo de riesgo de incumplimiento con el resto de deuda por abonar.

### ***Impactos inmediatos***

De esta manera, el reperfilamiento tuvo un profundo impacto en todos los niveles de la industria del mercado de capitales local.

**Profunda desvalorización en los títulos de renta fija.** Junto a la novedad que los pagos no serían honrados de acuerdo con las condiciones de emisión originales, como no podía ser de otra manera, el desprendimiento de activos relacionados a la Argentina fue de tal magnitud que produjo grandes caídas en los títulos de deuda y en menor medida en el mercado de renta variable.

Respecto a la deuda argentina, se vieron impactados tanto los bonos emitidos en pesos y dólares, de ley local y extranjera, como las letras que circulaban únicamente en el mercado local. La caída fue tal que, en el caso de las LETES en dólares, instrumentos que tenían pactado un vencimiento en los días próximos al reperfilamiento, pasaron a descontarse a una TIR<sup>10</sup> mayor al 200%, algo inaudito para un instrumento en moneda dura. Lo mismo sucedió con las LECAP, que, incluso al estar los días previos en TIRes exorbitantes, alcanzaron niveles nuevamente más elevados, en torno al 300%, dada la alta desconfianza de repago por el Gobierno argentino y la fragilidad del plan de postergación presentado, al acercarse elecciones ejecutivas y una nueva gestión que podía representar un profundo cambio en el rumbo político y económico.

**Pérdida de confianza en el mercado local junto a la aparición de especuladores.** Otro de las importantes consecuencias del reperfilamiento fue el daño realizado a los inversores tenedores de deuda luego de un gran crecimiento del mercado de capitales (junto a un aumento del volumen operado en instrumentos como las letras), el acercamiento de nuevos públicos y la confianza depositada, materializada a modo de ejemplo en la emisión de bonos en la moneda local a grandes plazos y tasas más que bajas para la historia reciente argentina. Gran parte del daño se debe a que en esta ocasión la atención no estuvo centrada exclusivamente en la deuda externa, sino que se vieron afectadas inversiones locales y en la moneda propia, sentando un precedente de desconfianza debido a que un incumplimiento de este tipo provoca el cierre del acceso al único mercado en el que es posible encontrar refugio cuando las condiciones con los inversores externos no son favorables, o bien directamente, no están al alcance.

Asimismo, los precios a los que se llegaron a cotizar los títulos de deuda públicos dieron lugar a todo tipo de especulación para inversores con propensión al riesgo y en búsqueda de grandes retornos, y sobre todo con la capacidad de mantener dichas inversiones en cartera por períodos de tiempos extensos e inciertos, sin mayores costos de oportunidad.

---

<sup>10</sup> Tasa interna de retorno.

Gran cantidad de los títulos impactados, tanto letra como bonos, y sobre todo aquellos con vencimiento dentro de un año, alcanzaron paridades en torno al 40%.

**Daño en la industria de fondos comunes de inversión local.** Uno de los principales actores afectados por esta situación extraordinaria fue sin dudas la industria de FCIs, la cual no fue exenta de las medidas del reperfilamiento, teniendo en cuenta el tipo de negocio del que trata. Habiendo surgido una vasta cantidad de fondos que se enfocaban exclusivamente en estos instrumentos -junto al boom de inversión que vivenciaron- y otros ya existentes que optaron por incluirlos en su cartera, dado que poseían en mayor o menor medida parte de su patrimonio invertido en los títulos comprendidos en el reperfilamiento, vieron gravemente afectadas sus valuaciones. Muchos de sus inversores, de una gran porción con perfil conservadora, se vieron de esta manera perjudicados al sufrir pérdidas en sus posiciones, las cuales habían sido altamente promocionadas como seguras y sin un riesgo que deba ser detalladamente considerado incluso.

Sin embargo, el mayor daño fue el aparejado a las diferenciaciones que estipulaba el reperfilamiento de acuerdo con el tipo de tenedor y la fecha de adjudicación de los títulos: ya que los fondos no son más que el conjunto de los aportes de sus cuotapartistas, y cuentan con el mandato de realizar las inversiones estipuladas en sus reglamentos, debieron adecuar toda su operatoria para realizar una correcta valuación de sus tenencias. Es así como un mismo FCI se vio fraccionado en tres partes, considerando los activos que fueron reperfilados en una, los que fueron exentos debido a la fecha de adjudicación y tipo de inversor en otra, y por último la correspondiente a aquellos activos que no formaban parte de esta medida (inversión en plazos fijos, cuentas remuneradas y renta variable, a modo de ejemplo). De esta manera, si una persona humana durante los primeros días de agosto -posterior a la fecha de corte establecida en el reperfilamiento- realizó una suscripción a un fondo común de inversión que invertía parte de su patrimonio en letras del Tesoro, pasó a ver dividida su posición en tres fondos, cada uno con valuaciones y composiciones muy distintas a las suscriptas originalmente, e incluso con grandes incertidumbres respecto a la disponibilidad y el valor final de sus tenencias dadas las dificultades operativas que tuvieron los FCI para identificar cada una de sus operaciones realizadas y el tratamiento a otorgarles, según lo fijado por el decreto del poder ejecutivo. Es así como la operatoria se vio paralizada por una gran cantidad de días hasta poder reglamentarse correctamente, y luego, ante el intento de realizar un rescate para hacerse del dinero involucrados y haber una liquidez

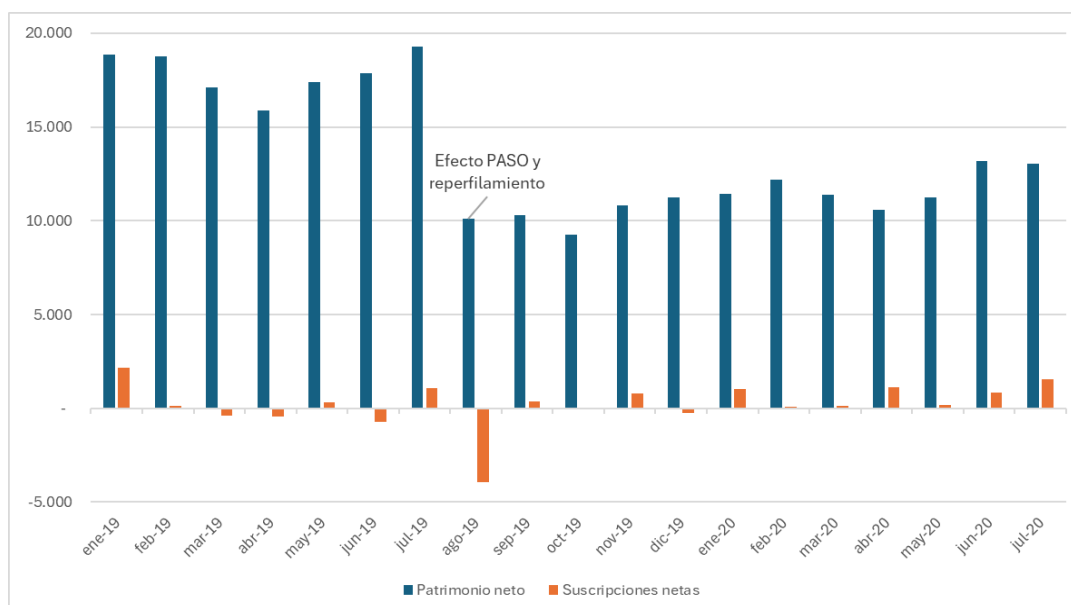
ínfima en el mercado, muchos de los fondos directamente cerraron su operatoria hasta tanto se produjeran los pagos reprogramados, viendo así el público sus inversiones retenidas.

El punto toma aún mayor relevancia ya que una gran porción de empresas formaba parte del universo de inversores que acudía a este tipo de FCIs como instrumento de gestión de liquidez, por lo que se encontraron imposibilitados de acceder a su capital, lo cual repercutió en la cadena de pagos de toda la economía, la cual pasó a verse afectada por partida doble.

A fin de poner en números esta situación, la industria de fondos, que había alcanzado un patrimonio máximo de 30.000 millones de dólares hacia fines de 2017, e iniciaba el año 2019 con 20.000 millones, vería descender este valor hasta los 10.000 millones al finalizar el año 2019, producto de los descensos en las valuaciones máximas alcanzadas, el resultado obtenido en las PASO y del reperfilamiento de deuda. Solo en el mes de agosto de 2019 el patrimonio descendió un 48% y se registraron suscripciones netas de rescates por alrededor de 3.500 millones (ambos datos medidos en dólares, figura 17).

**Figura 17**

*Evolución del patrimonio de la industria de FCI y suscripciones netas de rescates mensuales (en millones de dólares).*



*Nota:* se utilizó el tipo de cambio CCL para el cálculo de patrimonios y suscripciones, dados los controles cambiarios impuestos en el transcurso del 2019. Fuente: elaboración propia en base a datos de la CAFCI y ámbito.com.

Teniendo en cuenta el desempeño de la industria en los años subsiguientes, no se había podido alcanzar nuevamente un patrimonio de este nivel sino hasta culminar el 2023, año en el que se anotaron 28 mil millones de dólares bajo patrimonio.

**Reducción del mercado: menor nivel de volumen negociado y fuga de capitales.**

Luego de esta medida, los títulos alcanzados por el reperfilamiento compulsivo, es decir, las letras en pesos y dólares, pasaron a ser en gran parte un fantasma en la plaza local, principalmente a la dificultad de negociación que presentaban al estar parte de ellas en manos de fondos, y a la incertidumbre sobre el valor de mercado a asignarles, al no saber cuál sería su verdadero destino. Con volúmenes de negociación casi inexistentes, pasaron a ser exclusivamente un terreno para inversores de gran riesgo, dispuestos a adquirir títulos a un valor ínfimo al original, en búsqueda de ganancias extraordinarias en un corto período de tiempo, en oposición a la situación de los tenedores implicados, quienes en gran parte únicamente buscaban deshacerse de los papeles y dar por cerrada la apuesta de inversión original.

A la vez, el Estado Nacional no contó con la posibilidad de realizar nuevamente ningún tipo de emisión de deuda en el mercado de capitales local en el período de gobierno que restaba, lo que permite tomar nota de la paralización de operaciones que se vivió.

A pesar de que el reperfilamiento conllevaba implicancias extremas, consistía en sí en un intento de última instancia por despejar el horizonte financiero y recuperar la confianza de todo el arco de inversores. Sin embargo, el desenvolvimiento de los hechos no fue de lo más esperanzador y sería un prefacio de las mayores restricciones que tendrían lugar. Días después del anuncio de esta medida, se instauraron medidas de control de cambios, que incluyeron restricciones a la compra de dólares por parte de individuos y empresas, así como limitaciones en la transferencia de divisas al exterior (estableciéndose un tope de US\$ 10.000 por mes libres de autorización), con el objetivo de frenar la devaluación del peso argentino que estaba teniendo lugar y preservar así las reservas internacionales. Es así como el famoso “cepo” al mercado de cambios volvió a existir en nuestro país. De esta manera, el mercado de capitales a través de la operatoria de bonos en distintas monedas (comúnmente conocido como “dólar MEP”) aumentaría su volumen de operaciones, al canalizar una demanda de divisas que pasó a verse excluida del MULC (para luego potenciarse aún más con las sucesivas restricciones decretadas). Asimismo, de la mano de los controles impuestos, como es natural que suceda, también surgieron en este mercado oportunidades de inversión esporádicas y transitorias mediante operaciones de arbitraje de bonos, por lo que se

establecieron primero controles a la operatoria de títulos públicos en caso de haber comprado dólares en el mercado cambiario, y luego un período de mantenimiento en cartera de 5 (cinco) días para los títulos que se compren en moneda extranjera y deseen vender en pesos, buscando desalentar este tipo de acciones.

Ya en el mes de octubre de 2019, la confirmación en las urnas de que finalmente tendría lugar un cambio de gobierno nacional profundizó la incertidumbre sobre el futuro económico y financiero de Argentina, especialmente respecto a la deuda argentina, la postura a tomar por parte del nuevo gobierno y la posible pérdida o ganancia de valor que tendrían los títulos emitidos.

#### **4.2 Resolución del reperfilamiento y adaptaciones en el mercado de capitales durante el período 2019-2021**

La propuesta original de resolución del reperfilamiento no llegó a buen puerto al no contar con el respaldo político necesario o gozar con el timing adecuado ya que sucedía a los fines de un mandato terminado y no se logró alcanzar un consenso respecto a cómo resolver este conflicto (sumado al corto tiempo de vida con el que contaba el gobierno saliente), por lo que se optó por avanzar la discusión junto a una nueva configuración legislativa y ejecutiva.

Poco tiempo después, a finales de 2019, ya en funciones el nuevo Gobierno declaró una emergencia pública que incluyó medidas económicas y fiscales para abordar la crisis, entre otras tantas, siendo una de las más destacadas finalmente el anuncio de la reestructuración de la deuda pública en moneda extranjera.

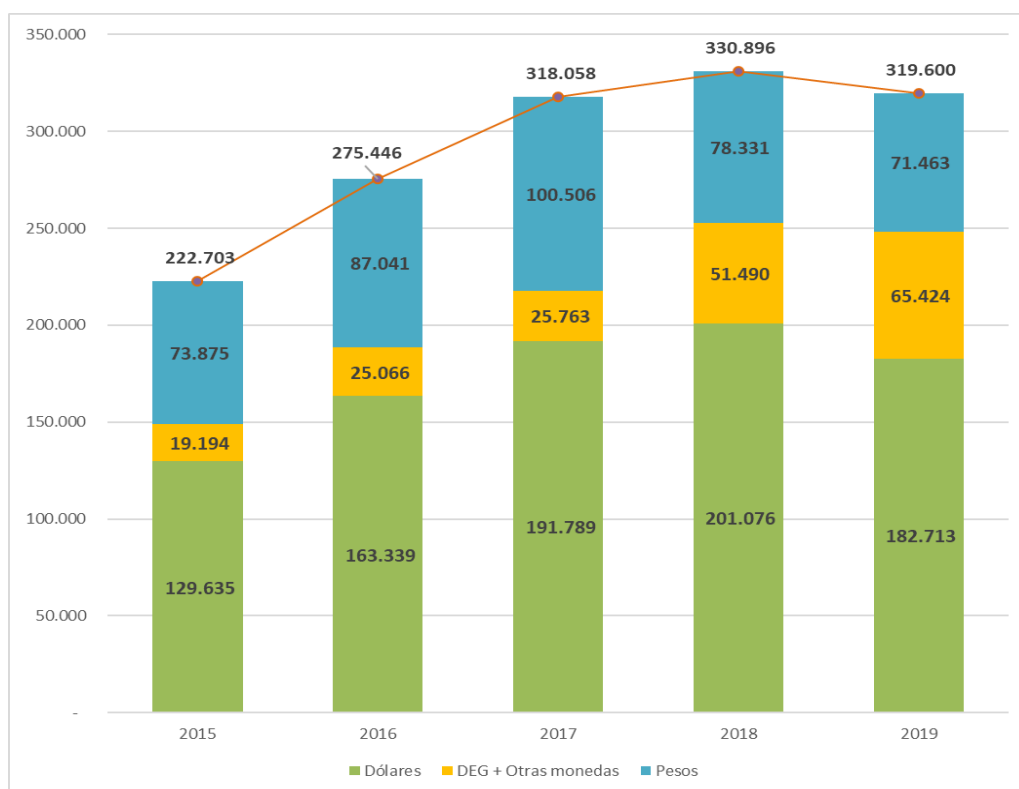
Este anuncio de inicio de conversaciones con bonistas no se hizo sin remarcar antes las causas que esta nueva gestión entendía llevaron a la situación de fragilidad en aquel momento: políticas macroeconómicas equívocas y un proceso de gran endeudamiento que condujeron al colapso del modelo económico imperante y a la evaluación de la deuda como insostenible, que a su vez no se tradujeron en incrementos de la capacidad productiva que permitieran hacer frente a las obligaciones contraídas, sin alterar la sustentabilidad social (MECON, 2019).

Dicho endeudamiento se ve reflejado en el aumento de 100.000 millones de dólares como resultado del período 2015-2019 (figura 18), en su mayoría denominado en moneda

extranjera, en el que volvió a tomar injerencia la deuda en Derechos Especiales de Giro (DEG) que refleja el crédito contraído con el Fondo Monetario Internacional.

**Figura 18**

*Evolución de la deuda bruta de la Administración Nacional (en millones de dólares).*



Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

Desde el ministerio se enfatizó en la necesidad de la adecuación de la deuda pública a nuevos principios para la gestión de su sostenibilidad. Se remarcaba a la recuperación económica como condición necesaria para restaurar la capacidad de pago, motivo por el cual era necesario avanzar con una reestructuración y la inclusión de las políticas de deuda como parte de un programa integral.

Es así como en los últimos días del año 2019, el Estado comenzó su retorno al mercado de capitales local mediante la emisión de letras en pesos con ajuste BADLAR<sup>11</sup>, con tasas de interés adjudicadas en torno al 50% efectivo anual, en línea con el objetivo de

<sup>11</sup>Es la tasa de interés publicada por el Banco Central para depósitos a plazo fijo mayores a un millón de pesos en bancos privados.

una curva de rendimientos consistente con las políticas de deuda oportunamente comunicadas, lo que se constituyó como un hito al dar vida nuevamente al mercado de deuda pública luego de encontrarse cuatro meses virtualmente “cerrado”, dado el alto nivel de desconfianza y la prima de riesgo exigida de parte del mercado.

Junto al regreso del Estado como emisor de crédito, durante los primeros meses de 2020 se dio puntapié al proceso de restauración de la sostenibilidad de la deuda pública, que abarcaba los frentes de la deuda en dólares en moneda extranjera de acreedores privados, aquella en esta misma moneda con acreedores y organismos bilaterales, y la deuda en pesos del mercado local.

La suerte con la que corrió cada título de deuda dependería de su moneda de emisión y mercado de negociación. Se destaca como un punto de inflexión la posición tomada respecto a la deuda emitida en moneda local o dual en el mercado doméstico en comparación con la emitida en moneda extranjera, tanto bajo jurisdicción local como extranjera.

El objetivo por alcanzar y el mensaje a transmitir se tornaron claros: se perseguía la reconstrucción del mercado local, honrando los títulos en la moneda nacional. El virtual bloqueo en el que se encontraba el país respecto al acceso a mercados de crédito internacionales fue otro de los motivos que condujo a esta decisión acertada, al ver en retrospectiva la pandemia del COVID-19, momento en el que se requirió una mayor presencia y asistencia económica del Estado, por lo que el acceso a financiamiento en el mercado local cobró una gran importancia.

La deuda que comprendían los bonos emitidos y pagaderos en dólares, que ascendía a US\$ 100.000 millones, pasó a ser reestructurada en base a un proceso de ofertas y contraofertas junto a los grandes grupos de acreedores privados. Esta negociación se desarrolló por casi un semestre, al mismo tiempo que vieron suspendidos sus pagos hasta alcanzar una solución a esta deuda, aunque aún devengando los intereses correspondientes. La definición de la tasa de descuento a aplicar a estos bonos (*exit yield*) y la estructura de cupones y amortizaciones fueron las principales cuestiones a resolver, dado el alivio que se buscaba por el gobierno y la menor reducción del valor presente posible solicitada por los acreedores (considerando que algunos de los títulos en disputa habían sido emitidos hace no más de tres años y a la par).

Para la porción restante de la deuda en dólares, correspondiente a LETES emitidas en el mercado local, se respetó el calendario y las condiciones de pagos establecidas originalmente en el reperfilamiento para el caso de personas humanas tenedoras antes de la

fecha de corte fijada, siendo de los pocos públicos privilegiados que recibieron pagos en moneda extranjera durante este período de reestructuración, respetándose el contrato oportunamente establecido<sup>12</sup>. Para aquella porción de tenedores que no corrieron con la misma suerte, se suspendió el esquema de amortizaciones del capital del 15%, 25% y 60% prometido, viendo reperfilados nuevamente los pagos hasta agosto de 2020 en primer lugar, y luego hasta fin de ese mismo año.

En lo que respecta al capítulo de la deuda emitida en pesos, negociada en el mercado doméstico (LECAP principalmente, seguida de LECER y LELINK), se abordó una estrategia que dependió de las condiciones de los títulos. Para los bonos y letras pagaderos en pesos, se adoptó la decisión de privilegiar la reconstrucción del mercado de capitales en detrimento de la capacidad financiera del Estado, quien pudiendo adoptar una posición un tanto agresiva o bien en línea con la incertidumbre de mercado, optó por recomponer la relación con los inversores. Aunque muchos de los títulos reflejaban en sus precios escenarios de postergaciones y quitas, se llevaron adelante canjes (en los que se incluyeron también las LETES reperfiladas) por nuevos instrumentos acordes a las tasas planteadas en el esquema financiero definido, lo que permitió aliviar la carga de deuda pendiente.

Aquel remanente que decidió no ingresar a los canjes comenzó a recibir los pagos de interés y capital en pesos estipulados de acuerdo con el calendario original de los títulos en cuestión o bien el establecido en el reperfilamiento de agosto del 2019.

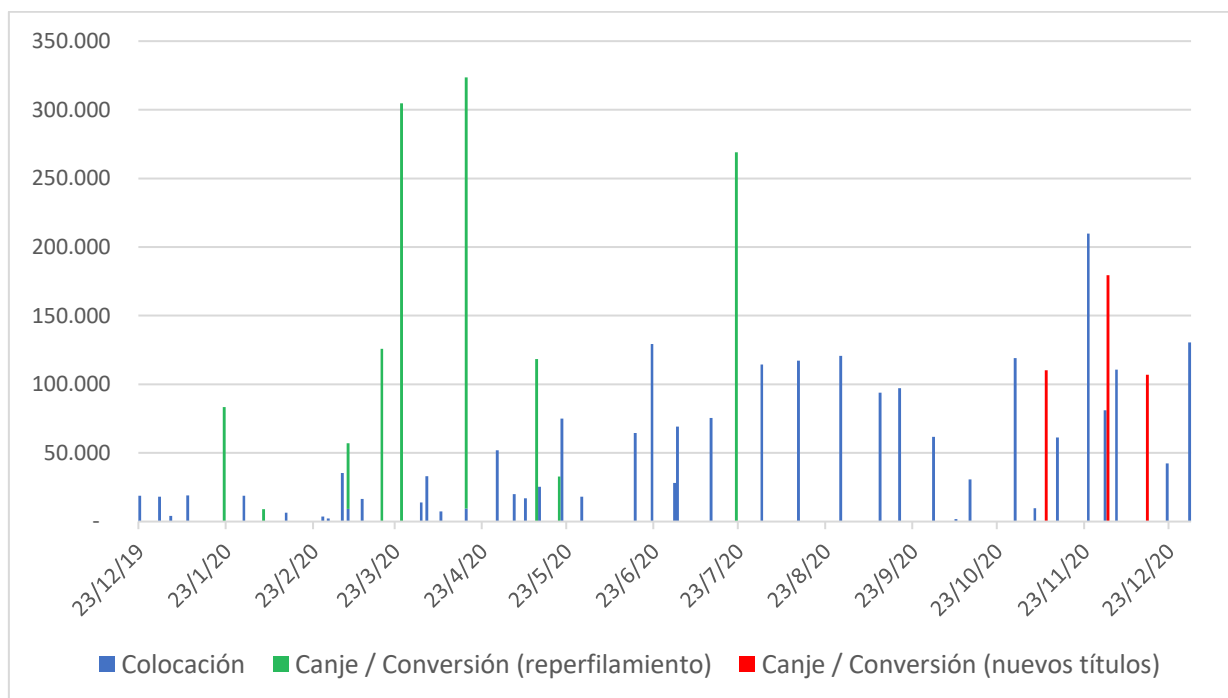
Al observar la actuación del Ministerio de Economía durante el año 2020, las operaciones de canje y conversión de aquellos activos anteriormente reperfilados fueron las de mayores montos (figura 19). Este proceso de reconstrucción de la curva de deuda en pesos se extendió hasta de julio de 2020, con la realización de nueve canjes en los que se fueron incluyendo progresivamente aquellos papeles reperfilados, muchos de los cuales participaron en varios canjes, con el objetivo de reducir al máximo posible el monto final a cancelar (ver anexo B). Ya cerca de finalizar el año se realizaron tres nuevos canjes pero de letras y bonos emitidos en la nueva gestión, en los que se licitaron los títulos en dólares resultantes de la reestructuración de deuda externa, bajo el objetivo de evitar situaciones de volatilidad y tensiones en el mercado (asociadas a tenedores de deuda atrapados del reperfilamiento que demandaban opciones de salida).

---

<sup>12</sup> Estos pagos lograron afrontarse gracias operaciones de refinanciamiento por parte del Tesoro y la participación del BCRA en la colocación de letras intransferibles y adelantos transitorios.

**Figura 19**

*Valores nominales adjudicados en licitaciones de deuda pública en el mercado local durante el año 2020 (en millones de pesos).*



*Nota:* se excluyeron las licitaciones cuyos tenedores eran el sector público en su totalidad. Para los títulos licitados en dólares, se transformaron los montos a pesos según el tipo de cambio CCL. Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

Dentro de este camino de normalización, no todo fue sencillo o aparentó de dicha manera, sino que ciertas dificultades tuvieron vida y debieron atenderse a fin de no obstaculizar el intento en curso de restauración del mercado de deuda local. El caso de mayor relevancia y discusión junto a los tenedores de deuda fue el del bono dual AF20, el cual tuvo un tratamiento diferencial respecto a los demás bonos en pesos. Este título, codiciado por los inversores desde el momento de su emisión en julio de 2018 ya que en su prospecto determinaba que abonaría el mejor escenario que resulte entre una tasa de interés mensual capitalizable en pesos y la evolución del tipo de cambio oficial (otorgando de esta manera al inversor una “cobertura” de riesgo adicional, pudiendo apostar por más de un tipo de ajuste en específico). Dado el desenvolvimiento de los hechos, en los que el incremento del tipo de cambio fue ampliamente superior a la tasa capitalizable estipulada, el Estado debía de hacer frente de alrededor de 105.000 millones de pesos (equivalente a unos 1.600 millones de

dólares al tipo de cambio oficial), lo que planteaba un escenario desafiante al perseguir objetivos que no siempre se darían de forma armonizante, como lo fueron el buscar reconstruir el mercado local junto a la mayor reducción de carga de deuda posible. De seguirse con la misma línea con la que se fueron tratando a los títulos en pesos hasta el momento, reconociendo el pago de intereses y capital a quienes no ingresen al canje, se hubiera otorgado una ganancia en pesos de alto margen. Es así como aproximándose al momento de su amortización en febrero de 2020, en una primera instancia, se invitó a los tenedores del bono a ingresar a un canje por nuevos instrumentos con distintos tipos de ajuste (CER, BADLAR, dollar linked y nuevamente dual), una estrategia similar a la aplicada en los anteriores vencimientos en pesos y no extraña para el mercado.

Los resultados del canje no fueron para nada los esperados, ya que solo el 10% de los tenedores ingresaron al canje. Ello obligaba a repensar opciones, bien realizar la amortización correspondiente al universo de tenedores que no había ingresado al canje u optar por una propuesta al nivel de un nuevo reperfilamiento, acciones que no pasarían inadvertidas para el mercado.

La estrategia de normalización del mercado de deuda y sostenibilidad de la deuda se veía amenazada debido a múltiples factores. En primer lugar, de avanzar con el reperfilamiento, un nuevo traspie en pesos impactaría sin duda en un mercado que se está tratando de posicionar en una situación de cumplimiento de pagos. La alternativa, dada la baja adhesión al canje, obligaba al acreedor a erogar una gran suma de dinero que encontraba correlato con una mayor emisión, y tenía como gran riesgo el aumento de la brecha cambiaria. A la vez, implicaba una señal de debilidad del plan económico, ya que significaba reconocer un gran poder a los tenedores de deuda, incluso cuando la estrategia de recuperación del mercado de deuda contemplaba nuevos canjes.

Como medida provisoria, se llevó adelante el llamado a un segundo canje apenas unos días después de la primera convocatoria, sin embargo, la licitación fue declarada desierta. Es por esto por lo que el mercado se encontraría con una sorpresa a solo dos días de la fecha de amortización establecida originalmente: el pago del capital se vio postergado hasta el 30 de septiembre de 2020, a la vez que se interrumpió el devengamiento de nuevos intereses. Este fue un gran golpe y sacudón al mercado, ya que se creía que este título seguiría la misma suerte que aquellos pagaderos en pesos, pero no fue así.

La decisión adoptada por el Ministerio de Economía estaba sustentada en el tipo de tratamiento que el inversor otorgaba a este bono. Mediante un comunicado, desde el Ministerio de Economía (2020a) se informó que, al ser un título dual, “quien trató al AF20

dual como un bono en dólares recibirá el tratamiento que se le está dando a la deuda en dólares, mientras que quien lo trató o busque tratarlo en el futuro como un bono en pesos, recibirá un tratamiento consistente con el objetivo de reconstruir una curva sostenible de rendimientos en pesos”. Asimismo, subrayaba que “este Gobierno no va a aceptar que la sociedad argentina quede rehén de los mercados financieros internacionales, ni va a favorecer la especulación por sobre el bienestar de la gente.”.

Para las personas humanas tenedoras de este bono se adoptó una resolución similar a la tomada previamente para el universo de LETES: aquellas con tenencias inferiores a valores nominal de 20 mil dólares a la fecha del 20 de diciembre de 2019, momento en el que “se comenzó a reconstruir la curva de rendimientos en pesos”, se remarcó, recibieron el pago de capital correspondiente. Por último, como cierre del comunicado, se intentó reducir a la mínima expresión posible el impacto en los precios de los nuevos títulos cotizantes en el mercado de capitales, exclamando:

Esta postergación de los vencimientos de capital de este título no afecta ni interrumpe en modo alguno la estrategia de normalización de la curva de rendimientos en pesos. Las condiciones de mercado son tales que esta administración no observa dificultades en cuanto a la capacidad de enfrentar los vencimientos de la deuda en pesos al mismo tiempo que se preserve la consistencia del programa macroeconómico integral, en particular sus componentes fiscales, monetarios y financieros.

Es así como el bono AF20 alcanzó una caída de alrededor del 30% en su cotización en el mercado secundario el día posterior a la comunicación de la decisión tomada, y su suerte quedaría sujeta a que sea incorporado en nuevas operaciones de canje, de acuerdo con el criterio del equipo económico al frente.

Otro caso de relevancia fue el del bono A2M2, tan solo un mes después de lo sucedido con el AF20, teniendo otro vencimiento de gran magnitud por delante, al implicar un pago de 74.000 millones de pesos. La incertidumbre entre el público inversor respecto a si el título sería abonado o no era muy alta (dado lo sucedido pocas semanas atrás); tal es así que en el mercado secundario era posible adquirir el título con un rendimiento más que atractivo considerando los pocos días en los que debía de ser cancelado, por encima de tasas de referencia de corto plazo como las negociadas en cauciones.

Se realizó un canje en el que se logró renovar alrededor del 65% del monto a vencer, lo que ayudó a calmar las aguas. Finalmente, el bono fue abonado para aquellos que decidieron no ingresar en el canje, en búsqueda de un rédito mayor (*free riders*<sup>13</sup>). Se realizaron las advertencias correspondientes frente a este tipo de comportamientos, mediante un famoso y muy comentado comunicado por parte del ministerio (2020b), en el que se enfatizaba que:

La restauración de la sostenibilidad de la deuda en moneda nacional exige una actitud colaborativa, constructiva y de alta participación de los tenedores de dichos instrumentos, creados en condiciones de alta inestabilidad y volatilidad macroeconómica, que además resultaban incompatibles con la capacidad de pago futuro de la República Argentina. [...] Las conductas de tipo oportunistas, y de persecución de rentas extraordinarias en períodos cortos de tiempo, no contribuyen a los objetivos de sostenibilidad antes mencionados y, de persistir en cuantías significativas, serán correspondientemente abordadas utilizando todas las herramientas legales disponibles.

Es necesario remarcar que, a medida que se desarrollaba con relativo éxito la estrategia adoptada por el equipo de la Secretaría de Finanzas, el mercado recobró parcialmente la confianza en el pago de estos títulos por lo cual se produjo un incremento en las cotizaciones de aquellos que vencerían próximamente, permitiendo que toda la curva de rendimientos (incluyendo la parte corta y larga) pueda alejarse de niveles que anticipaban una reestructuración. Oportunidad que no solo fue bien recibida por quienes adquirieron estos títulos en el mercado primario o bien previo al anuncio del reperfilamiento, sino también por aquellos que apostaron a una recomposición de esta deuda cuando cotizaba alrededor de paridades del 20% o 30%.

Otra gran oportunidad de inversión fue la que presentaron los títulos que nacieron como solución al reperfilamiento, como fue en el caso de los bonos atados a la inflación con vencimiento entre 2021 y 2024. A pesar de que la situación en la que fueron emitidos no fue la ideal teniendo en cuenta su génesis, en los años venideros sobrepasaron los retornos de las otras opciones de renta fija disponibles en el mercado.

---

<sup>13</sup> Término con el que se conoce en el ambiente financiero a aquellos que no adhieren a la conducta de la mayoría, adoptando una posición de mayor riesgo con su equivalente rendimiento al apalancarse en la decisión de los demás.

Finalmente, en agosto de 2020, en lo que respecta a aquellos títulos en dólares en los que se encontraba negociando su reestructuración, el Gobierno llegó a un acuerdo con un grupo de acreedores privados, tenedores de una parte significativa de la deuda en default bajo jurisdicción extranjera. Este acuerdo implicaba una reducción del capital y una extensión de los plazos de pago, y fue considerado un paso importante en la resolución de la crisis de deuda.

Para las LETES en dólares y el bono dual AF20, luego de haber sido reperfilados y formar parte de sucesivas operaciones de canje en los que fue disminuyendo el remanente de títulos en circulación, se resolvió incluirlos dentro de la reestructuración de la deuda pública nacional emitida bajo ley local, para la cual, en septiembre de 2020, se alcanzó un 98,80% de adhesión al canje. Fue un desenlace no tan grato para sus tenedores, quienes en sus planes se encontraban títulos denominados en dólares o bien atados a este tipo de cambio, y concluyeron recibiendo nuevos títulos a un valor de mercado considerablemente inferior al erogado inicialmente, o bien títulos denominados en pesos y con ajuste CER, como lo fue en el caso del AF20, el cual tuvo solo una opción de canje (a diferencia del resto de títulos reestructurados que tenían un mayor bagaje de opciones al alcance).

En consecuencia, el mercado de deuda en pesos comenzaba a recuperar el rumbo que había perdido un año atrás. El equipo económico a cargo continuaría con la ejecución de programa económico y financiero, con el objetivo de fortalecer este mercado y volver a ser una herramienta de peso en el financiamiento del Tesoro Nacional.

#### **4.3 Status actual del mercado de capitales y la deuda pública en pesos**

Situándonos a fines del año 2023, al revisar en profundidad cómo se logró desenvolver el mercado de capitales local una vez “superado” el reperfilamiento junto a las sucesivas operaciones de refinanciación de los pasivos reprogramados a fines del año 2019, y consumada la reestructuración de deuda con los bonistas extranjeros, respecto a los desafíos que se tienen por delante, el lograr una plena normalización del mercado de deuda pública en pesos se destaca como el mayor de éstos. Más allá de haber vuelto a emitir deuda y reconstruir parcialmente la curva de rendimientos que se encontraba sumergida en niveles de default, queda mucho trabajo por hacer para lograr un mercado normalizado.

La normalización buscada y alcanzada al momento no ha sido plena, en términos de las tasas de interés negociadas en el mercado (las que deben hacer frente a los altos niveles

de inflación registrados), la volatilidad que evidencian los títulos de deuda pública, el contar con una demanda genuina por parte de todo el arco de inversores y el volumen negociado no solo en el mercado sino en este tipo de instrumentos en general.

Entre los factores que dan respuesta a la incompleta normalización del mercado local, se encuentra el incremento de la desconfianza y la incertidumbre sobre la sustentabilidad y el repago de la deuda local, de la mano de, entre otros puntos, el crecimiento del stock de deuda, potenciado por un déficit fiscal y un mercado de capitales internacional cerrado ininterrumpidamente desde el año 2018, pudiéndose acceder únicamente a préstamos de parte de organismos de crédito multilaterales, bancos de desarrollo o naciones con relaciones estratégicas como el caso de la República Popular China.

Al ampliar el foco sobre la evolución de la deuda bruta (figura 20), la deuda en pesos fue aquella que adquirió mayor protagonismo en los últimos años, dadas las condiciones crediticias mencionadas. Junto a la porción restante en dólares y en otras monedas (incluyendo DEG, que se vieron reducidos), al segundo trimestre del año 2023 el stock se había incrementado en alrededor de 80.000 millones de dólares.

**Figura 20**

*Evolución de la deuda bruta de la Administración Nacional (en millones de dólares).*



Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

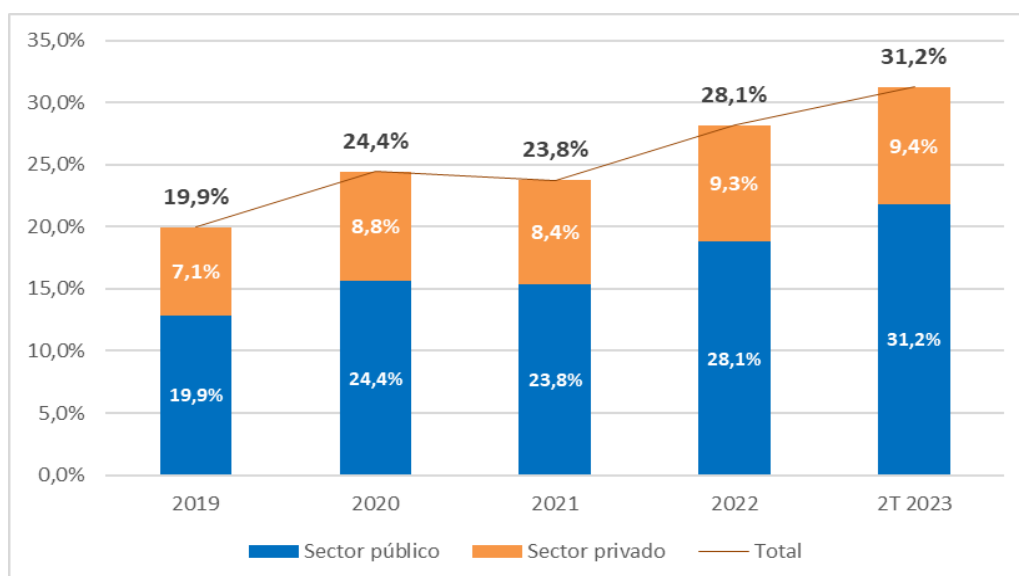
El desafío de volver a recuperar la confianza del mercado se torna difícil de alcanzar ya que requiere dejar atrás la experiencia del reperfilamiento, el que produjo un daño tal que es una idea que ha llegado para quedarse y resuena ante cada episodio de inestabilidad que acontece en el mercado. El mal precedente es de tal tamaño que, ante niveles elevados de deuda o falencias en la marcha del plan económico, la capacidad del Estado de hacer frente a sus compromisos y el objetivo de mantenerse alejado de tensiones financieras son puestos a prueba periódicamente.

Al adentrarse en los motivos por los que se ha generado un ambiente de desconfianza e incertidumbre, se observa que las perspectivas económicas no han logrado mejorar respecto a la situación en la cual se produjo el reperfilamiento, en términos de niveles de inflación, crecimiento económico, déficit fiscal y financiamiento vía emisión monetaria.

Esta puesta a prueba por parte del mercado para con la sostenibilidad de la deuda se debe en parte a que la deuda en pesos del Tesoro en manos públicas y privadas refleja un incremento sostenido en términos del PBI desde diciembre de 2019, que luego se exacerbó en los años venideros. A finales de 2019, el stock de dicha deuda representaba alrededor del 19,9% del PBI, para luego alcanzar un 23,1% en diciembre de 2021 y trepar hasta 31,2% en junio de 2023 (figura 21).

**Figura 21**

*Evolución de la deuda en pesos en manos del sector público y privado como % del PBI.*



Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

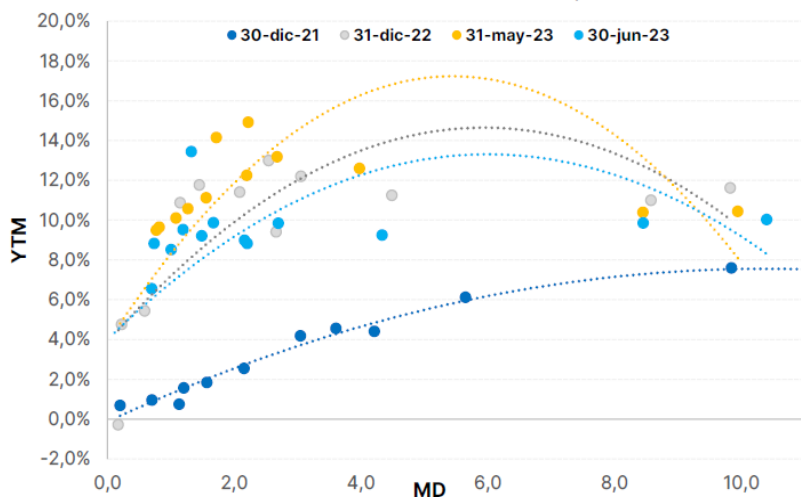
### ***Los episodios de inestabilidad afrontados***

Además, como suelen suceder en los procesos de estabilización, han tenido lugar episodios de inestabilidad que alteraron los esfuerzos de normalización del mercado y lo han vuelto a poner en situaciones de estrés, posicionando en una situación de riesgo al plan económico, y a su vez, se erigieron como generadores de tensiones en variables como los dólares financieros y paralelos con consecuencias luego en otras como la inflación y la actividad económica.

Tal es así que se han llevado adelante canjes de conjuntos de títulos en pesos por títulos en dólares (continuando la estrategia de finales de 2020 mencionada anteriormente), con el objetivo de reducir tensiones financieras generadas por la incertidumbre de los niveles de roll-over. También, durante los meses de junio y julio del año 2022, tuvo lugar un episodio de venta masiva en el mercado secundario (*sell-off*) de los instrumentos con ajuste CER que formaban parte de la curva en pesos: la curva a diciembre de 2021 se encontraba rindiendo 200 puntos básicos (pb) para la parte corta y unos 400-500 pb para la parte media y larga, para luego pasar a rendir entre los 600 y 1000 pb respectivamente en diciembre de 2022. Más adelante, en mayo del 2023, la curva sufriría nuevos golpes hasta alcanzar los peores registros de rendimientos luego del reperfilamiento, con niveles de 1200 a 1400 pb para la parte media y larga de la curva, consiguiéndose recuperar levemente un mes más tarde (figura 22).

### **Figura 22**

*Evolución de la curva soberana CER en diferentes momentos de tiempo.*



*Nota:* “MD” refiere a duration modificada y “YTM” a TIR. Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI).

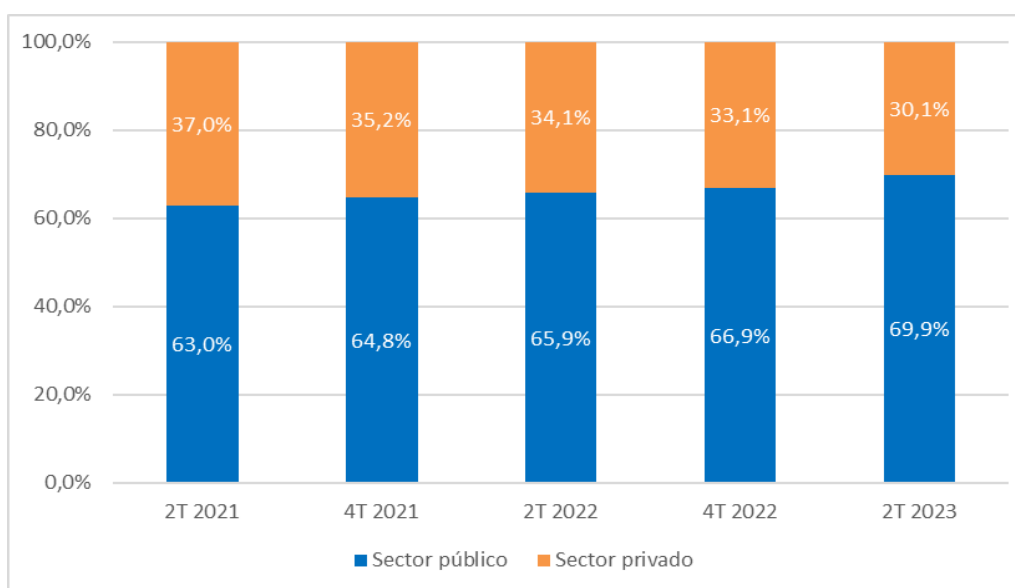
### **Reconfiguración del mercado en cuanto a sus participantes**

Analizando los demás desafíos que se cuentan por delante, se observa que aunque el Estado volvió a participar como emisor de deuda en el mercado, ha disminuido el apetito privado genuino no regulado.

Al observar en detalle los jugadores que forman parte de las nuevas emisiones de deuda gubernamentales, se destaca un aumento considerable de la tenencia relativa de deuda en pesos de parte de organismos del propio sector público, siendo los principales la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) y el BCRA. De hecho, desde inicios del segundo semestre de 2021 hasta la mitad del año 2023, en términos del PBI, la deuda en pesos en manos del sector público creció 9,5 puntos porcentuales (pp), hacia 21,8%, frente a un 9,4% de la misma medida para la tenencia privada, que tuvo una pobre suba de 2,1 pp en este período bajo análisis. A la vez, la distribución de la deuda en pesos pasó del 63% al 70% en el sector público, frente a una tenencia privada que se vio reducida desde el 37% al 30% (figura 23).

### **Figura 23**

*Composición de la deuda en pesos en manos públicas y privadas, en porcentaje por tipo de acreedor.*



Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

Esta disminución del apetito privado genuino no regulado fue compensada por un quantitative easing local de la mano del BCRA: con el objetivo de “reducir la volatilidad de los instrumentos del Tesoro y contar con un mercado de títulos públicos líquido y profundo” (BCRA, 2022), desde la crisis del mercado de pesos a mediados del año 2022, se decidió implementar a las entidades del sistema financiero una opción de venta (*put option*) sobre los títulos del Tesoro a vencer a fin del año 2023 (junto a un nuevo cambio de gobierno), a fin de otorgarle al tenedor de la opción el derecho de vender en cualquier momento el activo subyacente a un precio a establecerse entre el valor de cierre del día anterior y una tasa nominal anual promedio ponderada más un spread del 2%. Este sistema se sumó desde julio de 2022 a la otra medida de frecuencia diaria en la que el BCRA participaba activamente en el mercado, brindando posturas de compra a precios similares a los valores de licitación más un spread máximo también del 2%. Es así como se tuvo que hacer uso de la alquimia en términos de estrategias financieras para contar con la participación de bancos en futuras licitaciones de títulos, asegurando su éxito a costa de brindar la posibilidad de deshacerse del título a un precio conocido (derivando en un aumento la hoja del balance del Banco Central), en caso de necesitar hacerse de liquidez al existir descalces entre los plazos de los títulos públicos y los depósitos que los respaldan.

Estos datos permiten observar que, luego de la salida del reperfilamiento, el mercado está apoyado principalmente por los actores del sector público, en las suscripciones primarias y en el mercado secundario, aportando liquidez a los títulos a través de la recompra de la deuda local e ingresando a nuevos canjes y suscripciones (de acuerdo a informes de research del mercado local, hasta mediados del año 2023 se adquirieron un volumen de bonos que ronda el 4,3% del PBI por parte de la autoridad monetaria local).

Asimismo, respecto a los jugadores privados que participan en nuevas suscripciones de deuda, es menester destacar otro de los factores que contribuye a una incipiente normalización del mercado, que está constituido por el conjunto de reglas y limitaciones que se tienen respecto a la oferta de instrumentos de inversión posibles en el mercado. Dadas las normativas impuestas por los reguladores, parte de los sujetos participantes del mercado únicamente se ven habilitados a invertir en títulos públicos, lo que repercute en un interés que no es genuino y en trabas para un proceso de construcción sano de un nuevo mercado, ya que ante los primeros temblores que aparezcan, pueden ser los primeros en desencadenar

una desestabilización al querer desprenderse de los títulos adquiridos. Otro riesgo asociado a este punto, junto a la mayor participación del BCRA en las tenencias de deuda pública, es la alta exposición a deuda gubernamental que se puede llegar a totalizar, lo que ante una crisis de deuda -expresada en un default, por ejemplo- puede perjudicar las posiciones de liquidez de las entidades financieras tenedoras de títulos, extendiendo la crisis al sistema bancario y al mercado cambiario junto a impactos como la merma del crédito local, una caída en la demanda agregada de la economía y, por consiguiente, en el producto y empleo (Roubini y Setser, 2004; Plessen y Cosentino, 2020).

### *El tamaño del mercado*

De acuerdo con los datos informados por BYMA en lo que respecta a volúmenes de negociación por tipo de instrumento, en los momentos inmediatos posteriores al reperfilamiento, se destaca la preferencia de los inversores por nuevas alternativas de inversión. El crecimiento que tuvieron los CEDEARs y las obligaciones negociables se encontró por encima del de los títulos públicos y acciones, siendo estas últimas las más golpeadas, con variaciones porcentuales anuales en su volumen notablemente inferiores a los demás instrumentos (tabla 1)

**Tabla 1**

*Variaciones porcentuales en volúmenes efectivos por instrumento.*

Tipo de instrumento	Año			
	2020	2021	2022	2023
Títulos públicos	104%	95%	103%	312%
Cauciones	428%	59%	90%	291%
Acciones	21%	12%	44%	564%
CEDEARs	512%	120%	93%	236%
Oblig. Negociables	550%	107%	690%	168%

*Nota:* los datos corresponden al volumen registrado en pesos en segmento prioridad precio-tiempo (PPT). Fuente: elaboración propia en base a datos de BYMA.

La tendencia que se registraba cambiaría al comparar la variación registrada en el año 2023 respecto al año anterior, en el que las acciones pasaron a ganar mayor terreno y los títulos públicos se encontraron en segundo lugar (un año en el que hubo nuevamente elecciones ejecutivas nacionales).

Gran parte del volumen registrados en los títulos públicos lo explica la operatoria para obtener dólar MEP, al mantenerse los controles para acceder a divisas en el mercado oficial. Esta es una operatoria ampliamente fomentada por los distintos agentes de negociación, quienes gracias a los avances que tuvieron lugar en el ecosistema financiero, contribuyeron también a un salto en la cantidad de inversores: de las 500.000 cuentas registradas con saldo en 2022, al finalizar el año 2023 se alcanzaron 2.550.000 de acuerdo con lo informado por la CNV (2024).

La correcta inserción de este nuevo universo de inversores y el mantenimiento de un mercado de capitales en el que se negocien títulos que cumplan con las expectativas que difunden son sin duda uno de los principales objetivos que todo tipo de administración pública debe tener por delante, y así dejar atrás episodios de crisis e incumplimiento como el reperfilamiento, que aportan una cuota de incertidumbre al momento de tomar decisiones de inversión.

### ***Sostenimiento de la demanda mediante una mayor oferta de instrumentos indexados***

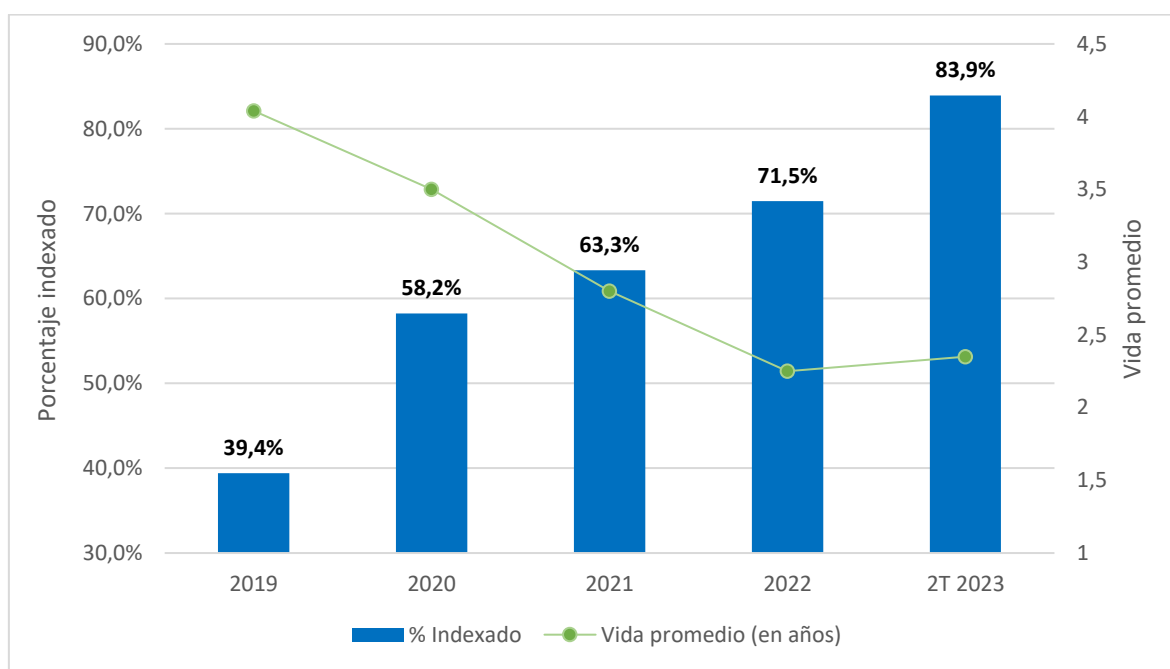
Los títulos de deuda ofrecidos en los años sucesivos al reperfilamiento no son los que se encuentran idealmente en los planes no solo de la administración nacional sino de cualquiera de éstas -en medio de un coyuntura inflacionaria en crecimiento-, ya que han tenido que ser inevitablemente los que el mercado se encontraba dispuesto a aceptar de acuerdo al sentimiento y proyecciones de mercado, en un contexto de tasas de interés que no reflejaban un rendimiento real positivo, por lo que no se lograba atraer al inversor genuino que busca una protección y revalorización de su capital. Esto sin duda pone en una situación de desventaja al Estado, ya que la sustentabilidad de la deuda ha tenido que virar sus aspiraciones y adaptarse a los reclamos del público inversor, lo que dificulta el cumplimiento de los objetivos perseguidos como parte de un programa financiero sostenible.

Es así como la gran mayoría de títulos ofrecidos y que se han visto solicitados licitación tras licitación en el último tiempo son los instrumentos con ajuste CER y dollar linked, los que han ganado terreno y son los aceptados por el público inversor (también de

la mano de la industria de FCIs, la cual apalancó su propagación en el mercado), logrando cotizar a tasas negativas incluso. Esta preferencia se ve reflejada en los números que demuestran el componente indexado sobre el stock total de la deuda en pesos: de encontrarse en el 39% en diciembre de 2019 y alcanzar valores del 63% a fin de 2021, finalmente se ubicaría en torno al 84% en junio de 2023 (figura 24).

**Figura 24**

*Porcentaje indexado y vida promedio del stock de deuda en pesos.*



Fuente: elaboración propia en base a datos de PPI y el MECON.

### ***El desafío de alargar la vida promedio de los títulos***

Por último, se observa en caída la métrica de vida promedio de los instrumentos colocados, reflejando una falta de confianza al solo prestar el dinero por un corto período de tiempo. Habiendo rondado los cuatro años hacia el final del año 2019, comenzó a descender hacia niveles cercanos a los tres años al culminar el 2021, para profundizar la caída hasta los 2,10 años en el tercer trimestre de 2023, sentando como un desafío para la autoridad económica lograr emisiones de deuda que “estiren” la *duration* de los títulos incorporados, para poder así mantener ajeno al mercado de niveles de estrés frente a los futuros cambios de gobierno y evitar tensiones que afecten a la economía en general. Una ampliación de la vida promedio de los títulos brinda una mejor percepción sobre la calidad del crédito de

éstos, a la vez que contribuye a la capacidad de pago del deudor ya que, en caso de que tenga lugar un evento de shock negativo, el impacto será menor y se podrá atravesar la crisis sin mayores sobresaltos (Carreras Mayer y Cosentino, 2020).

## **5. Trabajo de campo**

### **5.1 Diseño de la investigación.**

El trabajo de campo en cuestión consistió en la realización de una encuesta online, a través de la herramienta “Google Forms”. La investigación es de tipo mixto, abarcando aspectos cuantitativos como cualitativos, y abarca distintos objetivos, siendo uno de ellos conocer la opinión del público inversor, y también de aquel que aún no invierte pero sí tiene interés en hacerlo, sobre el reperfilamiento de deuda del año 2019. Busca también vislumbrar los cambios que el reperfilamiento generó o puede generar en el comportamiento y decisiones de inversión de estos actores, de manera de poder identificar actuales y potenciales impactos en el desarrollo del mercado de capitales. Por último, se busca conocer las perspectivas del público participante sobre la situación de la deuda pública en pesos y dólares respecto a la posibilidad de ocurrencia de nuevos eventos de reprogramación de deuda.

Este trabajo de campo se realizó bajo la premisa de que el reperfilamiento impactó en gran forma de manera negativa para con el mercado de capitales, constituyéndose como un hito para inversores actuales y futuros a ser tenido en cuenta al momento de decidir el realizar una inversión en títulos de deuda pública, con mayoría de percepciones negativas o desalentadoras de este tipo de inversión.

La encuesta está dirigida a público que cuente con una base de conocimientos financieros y que haya realizado algún tipo de inversión en el mercado de capitales como también hacia aquellos que no vivenciaron el reperfilamiento o bien aún no han invertido, pero que sí son tópicos de su interés, a fin de introducirlos en lo que fue este evento.

#### ***Procedimiento de recolección de datos***

La encuesta se compartió a través de las redes sociales de Twitter, LinkedIn e Instagram, durante los meses de marzo y abril de 2024. Se diseñó un cuestionario en diferentes secciones, por lo que no todos los participantes respondieron las mismas preguntas. Se pensó un camino específico de preguntas de acuerdo con las respuestas brindadas durante el camino. Esto encuentra fundamento en las experiencias diversas de quienes participaron en la encuesta. De esta manera se buscó el poder realizar preguntas específicas sobre el reperfilamiento y la experiencia de los inversores para con este evento solo a aquellos que lo conocían y/o vivenciaron.

Los datos de la encuesta se recopilaron enteramente a través de Google Forms, herramienta que incluye la consolidación de la información en una hoja de cálculo de Google Sheets y la generación automáticamente de gráficos y tablas a modo de resumen de la información.

### ***Procedimiento de análisis de la información***

Los datos de la encuesta se recopilaron enteramente a través de Google Forms, herramienta que incluye la consolidación de la información en una hoja de cálculo de Google Sheets y la generación automática de gráficos y tablas a modo de resumen de la información.

Es importante remarcar que, dado que la encuesta concentra la mayoría de sus preguntas sobre un evento específico sucedido en el mercado en un momento y contexto con grandes diferencias al momento de su realización, en especial debido al cambio de gobierno nacional que tuvo lugar a fines del año 2023, el análisis de los resultados se realizó teniendo en cuenta este hecho relevante.

La información recopilada se analizó de acuerdo con el siguiente procedimiento:

**Inspección de los datos recopilados.** Se revisaron exhaustivamente las respuestas recopiladas en cada una de las preguntas, descartando aquellas que presentaban errores o inconsistencias, o bien se consideraron sin el valor suficiente para ser analizadas e incluidas en los resultados.

**Análisis de los datos cuantitativos.** Recopilados automáticamente por parte de Google Forms, se identificaron y visualizaron de manera clara tendencias y patrones en los datos para los distintos públicos participantes.

**Análisis de los datos cualitativos.** Se revisaron manualmente las respuestas abiertas de los encuestados, con el objetivo de identificar opiniones comunes, destacadas y de relevancia. Asimismo, se categorizaron respuestas de acuerdo con criterios definidos en base al objetivo original con el que fueron planteadas las preguntas, y se incorporaron en herramientas automáticas como lo son las “nubes de palabras”, a fin de poder visualizar rápidamente y con mayor impacto las respuestas que se repiten con mayor frecuencia.

Se remarca a su vez, que tanto para el análisis cuantitativo como el cualitativo, se realizaron segmentaciones de usuarios, de acuerdo con las respuestas brindadas a lo largo del trabajo, a fin de enfocarse en subconjuntos de participantes considerados de relevancia y con características en común.

**Elaboración de conclusiones.** Se interpretaron los resultados obtenidos a partir del análisis de los datos y se elaboraron conclusiones, destacando los hallazgos relevantes y la correspondencia con las premisas planteadas al diseñar la investigación.

## **5.2 Realización y presentación de resultados del trabajo de campo**

En el trabajo de campo realizado se obtuvieron un total de 53 respuestas. A continuación, se presentan los hallazgos de mayor relevancia (los resultados detallados se encuentran en el anexo C).

***Pregunta: “¿Sabés lo que fue el reperfilamiento de deuda argentina del año 2019?”***

La mayoría de los encuestados (75%) conoce sobre el caso de estudio del presente trabajo. En segundo lugar (19%), se encuentran aquellos que tienen una idea aproximada, pero desconocen con precisión si es correcta. Solo un 6% contestó no saber lo que fue.

***Pregunta: “Si tuvieras que definir o caracterizar al reperfilamiento de deuda, en una palabra, ¿cuál sería?”***

Se seleccionaron aquellas respuestas de mayor valor y se procesaron mediante la técnica de “nube de palabras”. Las palabras más frecuentes fueron: “extender los plazos”, “empome”, “default selectivo”, “incumplimiento” y “forzoso”. Se destaca que, en su mayoría, las definiciones y caracterizaciones brindadas por los encuestados tienen una

connotación negativa; una porción de ellos únicamente ha destacado conceptos como “necesario”, “esperable” u “obligatorio”, siendo más comprensivos con el camino abordado.

***Pregunta: “¿De qué manera viste afectadas tus inversiones con el reperfilamiento?”***

Dirigida únicamente a aquellos que contestaron contar con activos afectados al reperfilamiento (15 encuestados). Las respuestas obtenidas se agruparon en “positivas”, “neutras” y “negativas”, de acuerdo con la pregunta formulada.

No se encontraron respuestas positivas. Un 26% informó que el resultado fue “neutro” y el 74% restante, lo indicó como “negativo”, resaltando retrasos en el recupero de la inversión, haber ingresado a la reestructuración y encontrarse por debajo del precio de compra, falta de liquidez al momento del reperfilamiento y/o bloqueos temporales, junto a fuertes bajas una vez que se desencadenó este evento.

***Preguntas: “¿Tenías conocimiento del nivel de riesgo con el que contaban estos títulos de deuda pública? ¿El reperfilamiento fue un hecho que pudiste prever?”***

**Aquellos que informaron contar con activos afectados al reperfilamiento.** En base a las respuestas obtenidas, es de destacar el conocimiento que tenían los encuestados sobre el nivel de riesgo con el que contaban este tipo de inversiones: el 80% contestó tener pleno conocimiento o a un nivel general, y el 20% restante, no tener conocimiento. Respecto a la segunda pregunta, a pesar del conocimiento mencionado, casi la totalidad de usuarios (el 87%) consideró que el reperfilamiento fue un hecho que no pudieron prever. Es en consecuencia que se puede aludir esta previsión respecto a la imposibilidad de que suceda un incumplimiento de vencimientos en moneda local, que la deuda deje de abonarse en tiempo y forma, o bien que el gobierno nacional no fuera capaz de encontrar una solución que evite la situación de fragilidad financiera, lo que destaca al reperfilamiento como un hecho que tomó por sorpresa a parte del mercado.

**Aquellos que informaron no contar con activos afectados al reperfilamiento.** Para este público, caracterizado por no contar con inversiones durante el reperfilamiento y que vivenció el hecho, se corresponden los resultados obtenidos con la característica principal de este grupo: un 35% de los usuarios (por encima del 20% de quienes sí se vieron afectados) respondió que el reperfilamiento “fue un hecho que pudo prever y tomar

acciones”. De esta manera, se obtiene que al poder prever lo que sucedería con la deuda pública, una de las medidas que adoptaron fue no contar con este tipo de activos en cartera.

***Pregunta: “¿El reperfilamiento te dejó alguna enseñanza o lección de cara a la gestión de tus inversiones?”***

Las respuestas obtenidas se agruparon de acuerdo con los elementos en común que presentaron, siendo éstos “no volver a invertir en Argentina”, “comprensión sobre el riesgo”, “priorizar la información” y “diversificación”

Se detallan las respuestas para cada agrupamiento, remarcando que la “lección” más frecuente es la de evitar realizar inversiones en el país, seguida de profundizar los riesgos inherentes a este tipo de operatorios. Por último, se encuentran la importancia de contar con información de relevancia, seguido de contar con un portfolio de inversiones diversificado a fin de evitar grandes variaciones patrimoniales al concentrarse en un pequeño grupo de activos. A continuación, se mencionan los aspectos más relevantes de los dos grupos de respuestas más mencionados.

**Para “No volver a invertir en argentina”.** Se encontraron opiniones del tipo “No volví a invertir en letras de ningún tipo”, “Nunca más deuda argentina”, “En Argentina ni lo más seguro, es seguro” y “No invertir en el mismo país de residencia, evitar inversiones emergentes , la historia se repite , nunca arriesgar el principal por una promesa de un gran cupón.”

**Para “Comprensión sobre el riesgo”.** Se observa que las letras en pesos y dólares reperfiladas eran comprendidas como un activo “libre de riesgo”, ya sea por interpretación propia de los inversores, la asesoría recibida o publicidad propagada. Opiniones como “No existe un activo 'libre de riesgo' en países con mal cumplimiento de compromisos de deuda.”, “En Argentina ni lo más seguro, es seguro”, “No creer que hay inversiones seguras” y “No confíes en lo que los brokers te quieren vender, ni ellos saben que va a pasar. Decían que atrás está el FMI se van a pagar, yo tenía un bono de septiembre que no se pagó.” apoyan esta afirmación.

***Preguntas: “¿Cuál es el plazo máximo que estás dispuesto a mantener inversiones en títulos de deuda local?” “¿El plazo de inversión que elegiste arriba se vio alterado debido al reperfilamiento del año 2019?”***

Se consideraron del total de encuestados únicamente aquellos que informaron haber invertido en títulos de deuda pública, denominados en dólares y/o pesos en algún momento. Al analizar ambas preguntas en simultáneo, es notorio que la gran mayoría de los encuestados (80%) está dispuesto a mantener títulos de deuda argentina desde un mediano a largo plazo (de uno a cuatro o más años). Al indagar si dicho plazo se vio alterado por el reperfilamiento, un 30% indicó que sí, destacando la importancia del reperfilamiento en la toma de decisiones de los inversores.

Al descomponer el 30% que vio afectado el posible plazo de inversión debido al reperfilamiento, la mayoría comprende a quienes respondieron una intención de inversión de mediano plazo (el 40% de estos), asumiendo que lo redujeron desde una intención de largo plazo.

***Pregunta: “¿Cambió en algo tu actitud frente a estos activos emitidos por el Estado nacional luego del reperfilamiento?”***

El 58% informó haber cambiado su actitud debido a este hito en la historia argentina. Se les solicitó expandirse en el cambio de actitud afirmado. Al analizar los datos recolectados, se destaca como respuesta más frecuente el aumento de la cautela y noción del riesgo que conllevan los títulos de renta fija, en especial los emitidos por el Estado argentino, dado su historial crediticio. Luego, es merecedor remarcar el componente negativo en el aprendizaje de la experiencia del reperfilamiento, ya sea porque cambió la modalidad de inversión respecto a estos activos (se invierte con fines especulativos, pensando en escenarios de default o solo si la TIR es alta), hay un profundo rechazo a invertir en ellos o bien tuvo lugar una pérdida de confianza. Este negativismo impacta sin duda en el mercado de capitales local y en el volumen negociado de los títulos públicos, al pasar a ser de consideración únicamente en escenarios de extrema incertidumbre. Así, dejan de ser vistos como opciones de inversión confiables y redituables en el tiempo.

Por último, respecto a la apreciación sobre la confianza, dos respuestas coincidieron en que recuperaron la misma o pueden hacerlo de acuerdo con el equipo de gobierno que

esté al frente del país, destacando que el cumplimiento de los compromisos puede estar relacionado a una conducción política en específico, por sobre una política de estado, ajena a quien esté al frente del gobierno nacional.

***Pregunta: “¿Cómo creés que influyó e influye el reperfilamiento de deuda del año 2019 en el objetivo de desarrollar el mercado de capitales local?”***

De acuerdo con las respuestas obtenidas, se clasificando los puntajes de 9 y 10 como “Altamente influyentes”, de 7 y 8 como “Influyente”, y de 1 a 6 como “Nada o poco influyentes”. De esta manera, el 34% considera que el reperfilamiento es “altamente influyente”, y el 40% considera que el reperfilamiento es “influyente”. Apenas el 26% de los usuarios considera que es “nada o poco influyente” para el mercado de capitales

***Pregunta: “¿Considerás que los títulos de deuda pública en pesos (por ejemplo, un bono CER) gozan del mismo tratamiento por parte del Estado nacional (y, por ende, igual nivel de riesgo) que los emitidos en dólares (por ejemplo, el bono AL30)?”***

Al consultar sobre posibles privilegios al cumplimiento de la deuda emitida en una moneda específica por parte del Estado nacional, excluyendo quienes respondieron “NS/NC”, el 44% considera que los títulos en dólares tienen privilegios respecto a los de pesos. Quienes consideran con mayores privilegios a los títulos en pesos son el 30%, y, por último, un 25% considera que poseen el mismo tratamiento, pudiendo inferir una leve lectura que la deuda en dólares goza de mayor seguridad y/o la deuda en pesos puede ser gestionada desfavorablemente para los inversores.

***Pregunta: “Por favor, desarrollá por qué considerás o no que los títulos emitidos en pesos y en dólares gozan del mismo tratamiento por parte del Estado nacional.”***

Analizando las respuestas, nuevamente es posible encontrar patrones en común y en línea con los resultados de la pregunta que antecede.

Una porción de los encuestados opinó que el tratamiento de la deuda a una u otra moneda dependerá del gobierno de turno, reiterándose lo mencionado preguntas atrás.

En las respuestas rentas, surge como un punto de interés el considerar que, al haber una mayor diversidad dentro de la composición de los tenedores de la deuda en dólares, muchos de ellos extranjeros y con distintos tipos de inversiones en el país, hay mayor probabilidad de que se los privilegie por sobre los títulos en pesos. Se infiere que un default internacional acarrearía mayores consecuencias para el país en términos económicos y financieros, en comparación a un default en moneda local únicamente.

Asimismo, gran porción de los encuestados remarcó el hecho de que la deuda en pesos cuenta con una suerte de “seguro”, como lo es la emisión monetaria por parte del BCRA, por lo que se le otorga una menor probabilidad de ocurrencia al default en esta moneda (una apreciación que se puede tomar como de tipo coyuntural, dado lo acontecido con la deuda en pesos durante el período 2022-2023 mencionado en el trabajo).

***Pregunta: “Considerás que es posible que suceda un nuevo reperfilamiento de la deuda pública en PESOS en el...”***

Excluyendo de la base de respuestas a aquellos que contestaron “NS/NC”, a fin de centrarse únicamente en los que brindaron un horizonte temporal, solamente un 23% considera que no sucederá nuevamente un reperfilamiento de deuda, lo cual enciende alarmas dentro del público inversor dado el amplio porcentaje que considera en un escenario de dificultades en la capacidad de pago.

Los porcentajes mayoritarios se ubicaron por optar que habrá un nuevo reperfilamiento en el largo plazo (35%). Seguida se encontraba la opción del mediano (27%). Por lo cual, se puede inferir una expectativa al menos positiva por parte del público participante para la deuda pública en pesos respecto a su cumplimiento en el corto plazo.

## 6. Consideraciones finales

### **El reperfilamiento de deuda: acierto o desatino**

Dados los profundos impactos que generó el reperfilamiento, se ha formado un gran debate sobre la conveniencia y acierto o no de esta medida, principalmente, por el daño producido a la credibilidad de la moneda y al mercado de capitales locales, instrumentos fundamentales para todo país emergente y con dificultades económicas como lo es especialmente Argentina, la cual no puede darse el lujo de defraudar a los inversores que confiaron en deuda en su propia moneda.

Como marca Isasa (2020), las crisis de deuda tienen diversos costos que se expresan en términos de pérdidas de valor, perturbaciones en los mercados financieros y la pérdida del acceso a mercados de crédito, sumado a costos de tipo litigiosos y reputacionales, e impactando en el desarrollo de relaciones comerciales con el resto del mundo, por ejemplo.

El contrapunto se genera al revisar la situación económica y financiera del país en aquel momento, en el que no se contaba con acceso a fondos para poder cumplir con los vencimientos pactados. Ante la única alternativa al alcance de recurrir a la emisión de deuda (dejando así de lado opciones como recortes presupuestarios, ya sea por insuficientes o no contar con el aval político y social requerido), de acuerdo con el ex ministro Lacunza (2021) no se avanzó con esta opción ya que requería “Emitir 1/3 de base monetaria en un contexto de demanda de dinero, con riesgo de duplicación de inflación y pobreza”. Así, da a entrever que los costos hubieran sido notoriamente mayores que el camino del default.

Sin embargo, el reperfilamiento ha pasado a ser un “cuco” que llegó para estar rondando cerca del mercado de deuda argentino. Como se ha desarrollado a lo largo del presente caso, y junto a los resultados del trabajo de campo, se obtiene que es algo que ha quedado en la memoria de los involucrados en dicho evento o bien de quienes incursionaron en el mercado con posterioridad, y la alternativa de que la deuda local sea impaga es una opción tenida en cuenta en mayor o menor ponderación por parte del público, de acuerdo con su perfil y objetivos de inversión. De tal magnitud es el miedo a un nuevo reperfilamiento que, en el año 2022, junto a momentos de incertidumbre en las cotizaciones de la deuda en pesos, el mismo ministro de Economía ha tenido que realizar declaraciones públicas para desmentir noticias periodísticas manifestando “Y en cuanto a la barbaridad de defaultear deuda en pesos: nuestro Gobierno jamás haría eso. El crédito en la moneda propia es un pilar de todo Estado soberano” (Guzmán, 2022).

Afirmar que el reperfilamiento fue un acierto o desatino no es algo que se pueda hacer con exactitud, al no tener dimensión de cuáles hubieran sido realmente las consecuencias reales en caso de haber optado por el camino de la emisión de dinero para realizar los pagos correspondientes -o uno alternativo con el mismo fin-. Sin embargo, las consecuencias que siguieron fueron de una gran magnitud y resuenan hasta el día de hoy.

### **Estrategias adoptadas en el mercado local: variaciones en las medidas tomadas, aprendizajes y correcciones**

Al hacer un racconto de los episodios vividos en los últimos años en el mercado, se pueden observar distintos acercamientos por parte del Tesoro Nacional y el BCRA, junto a diversas estrategias de política monetaria, financiera y de deuda.

Como primer capítulo relacionado al período bajo análisis en este trabajo, podemos encontrar a la multiplicación de LEBAC que inició en el año 2016. Esta deuda emitida por el BCRA nació como un instrumento que permitió el acercamiento de un gran caudal de inversores, dotando de una gran profundidad al mercado y llegando a lugares y públicos que antes le eran ajenos. Sin embargo, su gestión a tan corto plazo y sin ningún tipo de intervención o control para el público que participaba como inversor dada la eliminación de regulaciones macroprudenciales, fueron los que terminaron dando el golpe final a este esquema: la sangría de reservas en el Banco Central, el aumento del pago de intereses dadas las elevadas tasas y las amenazas de contagio hacia otro tipo de crisis, obligaron a un cambio de rumbo.

La complementariedad entre Banco Central y Tesoro se torna fundamental, y cuenta con numerosos ejemplos a lo largo del tiempo. En este caso, las letras en pesos y en dólares fueron las que se configuraron como un auxilio que permitió corregir un esquema que representaba un gran peligro para los planes económicos. Es así como la deuda en estos instrumentos se triplicó pasando de 8.500 millones de dólares en 2016 a 26 mil millones en 2019. Los factores de riesgos desaparecieron inicialmente, pero fueron otros los que verían la luz.

Las señales de agotamiento de este modelo comenzaron a verse durante el 2018, junto al cierre del crédito internacional, en el que se podía alertar que los elevados niveles de deuda requerían de una gestión adicional. Ya sea por acción o inacción, la planificación

financiera señalaba que el desafío más grande se daría junto a un escenario que podía configurarse como binario: una victoria en las elecciones nacionales configuraba una extensión del “cheque” de confianza y permitiría asegurar el plan económico y financiero. No obstante, una derrota terminaría por dar la estocada final: revertir una situación ampliamente desfavorable sin respaldos de ningún tipo era una épica de extrema dificultad, observándose una gestión de riesgos inadecuada al no haber resuelto la cuestión de la deuda, dando lugar a que se constituya como un obstáculo más junto a los ya existentes durante el período final de campaña.

Por último, analizando el período comprendido entre 2020 y 2023, se observa un mercado de deuda incapaz de satisfacer las necesidades de financiamiento de la economía, ya sea por el traspíe reciente del reperfilamiento como por factores propios de la política económica empleada nuevamente en un marco de desequilibrios no solo macroeconómicos sino principalmente políticos (impactando a su vez en los primeros), dando lugar a señales confusas a los mercados que se traducen en expectativas desfavorables (cabe mencionar que gran parte de la suerte del Gobierno de turno entre los años 2019 y 2023 se encontró marcada por la irrupción de la pandemia de COVID-19, la cual requirió incurrir en altos déficits fiscales en todas las naciones del mundo).

Es así que, ante momentos de crisis en el mercado de deuda, que rememoraban a los vividos en el reperfilamiento, se recurrió a todo tipo de medidas, principalmente de la mano del sector público y un marco regulatorio que conducía a los jugadores de mayor peso a la continuidad -y supervivencia- del modelo. Los resultados sin embargo son conocidos: deterioro del balance del Banco Central, aumento de la base monetaria vía emisión y abultadísimos niveles de pago de intereses, dadas las altas tasas nominales, a costa del mantenimiento del mercado de deuda local, del cual se cumplieron en tiempo y orden cada uno de los contratos de pago estipulados incluso en un año electoral como lo fue el de 2023.

Este reconocimiento a la importancia asignada al mercado local puede interpretarse como bien recibido por parte del mercado en general. Pese a encontrarse cerca de un nuevo desafío electoral, los títulos de la curva en pesos cotizan lejos de niveles de default, a diferencia del mercado de deuda en dólares, quienes reflejan una situación de extrema gravedad. En este caso, tiene lugar una anomalía al no moverse en sintonía los títulos de ambas monedas, observándose una mayor capacidad de pago para los denominados en pesos, que fueron los grandes ganadores en términos de retorno total en lo que respecta al segmento de renta fija pública en los últimos años.

El mercado de deuda continúa en una situación de anormalidad desde hace varios años, junto a cepos en el ámbito cambiario, sin acceso al crédito internacional y con una plaza local que no llega a contar con la profundidad deseada.

### **Cómo formar un mercado de deuda virtuoso**

Desarrollados los capítulos del presente trabajo, y habiendo analizado en mayor profundidad información histórica y otra de tinte más actual, es posible vislumbrar ciertos puntos troncales que surgen como imprescindibles si es que se cuenta con una pretensión de tener un mercado de capitales desarrollado en Argentina.

Por un lado, se advierte que los eventos eleccionarios se presentan como un momento de quiebre en el mercado, en el que entran en juegos las expectativas del arco de inversores que colisionan con los objetivos de los equipos económicos que están culminando su período de gestión y no tienen asegurada la permanencia. De esta manera, los volúmenes de financiamiento se ven reducidos debido a la mayor exigencia de rendimientos, la incorporación de cláusulas en el prospectos de los títulos y la pretensión de una menor vida promedio, en gran parte por la incertidumbre relacionada a en manos de quién estará la conducción económica, cuáles serán sus principios y objetivos económicos y qué actitud tomarán con el stock de deuda recibido, títulos cercanos a su vencimiento y otros créditos a largo plazo. Para tomar como período de tiempo observado -únicamente a modo de ejemplo- lo vivido desde la década de 2010 en adelante, en nuestro país no se han podido establecer consensos y objetivos comunes de largo plazo en una dimensión política, económica y social, capaces de establecer un rumbo sobre el cual sentar lineamientos de trabajo que sean perdurables. Es así como hemos sido testigos de la adopción de un esquema de tipo pendular, que impide construir un horizonte de deuda coherente y confiable. La falta de políticas comunes deriva lamentablemente en la configuración de nuevos escenarios, donde la única alternativa a los problemas económicos crónicos parece ser la implementación de medidas aún más drásticas, como es por ejemplo la dolarización, lo que podría causar un daño mayor que el existente al inicio.

Otro de los factores que se advierten con una gran importancia es el restablecimiento de la confianza con el público inversor, buscando aumentar la profundidad del mercado local junto con inversores nacionales y también extranjeros, y luego expandirlo hacia el lugar más grande posible que ofrezca el mundo. Incumplimientos como el vivido en el reperfilamiento

sentencian a nuestro país hacia un lugar de marginación y únicamente potencialmente atractivo para inversiones de un mayor tinte especulativo y cortoplacista, como el del carry trade vivido junto a las ya extintas LEBAC por el año 2016.

Las defraudaciones vividas por los inversores en lo que concierne a la deuda no solo sientan las bases para que dichos mercados se conviertan en parias, sino que también son originadoras de daños colaterales que pueden llegar a vivirse años después, agravando los problemas con los que se cuentan. A costos conocidos como los que se deben afrontar por juicios en cortes internacionales, por ejemplo, se deben agregar también eventos de desestabilización como los vividos entre 2020 y 2022: al haber atraído agentes inversores con promesas que luego no se supieron cumplir (como fue el caso de bonos en pesos con vencimiento hasta dentro de 10 años con tasas fijas en torno al 20% anual), no es extraño que se quiera vender parte o totalidad de la tenencia de títulos argentinos por parte de fondos de inversión, sin importar el precio. En consecuencia, tienen lugar inestabilidades financieras que no debieran ser de gran tamaño o incluso afectar a toda la economía, sin embargo es lo que sucede en casos como el de Argentina. Presiones de salida de capitales extranjeros, con posturas ampliamente vendedoras en la curva de pesos que se traducen luego en una mayor demanda en los dólares financieros, en montos que el mercado no puede satisfacer rápidamente, generan tensiones en los tipos de cambio oficial y paralelo y en la inflación, una espiral que es difícil de detener sin el correcto monitoreo, intervención y negociación.

Quienes brinden la confianza suficiente y lo demuestren mediante acciones, con una política sostenible no solo de deuda sino consistente e integral en el correr de los años, que transmita seguridad a quien está buscando un lugar en donde realizar algún tipo de inversión, podrán hacerse de inversiones genuinas y con perspectivas de mayores plazos, lo que deriva en un mercado de capitales sano con grandes posibilidades de desarrollo.

## 7. Referencias bibliográficas

- Abeles M., Pérez Caldentey E. y Valdecantos S. (2018). *Estudios sobre financierización en América Latina*. Libros de la CEPAL. <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/a328f7b4-c58c-43e5-a58e-ea7e72df4ebf/content>
- Álvarez Agis, E. (2023, 25 de julio). *Álvarez Agis: 'La mejor estrategia electoral tiene que dejar de ser que la bomba le explote al otro'*. [Video]. YouTube [https://www.youtube.com/watch?v=T6Z\\_nuG5T-I](https://www.youtube.com/watch?v=T6Z_nuG5T-I)
- Banco Central de la República Argentina. (2019). *Informe de Inclusión Financiera (primer semestre 2019)*. <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/iif0119.pdf>
- Banco Central de la República Argentina. (2020). *Mercado de cambios, deuda y formación de activos externos, 2015-2019*. <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Informe-Mercado-cambios-deuda-%20formacion-de-activos%20externo-%202015-2019.pdf>
- Banco Central de la República Argentina. (2021). *Informe de Estabilidad Financiera - diciembre de 2021*. <http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/IEF0221.asp>
- Banco Central de la República Argentina. (2022). *El BCRA instrumenta un sistema para reducir la volatilidad de los títulos del Tesoro*. <https://www.bcra.gov.ar/noticias/Sistema-para-reducir-volatilidad-titulos-del-tesoro.asp>
- Banco Central de la República Argentina. (2024). *Informe de Inclusión Financiera (segundo semestre 2023)*. <https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/IIF-segundo-semestre-2023.pdf>
- Banco Mundial. (2022). *Global Financial Development Database*. <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database>
- Cárdenas Sosa, A. (2020). El ahorro y los mercados de capitales. En A. Cosentino y F. de Achával. (Eds.). *Macroeconomía y finanzas para economías emergentes* (pp. 165-214). Lenguaje claro.

- Carreras Mayer, P. y Cosentino, A. (2020). Crisis y sustentabilidad de deuda soberana. En A. Cosentino y F. de Achával. (Eds.). *Macroeconomía y finanzas para economías emergentes* (pp. 300-348). Lenguaje claro.
- Colombo, R. (2010). Trust and the Reform of Securities Regulation, *Delaware Journal of Corporate Law*, 35 (3), 829-877.  
[https://scholarlycommons.law.hofstra.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1757&context=faculty\\_scholarship](https://scholarlycommons.law.hofstra.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1757&context=faculty_scholarship)
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2023). Deuda pública y restricciones para el desarrollo en América Latina y el Caribe (LC/TS. 2023/20).  
<https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/834784b5-be7a-4090-8a6a-34cb630ba1f8/content>
- Comisión Nacional de Valores. (2024). *Informe de gestión trimestral - marzo 2024*.  
[https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe\\_trimestral\\_gestion\\_marzo\\_2024.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_trimestral_gestion_marzo_2024.pdf)
- Conesa, J. C. y Kehoe, T. (2022). Las crisis de refinanciación en los mercados de deuda soberana. *Cuadernos económicos de ICE*, 103, 43-67
- Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. (2018). *Mercado de capitales y financiero: vehículo para el ahorro, la inversión y el financiamiento productivo* (1ra edición). EDICON.
- Cosentino, A. (2021). *Hay que romper con la idea de que el mercado de capitales es para pocos*. Télam. <https://www.telam.com.ar/notas/202101/540359-hay-que-romper-con-la-idea-de-que-el-mercado-de-capitales-es-para-pocos-dijo-el-titular-de-la-cnv.html>
- D'Atellis, A. (2014). *Introducción al mercado de capitales en la Argentina*. UNM Editora.  
<http://www.unmeditora.unm.edu.ar/files/Introduccion-al-mercado-de-capitales.pdf>
- Erce, A., Mallucci, E. y Picarelli, M. O. (2022) A Journey in the History of Sovereign Defaults on Domestic-law Public Debt. *European Stability Mechanism Working Paper Series*, (51). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4176548>
- Fondo Monetario Internacional. (2002). Assessing Sustainability.  
<https://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.pdf>

- Fondo Monetario Internacional. (2011). Estadísticas de la deuda del sector público: Guía para compiladores y usuarios. <http://tffs.org/pdf/method/2013/spanish/psdss.pdf>
- Fondo Monetario Internacional. (2021). Préstamo más grande de la historia <https://www.imf.org/es/News/Articles/2021/12/22/pr21401-argentina>
- Frankel, J. y Wei, S. (2005). Managing Macroeconomic Crises: Policy Lessons. En J. Aizenman y B. Pinto. (Eds.) *Managing Volatility and Crises: A Practitioner's Guide Overview*. Cambridge University Press,
- Furiase, F. (2017). *Analistas cambian el foco de la crisis y ya miran más al déficit de cuenta corriente que al fiscal*. El Cronista. <https://www.cronista.com/economiapolitica/Analistas-cambian-el-foco-de-la-crisis-y-ya-miran-mas-al-deficit-de-cuenta-corriente-que-al-fiscal-20171226-0036.html>
- García, S. y Otero, J. (2007). Últimas aportaciones en la explicación de las crisis cambiarias: el caso de las crisis gemelas. *Cuadernos de Economía*, 30(82), 75-100.
- Gluzmann, P. y Guzmán, M. (2011). Reformas financieras e inestabilidad financiera. *Ensayos Económicos*, 61-62, 35-74
- Guzmán, M. (2018). Análisis de la resolución del default de argentina de 2001. *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, 17, 49-104.
- Guzmán, M. [@Martin\_M\_Guzman] (2022, 12 de junio). *El Gobierno nunca va a defaultear deuda en pesos* [Tweet]. Twitter. [https://x.com/Martin\\_M\\_Guzman/status/1536174821184360448](https://x.com/Martin_M_Guzman/status/1536174821184360448)
- Henry, James., S. (2012), *The price of offshore revisited*. Tax Justice Network. [https://www.taxjustice.net/cms/upload/pdf/The\\_Price\\_of\\_Offshore\\_Revisited\\_Presser\\_120722.pdf](https://www.taxjustice.net/cms/upload/pdf/The_Price_of_Offshore_Revisited_Presser_120722.pdf)
- Isasa, M. (2020). Procesos de reestructuración de deuda. En A. Cosentino y F. de Achával. (Eds.). *Macroeconomía y finanzas para economías emergentes* (pp. 349-379). Lenguaje claro.
- Kiguel, M. y Lopetegui, G. (1997). Entendiendo el Riesgo País [conferencia]. *Jornadas de ADEBA. La Argentina en el mundo-Foro del Mercosur*. Buenos Aires, Argentina. <https://core.ac.uk/download/pdf/6652337.pdf>

- Lacunza, H. [@hernanlacunza] (2021, 9 de octubre). *Por qué se avanzó con un reperfilamiento de deuda en pesos en 2019* [Tweet]. Twitter. <https://x.com/hernanlacunza/status/1446815232983060480>
- López Dumrauf, G. (2009). *Cálculo financiero aplicado: un enfoque profesional*. Ed. La Ley.
- Manzanelli, P., Barrera, M., Belloni, P. y Basualdo, E. (2014). Devaluación y restricción externa: los dilemas de la coyuntura económica actual. *Cuadernos de Economía Crítica*, 1, 37-73
- Ministerio de Economía de Argentina. (2019). *Principios para la gestión de la sostenibilidad de la Deuda Pública de la República Argentina*. <https://www.argentina.gob.ar/noticias/principios-para-la-gestion-de-la-sostenibilidad-de-la-deuda-publica-de-la-republica>
- Ministerio de Economía de Argentina .(2020a). *Comunicado del Ministerio de Economía de la Nación sobre el tratamiento del bono AF20* <https://www.argentina.gob.ar/noticias/comunicado-del-ministerio-de-economia-de-la-nacion-sobre-el-tratamiento-del-bono-af20>
- Ministerio de Economía de Argentina. (2020b). *AMPLIACIÓN - Resultado de la licitación de LICITACIÓN DE BONCER 1% vto. 2021 (REAPERTURA) LEBAD + 175 pbs vto. 28 DE MAYO 2020 (REAPERTURA) LEBAD + 175 pbs vto. 31 DE JULIO 2020 (NUEVA)*. <https://www.argentina.gob.ar/noticias/ampliacion-resultado-de-la-licitacion-de-licitacion-de-boncer-1-vto-2021-reapertura-lebad>
- Nemiña, P. L. (2013). El FMI y la política económica argentina. *Observatorio Latinoamericano*, 12 (12-2023). <https://ri.conicet.gov.ar/handle/11336/29164>
- Observatorio Económico Social de la Universidad Nacional de Rosario. (2015). Deuda Pública. <https://observatorio.unr.edu.ar/deuda-publica/#:~:text=La%20emisi%C3%B3n%20de%20deuda%20p%C3%BAblica,estrategia%20escogida%20por%20las%20autoridades>.
- Oficina de Presupuesto. (2021). *Los préstamos de las instituciones financieras*. [https://drive.google.com/file/d/1bS3OK\\_mvyyBuAXAYK0Av6\\_jH98J3dp3m/view](https://drive.google.com/file/d/1bS3OK_mvyyBuAXAYK0Av6_jH98J3dp3m/view)

- Plessen, G. y Cosentino, A. (2020). Las crisis financieras en el proceso de globalización. En A. Cosentino y F. de Achával. (Eds.). *Macroeconomía y finanzas para economías emergentes* (pp. 217-299). Lenguaje claro.
- Ranieri, A. (2015). Deuda soberana: problemas y soluciones en la encrucijada. *Pensar en Derecho*, 4(6), 245-304. [http://repositorioubasib.uba.ar/gsd/cgi-bin/library.cgi?e=d-10000-00---off-0revis--00-2----0-10-0---0---0direct-10----4-----0-11--10-es-Zz-1---20-about---00-3-1-00-00--4---0-0-01-00-0utfZz-8-00&a=d&c=revis&cl=CL1.4&d=pensar-HWA\\_3005\\_oai](http://repositorioubasib.uba.ar/gsd/cgi-bin/library.cgi?e=d-10000-00---off-0revis--00-2----0-10-0---0---0direct-10----4-----0-11--10-es-Zz-1---20-about---00-3-1-00-00--4---0-0-01-00-0utfZz-8-00&a=d&c=revis&cl=CL1.4&d=pensar-HWA_3005_oai)
- Roubini, N. y Setser, B. (2004). *Bailouts or bail-ins?: responding to financial crises in emerging economies*. Peterson Institute.
- Stanley, L. E. (2018). *Emerging Market Economies and Financial Globalization: Argentina, Brazil, China, India and South Korea*. Anthem Press. <https://doi.org/10.2307/j.ctt216683k>
- Stiglitz, J. E. (2002). *El malestar en la globalización*. Editorial Taurus.
- Togo, E. (2007). Coordinating public debt management with fiscal and monetary policies : an analytical framework. *Policy Research working paper*, (WPS 4369), <http://documents.worldbank.org/curated/en/724711468313861120/Coordinating-public-debt-management-with-fiscal-and-monetary-policies-an-analytical-framework>
- Tula, S. y Volpato, M. (2004). *Mercado de capitales: clave del desarrollo*. Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires; Pontificia Universidad Católica Argentina (UCA). <https://www.fundacionbolsa.com.ar/sitio/archivos/2017/08/Libro-Mercado-de-capitales.pdf>
- Zuchovicki, C. (2023). *Claves para entender al mercado -en modo electoral- con Claudio Zuchovicki* [Video]. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=wA-TU2QtTD8&ab>

## 8. Anexos

### Anexo A: Publicidad “Atletas de las 3PM - Inversiones”.

Banco Santander Argentina. [Video]. YouTube [https://www.youtube.com/watch?v=45xkcnYRc-U&ab\\_channel=SantanderArgentinaOficial](https://www.youtube.com/watch?v=45xkcnYRc-U&ab_channel=SantanderArgentinaOficial)



## Anexo B: Canjes y conversiones de activos comprendidos en el reperfilamiento

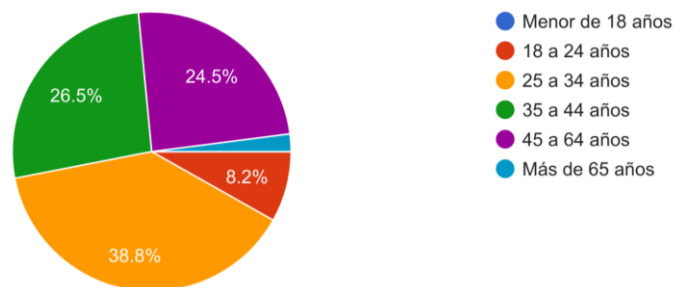
Tipo de título	Ticker	Vencimiento original	Canjes y conversiones de activos realizadas									
			22/1/20	5/2/20	6/3/20	18/3/20	25/3/20	17/4/20	12/5/20	20/5/20	22/7/20	
LECAP	S30G9	30-08-19	X									
	S13S9	13-09-19	X									
	S30S9	30-09-19				X	X					
	S1109	11-10-19	X			X	X					
	S3109	31-10-19					X					
	S15N9	15-11-19	X				X					
	S28F0	28-02-20	X				X					
	S30A0	30-04-20					X					
	S29Y0	29-05-20					X					
	S31L0	31-07-20					X					
LECER	X30G9	30-08-19										
	X30S9	30-09-19				X						
LETES	U30G9	30-08-19							X	X	X	
	U13S9	13-09-19							X	X	X	
	U27S9	27-09-19							X	X	X	
	U1109	11-10-19							X	X	X	
	U2509	25-10-19							X	X	X	
	U15N9	15-11-19							X	X	X	
	U29N9	29-11-19							X	X	X	
	U20D9	20-12-19							X	X	X	
	U17E0	17-01-20							X	X	X	
	U31E0	31-01-20							X	X	X	
	U14F0	14-02-20							X	X	X	
	U28F0	28-02-20							X	X	X	
LELINK	V04S9	4-09-19										
	V0309	3-10-19				X						
	V05N9	5-11-19										X
	V04D9	4-12-19										X
BONO DUAL	AF20	13-02-20		X		X			X	X	X	

*Nota:* se identifican con una “X” cada una de las operaciones en las que fueron incluidos los títulos comprendidos por el reperfilamiento. Fuente: elaboración propia en base a datos del MECON.

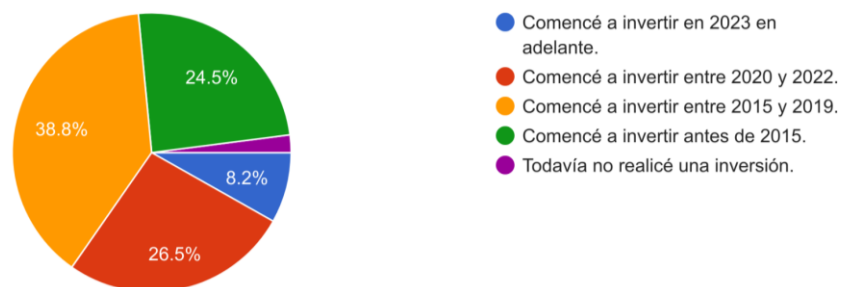
## Anexo C: Resultados del trabajo de campo

### *Primera sección. Introducción*

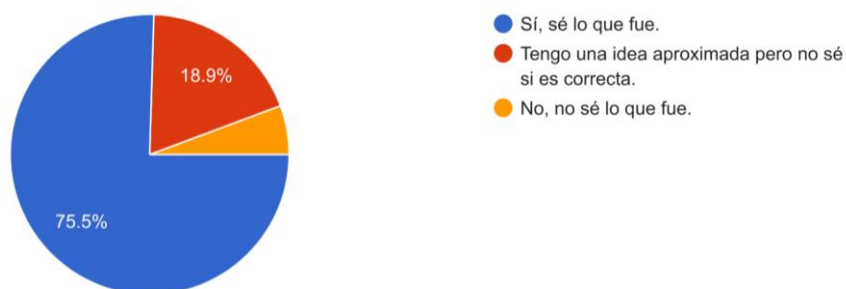
**Pregunta: “¿Cuál es tu edad?”. 49 respuestas.**



**Pregunta: “¿Realizaste algún tipo de inversión en el mercado de capitales? ¿Cuándo comenzaste?”. 49 respuestas.**



**Pregunta: “¿Sabés lo que fue el reperfilamiento de deuda argentina del año 2019?”. 53 respuestas.**



---

### *Segunda sección. El reperfilamiento del 2019*

**Pregunta: “Si tuvieras que definir o caracterizar al reperfilamiento de deuda en una palabra, ¿cuál sería?”. 50 respuestas**

“Decepción. Pérdida de confianza”

“Empome”

“incumplimiento”

“Lacunza”

“Sorpresa”

“Necesario”

“Lento “

“Fue otro robo a los inversores que confían en el país. “

“Esperable”

“Reestructuración de deuda”

“Intereses”

“Esperable “

“Incertidumbre”

“Canje compulsivo de títulos, default selectivo (es el mismo título, pero cambian las condiciones de los mismos)”

“Extender plazo, quita de capital”

“Patear compromisos”

“Obligatorio”

“Cambio de plazos de pagos “

“Se defaulteo la deuda en pesos ,algo nunca visto ni en Arg.”

“Que pague el que sigue...”

“sé reestructuran plazo y condiciones del a deuda existente2

“Nefasto”

“Diferimiento”

“Default selectivo”

“Extender el vencimiento del capital a amortizar como así también hacer una quita “

“Default”

“Innecesario “

“Cambio de fechas de pago”

“Fracaso”

“Default”

“Empome “

“Vergüenza “

“Extender los plazos de la deuda “

“Reestructuración, imposibilidad de cumplimiento “

“Default”

“Rollover, “

“Empome”

“Innecesario “

“Desestabilizador “

“Resultado obvio”

“Impactante”

“Forzoso”

“Renegociación”

“Reperfilamiento”

“enfoque inversor: estafa. enfoque argentino: necesario”

“Imprudencia, sobre endeudamiento”

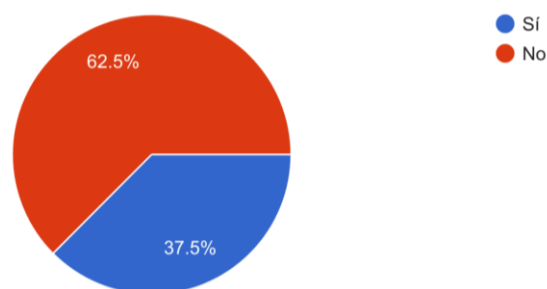
“Mala administración “

“Patear el pago”

“Patear el problema a otro.”

“Incumplimiento de contrato”

**Para aquellos que contestaron saber lo que fue el reperfilamiento. Pregunta:**  
**“¿Contabas con inversiones en alguno de los títulos que fueron reperfilados?”. 40**  
respuestas.



**Para aquellos que contestaron contar con inversiones en alguno de los títulos que fueron reperfilados.**

*Pregunta: “¿De qué manera viste afectadas tus inversiones con el reperfilamiento?”. 15 respuestas.*

“Retraso en el recupero de la inversión y pérdida de valor“

“Reperfilamiento 2 meses”

“Neutro, perdí y gané”

“No mucho “

“Todavía tengo gd30 de esa reestructuración. “

“Disminuyó mucho el monto que tenía invertido al comienzo, y hasta hoy no recupera la paridad, a pesar de haber recibido ya varios cupones de intereses de los nuevos bonos”

“Tuve una quita de capital y los cupones disminuyeron “

“Desplome de cotización, sin disponibilidad de liquidez, incertidumbre”

“Bloqueo temporal “

“Ninguno xq había comprado en licitación “

“tenía fci que invertía en esos títulos, bloquearon los rescates por un tiempo.”

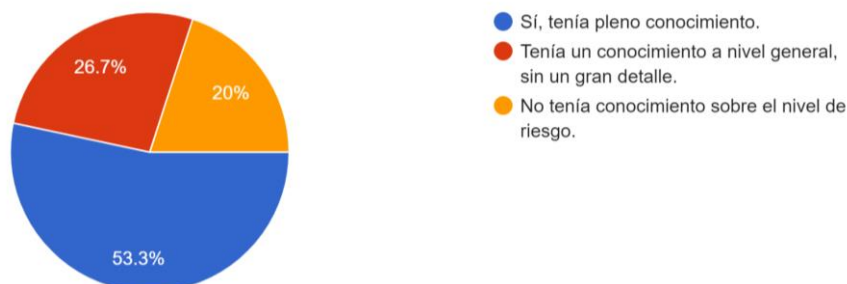
“FCI que invertía en deuda. Paso de valer \$14000 a valer \$8000...”

“Provoca la baja drástica de mis bonos y los pagos de cupones”

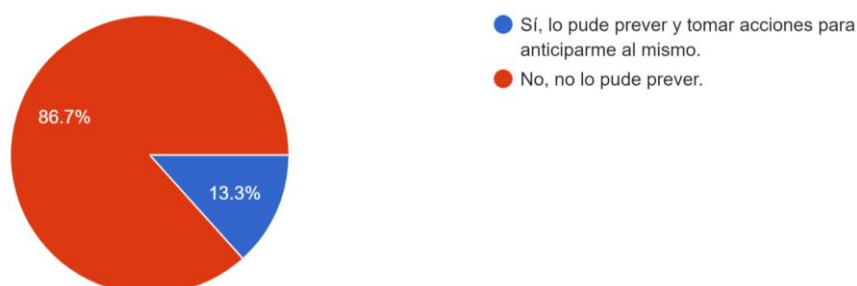
“Cuando los días siguientes al reperfilamiento los valores de los nuevos títulos bajaron, me vi con menos dinero en la comitente. Parece recuperada en este momento.”

“Aplazamiento de disponibilidad de fondos y fuerte baja inicial”

**Pregunta: “¿Tenías conocimiento del nivel de riesgo con el que contaban estos títulos de deuda pública?”. 15 respuestas.**

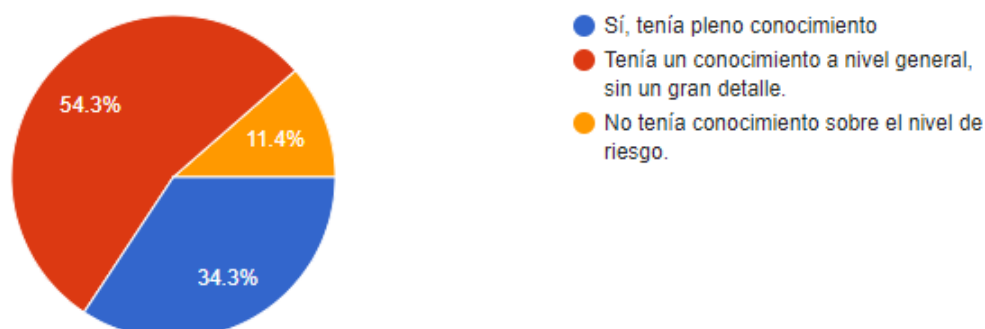


**Pregunta: “¿El reperfilamiento fue un hecho que pudiste prever?”. 15 respuestas.**

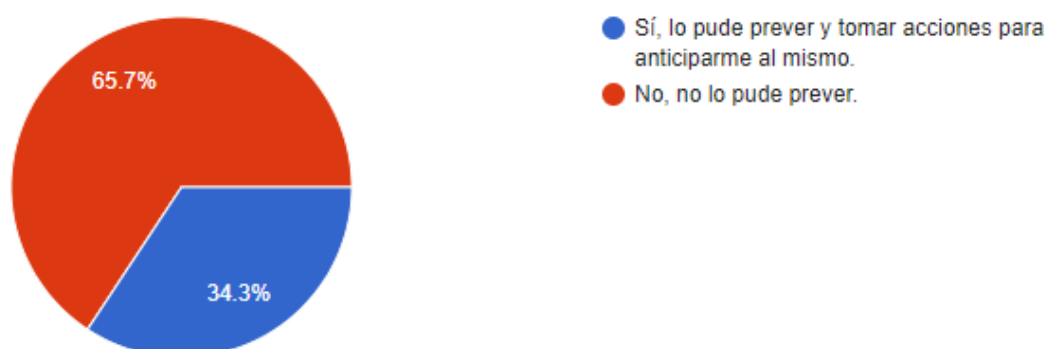


**Para aquellos que conocen el reperfilamiento o tienen una idea aproximada de él, y contestaron no contar con inversiones en alguno de los títulos que fueron reperfilados.**

**Pregunta: “¿Tenías conocimiento del nivel de riesgo con el que contaban estos títulos de deuda pública?”. 35 respuestas**



**Pregunta: “¿El reperfilamiento fue un hecho que pudiste prever?”. 35 respuestas.**



**Para todos los públicos.**

**Pregunta: “¿El reperfilamiento te dejó alguna enseñanza o lección de cara a la gestión de tus inversiones?”. 39 respuestas.**

“No existe un activo 'libre de riesgo' en países con mal cumplimiento de compromisos de deuda.”

“Siempre hay riesgo “

“No. “

“No confíes en lo que los brokers te quieren vender, ni ellos saben que va a pasar. Decían que atrás está el FMI se van a pagar, yo tenía un bono de septiembre que no se pagó.”

“Tener un poco más de cautela y estar atento a la información “

“Se podría decir que si “

“No volví a invertir en letras de ningún tipo”

“Perder aún más la confianza”

“nunca más deuda argentina”

“No invertir nunca en deuda argentina (después vino el "default" del AF20)”

“Si, este atenta a cualquier situación política y económica que implique algún riesgo”

“No creer que hay inversiones seguras”

“En Argentina ni lo más seguro, es seguro”

“No confiar en letras emitidas por Mauricio2

“En momentos complicados prepararse para lo peor, o incluso más.”

“Diversificar mi Portfolio y conocer de antemano el riesgo potencial al que me enfrente invirtiendo en los distintos activos”

“Todo es posible en el mercado “

“No”

“No me afecto”

“Cuando sucedió todavía no invertida en esos instrumentos”

“Sustentabilidad”

“No”

“Que no solo los k honraban deudas soberanas . “

“Me preparo para esperar lo mejor, y prepararme para lo peor.”

“Argentina no lo entenderías.”

“La diversificación es clave en finanzas”

“Formarse e informarse”

“informarme de todos los medios posibles para poder prever el movimiento de los mercados.”

“No”

“Si”

“No confiar en nadie con apellido Macri “

“Tener extremo cuidado en el nivel de deuda en pesos del sector público, si es mucho muy probablemente no quieran emitir para hacer frente a esos vencimientos y te los reperfilen. “

“No”

“No comprar bono Arg”

“No confiar en Argentina cuando la deuda está en máximos.”

“No invertir en el mismo país de residencia, evitar inversiones en emergentes , la historia se repite , nunca arriesgar el principal por una promesa de un gran cupón.”

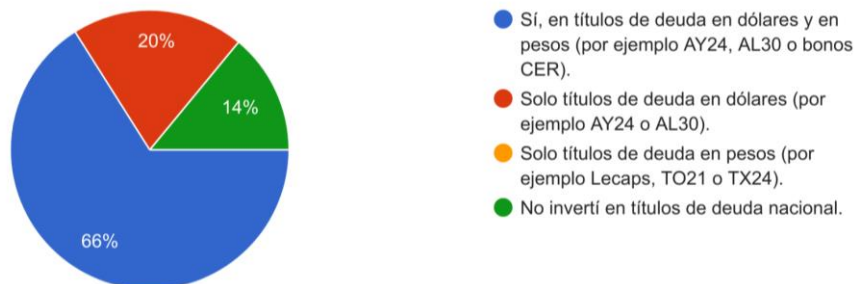
“No tenía activos afectados por el riesgo q intuía a pesar de no haber hecho ningún análisis.”

“Diversificación “

“No, fue un reperfilamiento más. No invierto en activos que administre el estado”

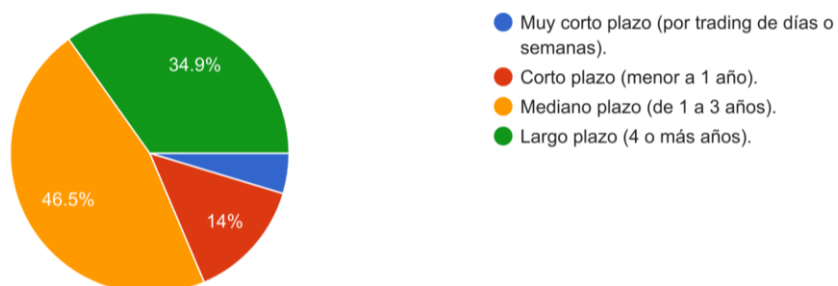
### ***Tercera sección. Experiencia invirtiendo***

**Pregunta: “¿Invertiste alguna vez en títulos de deuda emitidos por el Estado argentino?”. 50 respuestas.**



**Para quienes sí invirtieron en títulos de deuda pública.**

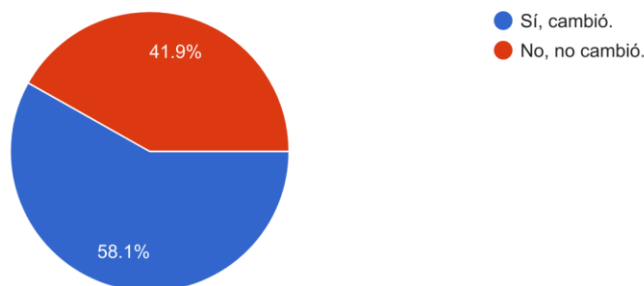
**Pregunta: “¿Cuál es el plazo máximo que estás dispuesto a mantener inversiones en títulos de deuda local?”. 43 respuestas.**



**Pregunta: “¿El plazo de inversión que elegiste arriba se vio alterado debido al reperfilamiento del año 2019?”. 43 respuestas.**



**Pregunta: “¿Cambió en algo tu actitud frente a estos activos emitidos por el Estado nacional luego del reperfilamiento?”. 43 respuestas.**



**Para quienes sí cambió su actitud. Pregunta: “¿Cambió en algo tu actitud frente a estos activos emitidos por el Estado nacional luego del reperfilamiento?”. 25 respuestas.**

“Me generó una desconfianza transitoria, con el cambio de gobierno volví a confiar un poco más”

“Los considero activos con mayor riesgo, en los cuales invierto solo con fines especulativos en el corto plazo.”

“Entender de forma más consciente/racional el Riego/Beneficio que conlleva la compra de los títulos emitidos por Argentina”

“En qué no hay que dar nada por seguro”

“Mayor perseverancia “

“Invierto en bonos con TIR altas, si hay default quiero tener un margen de seguridad, también prefiero ON en algunos momentos antes que deuda soberana. “

“Cambió mi forma de analizarlos. En algunos casos prefiero no esperar al vencimiento y venderlos si alcanzan un precio tal que me dé una buena ganancia de capital.”

“Tengo menos confianza”

“No confío, ni tendría activos para holdear a largo plazo”

“Perdida confianza “

“Que depende quien esté en el ejecutivo será la confianza de inversor .”

“2 cosas: solo argentina reperfilo deuda en pesos (LECAPs) y con los soberanos, comprar un bono de valor 100 a 28...”

“Solamente opero deuda pública con baja paridad, previendo un nuevo reperfilamiento”

“Soy más cauto “

“Invertir pensando en escenarios de default”

“Soy más cauto con las decisiones de inversión y si poseo un activo, ante cualquier pequeño indicio saldría a buscar la venta de mismo”

“Se que ningún pago es seguro hasta que te pagan, mayor desconfianza “

“Desconfianza “

“tomar conciencia de que argentina es riesgo puro, y como consecuencia nunca más riesgo argentino”

“Negativamente, no existe, al menos del 100%, garantía alguna de que ante una insolvencia del Tesoro se decida utilizar al BCRA como prestamista de última instancia.”

“Nunca más invertí en Bonos ni en Obligaciones de empresas del estado (YPF)”

“Mucha cautela mía y de mi bróker”

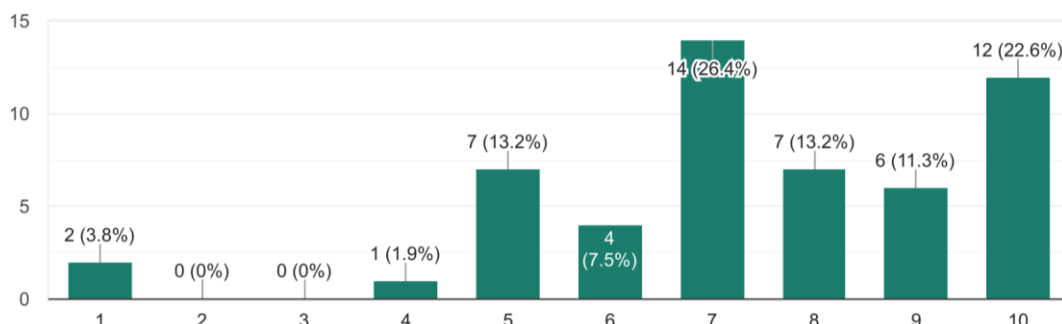
“No considero que haya inversión segura”

“Evitar este tipo de activos , dada la incertidumbre, y la influencia que tiene la política sobre los mismos . “

“Mayor precaución, considerando que el Estado argentino es un deudor crónico y defaulteador, incluso de deuda en pesos”

*Última sección: perspectivas del mercado*

**Pregunta: “¿Cómo creés que influyó e influye el reperfilamiento de deuda del año 2019 en el objetivo de desarrollar el mercado de capitales local?”. 53 respuestas.**



**Pregunta: “¿Considerás que los títulos de deuda pública en pesos (por ejemplo, un bono CER) gozan del mismo tratamiento por parte del Estado nacional (y por ende, igual nivel de riesgo) que los emitidos en dólares (por ejemplo, el bono AL30)?”. 53 respuestas.**



**Pregunta: “Por favor, desarrollá por qué considerás o no que los títulos emitidos en pesos y en dólares gozan del mismo tratamiento por parte del Estado nacional.”. 34 respuestas.**

*Para los que consideran que los títulos en dólares tienen privilegios. 15 respuestas.*

“Los títulos en dólares creo que se respetan más, pero depende del gobierno”

“Si para pagar un bono en pesos terminas emitiendo, generas inflación que devalúa el peso, entonces el rendimiento del bono en pesos termina siendo menor en términos reales”

“El banco central emite pesos, no dólares. Pesos puede pagar. “

“Distinta disponibilidad para el pago”

“El dólar es una moneda más estable”

“Xq los pesos se puede emitir y pagarlos ,a los en dólares no ,depende si hay dólares en reserva. “

“Los CER están en manos de entidades públicas y privadas en un 65 % y 35% respectivamente. Los títulos en us\$ tienen inversiones extranjeros mucho más grandes.”

“los pesos los emite el estado cuando quiere”

“los títulos en us\$ no dependen del estado argentino, por lo que ante cualquier vicisitud estos nos cubren.”

“Ante cualquier impago, el Estado nacional generará pánico e incertidumbre pero ante un incumplimiento en dólares, es importante no generar pánico a posibles inversores internacionales.”

“Se privilegia inversiones extranjeras”

“Por el perfil de los inversores”

“la deuda en pesos y ley argentina es la primera en caer en incumplimientos”

“Porque desde mí parecer la exigencia de los inversores que compran títulos de deuda pública en dólares es mayor”

“Considero que los títulos en dólares gozan de privilegios respecto a la deuda en pesos por lo que significaría entrar en default”

***Para los que consideran que los títulos en pesos tienen privilegios. 10 respuestas.***

“Porque ante stress, pueden emitir y cumplir. “

“Por el bajo nivel de reservas en dólares, considero que los bonos nominados en esta moneda son más propensos a defaultearse o reestructurarse que los nominados en pesos.”

“Entiendo que mayormente los títulos en USDS se usan para Mepear”

“Dependiendo el gobierno, se quiere priorizar el inversor externo o el local”

“No depende de la moneda de emisión, sino de la legislación (Arg o NY)”

“Pesos, emito, pago. Salvo alguien reperfile pesos :@ “

“Los pesos siempre pueden emitirse y Argentina es un país enamorado de la emisión monetaria. Además es muy “caro” un default y considero que no vale la pena defaultear un título en pesos”

“El estado puede emitir para pagar, pero no emite dólares “

“Supongo que es más fácil pagar una deuda en pesos .”

“Posibilidad de emitir.”

*Para los que consideran que ambos títulos tienen privilegios por igual. 9*  
respuestas.

“A todos se los destrata por igual.”

“Un tratamiento distinto llevaría a mayor desconfianza y pánico en el mercado.”

“Ambos tienen riesgo de impago, legislación, de condiciones, pesificación, manipulación de índices, etc.”

“Este gobierno no va a emitir por lo tanto la escasez de pesos o dólares cumplen las mismas reglas”

“Legalmente tienen jurisprudencia nacional, no obstante defaultear en mí edad local es un error no forzado”

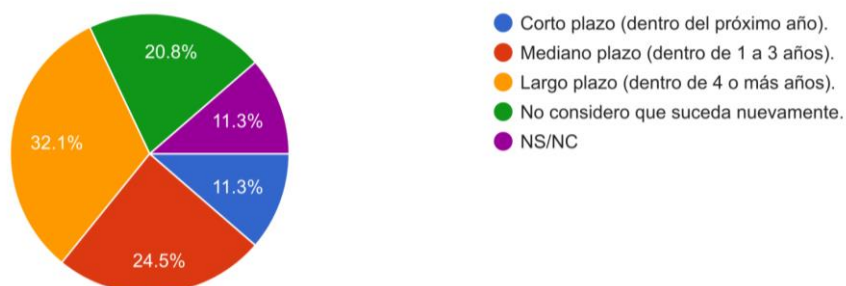
“Por el tipo de Gobierno Liberal actual que dará el mismo tratamiento a la deuda ley Local o Nacional “

Pueden hacer cualquier cosa”

“Porque son títulos de deuda con sus características de emisión.”

“Por lo que veo la deuda en pesos o dólares, hacen canje por otro bono, la reestructura con un horrible cupón , patea el problema para otro siempre”

**Pregunta: “Considerás que es posible que suceda un nuevo reperfilamiento de la deuda pública en PESOS en el...”. 53 respuestas.**



**Pregunta: “Considerás que es posible que suceda un nuevo reperfilamiento de la deuda pública en DÓLARES en el...”. 53 respuestas.**

