

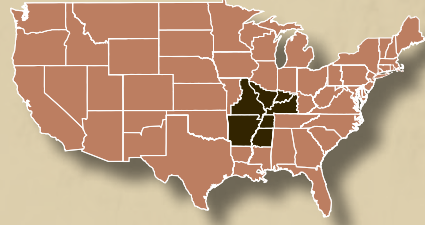
# Deuda soberana: Una tragedia griega moderna

DE NUESTRO INFORME ANUAL



CENTRAL TO AMERICA'S ECONOMY™

[STLOUISFED.ORG](http://STLOUISFED.ORG)



**El Banco de la Reserva Federal de St. Louis** es uno de los 12 bancos regionales de la Reserva Federal que, junto con la Junta de Gobernadores, conforman el banco central de los Estados Unidos. El Fed de St. Louis atiende el Octavo Distrito de la Reserva Federal, que incluye todo Arkansas, la región este de Missouri, la parte sur de Illinois e Indiana, la región occidental de Kentucky y Tennessee, y la parte norte de Mississippi. Las oficinas del Octavo Distrito están ubicadas en St. Louis, Little Rock, Louisville y Memphis.

**8H** THE EIGHTH FEDERAL RESERVE DISTRICT  
ARKANSAS • ILLINOIS • INDIANA • KENTUCKY • MISSISSIPPI • MISSOURI • TENNESSEE

**Banco de la Reserva Federal de St. Louis**

One Federal Reserve Bank Plaza  
Broadway and Locust Street  
St. Louis, MO 63102  
314-444-8444

**Sucursal de Little Rock**

Stephens Building  
111 Center St., Suite 1000  
Little Rock, AR 72201  
501-324-8205

**Sucursal de Louisville**

National City Tower  
101 S. Fifth St., Suite 1920  
Louisville, KY 40202  
502-568-9200

**Sucursal de Memphis**

200 N. Main St.  
Memphis, TN 38103  
901-579-2404

Para recibir una copia de nuestro informe anual, envíe su nombre y dirección a:

**Public Affairs**

Federal Reserve Bank of St. Louis  
P.O. Box 442  
St. Louis, MO 63166

Puede también enviar su solicitud mediante un correo electrónico a [pubtracking@stls.frb.org](mailto:pubtracking@stls.frb.org). Por favor incluya su nombre y dirección postal en su correo electrónico.

Cuando se publique el informe anual en Internet, podrá tener acceso a él en [www.stlouisfed.org/publications/ar](http://www.stlouisfed.org/publications/ar)

# Deuda soberana: Una tragedia griega moderna

Este ensayo está incluido en el Informe Anual 2011 del Banco de la Reserva Federal de St. Louis, publicado en mayo del 2012. Para leer el informe completo en Internet, consulte [www.stlouisfed.org/publications/ar](http://www.stlouisfed.org/publications/ar) En esa página, encontrará también un video sobre el ensayo y una versión en inglés de este ensayo.



CENTRAL TO AMERICA'S ECONOMY®

[STLOUISFED.ORG](http://STLOUISFED.ORG)

**FOLLOW THE FED** | [stlouisfed.org/followthefed](http://stlouisfed.org/followthefed) |      

CENTRAL TO AMERICA'S ECONOMY® is a registered service mark of the Federal Reserve Bank of St. Louis.



printed on recycled paper using 30% postconsumer waste





# Deuda soberana: Una tragedia griega moderna

por Fernando M. Martin y Christopher J. Waller

**Dr. Fernando M. Martin** es un economista en el Banco de la Reserva Federal de St. Louis. Sus áreas de interés son la macroeconomía, la teoría monetaria, las finanzas públicas y los contratos dinámicos.



**Dr. Christopher J. Waller** es vicepresidente y el Director de Investigaciones en el Banco de la Reserva Federal de St. Louis. Sus áreas de interés son la teoría monetaria, la economía política y la teoría macroeconómica.



Por segunda vez en cinco años, el mundo enfrenta una crisis financiera que amenaza la solidez de la economía global. La primera crisis, que tuvo lugar en 2007-2008, se vio impulsada por una deuda hipotecaria excesiva contraída por las *familias*. La crisis actual es el resultado de una deuda gubernamental excesiva contraída por *países* enteros. El factor común detrás de ambas crisis es el temor de que las deudas no puedan saldarse. Si bien esto constituye una inquietud constante en el caso de las familias, es prácticamente inimaginable que economías muy desarrolladas, con gobiernos democráticos, incurran en el incumplimiento del pago de sus deudas. Sin embargo, esa es la dura realidad que enfrentamos en momentos en que Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España—los llamados países

PIIGS, por sus siglas en inglés—se esfuerzan por controlar sus deudas. Y no son únicamente los países de Europa meridional los que están en problemas, a EE. UU. y a Francia les bajaron sus calificaciones crediticias en 2011 debido a los temores de insolvencia en el largo plazo.

En momentos como éstos, el público comienza a hacer preguntas sobre la deuda nacional:

*¿Por qué los países se endeudan? ¿En qué momento el nivel de deuda se convierte en una pesada carga? ¿Qué ocurre si un país incurre en incumplimiento? ¿De qué manera Europa se metió en esta situación y cómo puede salir de ella? ¿Está EE. UU. también en un grave problema a causa de su deuda?*

Este ensayo aborda estas cuestiones y aporta algunos elementos de juicio sobre qué podría ocurrir en el futuro.





## ¿Por qué se llama “deuda soberana”?

Dado que EE. UU. es una democracia que escoge a sus representantes gubernamentales entre sus propios ciudadanos, nos referimos a la deuda acumulada por el gobierno como la “deuda nacional” o la “deuda de la nación”. En el pasado, cuando las monarquías eran la forma principal de gobierno, la deuda se denominaba “deuda soberana”, pues se trataba de una deuda contraída por la monarquía y no por los ciudadanos de la nación. Hoy en día, los términos “deuda nacional”, “deuda gubernamental” y “deuda soberana” son equivalentes desde el punto de vista conceptual y los empleamos indistintamente.

### La función de la deuda nacional

Cuando los gobiernos gastan más de lo que reciben por medio de los ingresos impositivos durante un periodo determinado, deben financiar este faltante tomando prestado. El faltante actual se denomina déficit. Si un país genera más ingresos fiscales que lo que gasta el gobierno, registra un superávit, el cual cubre la deuda existente. Así, pues, la deuda nacional es la suma del déficit y el superávit actual y todos los del pasado. Por ejemplo, el déficit federal de EE. UU. en 2011 fue de 1.3 billones de dólares, mientras que la deuda nacional fue de alrededor de 10 billones de dólares.<sup>1</sup> Esta deuda de 10 billones de dólares representa la acumulación neta de todos los faltantes en el gasto desde la fundación del país.<sup>2</sup>

¿Pero por qué razón un país decidiría gastar más de lo que recibe gracias a sus ingresos fiscales? Las personas piden prestado por muchas de las mismas razones: para consumir más bienes el día de hoy a costa de consumir menos el día de mañana.

¿Por qué razón decidiría un gobierno consumir más el día de hoy? La historia demuestra que la respuesta estriba en las guerras. Las guerras son caras y obligan al gobierno a adquirir grandes cantidades de bienes y servicios de manera inmediata. Los gobiernos podrían financiar esta necesidad mediante aumentos drásticos y temporales de los impuestos. Sin embargo, de hecho es mejor tomar prestados los recursos y pagar poco a poco la deuda mediante impuestos permanentes más elevados en el futuro. Esto se denomina “suavización impositiva” (o “tax smoothing” en inglés), un concepto desarrollado por Robert Barro, un economista de la Universidad de Harvard, en un documento de 1979 que tuvo una gran influencia.<sup>3</sup> La idea es similar a una hipoteca: solicita prestado mucho dinero para comprar una vivienda ahora y paga poco a poco en un plazo largo.

Además de las guerras, los préstamos gubernamentales se han utilizado para financiar obras públicas, tales como la red de autopistas interestatales. Los gobiernos modernos también se han endeudado para financiar elementos menos tangibles, como la educación, las pensiones y la atención médica.

Al endeudarse hoy, los gobiernos implican que subirán los impuestos en el futuro para pagar estas deudas. Una pregunta clave es qué tan onerosos serán estos impuestos futuros. Como una regla de oro establecida, los economistas consideran el índice de la deuda nacional sobre los ingresos nacionales como criterio de la carga de la deuda. Se trata de ver cuán difícil resultaría

pagar toda la deuda del país con los ingresos nacionales de un año (es decir, el producto interno bruto o PIB). Obsérvese que ésta es una medida muy conservadora de la carga de la deuda, ya que solo considera utilizar los ingresos de un año, en lugar de un flujo de ingresos futuros para pagar la deuda: además, pasa por alto la riqueza de la nación. Téngase en cuenta que, con esta medida, la carga de la deuda puede reducirse al pagar deuda o cuando la economía crece con mayor rapidez que la deuda.

### Refinanciamiento de deuda e incumplimiento

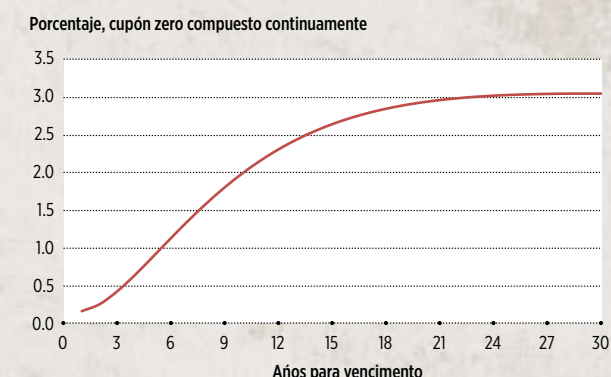
Dado que la deuda nacional es la acumulación de todos los déficits pasados, ¿significa esto que la deuda emitida para financiar, digamos, la Guerra Civil, nunca se ha pagado? No. Esa deuda en particular fue pagada registrando un superávit y refinanciando la deuda. Refinanciar la deuda significa pagar deuda antigua mediante la emisión de nueva deuda (similar a pagar su tarjeta Visa con su MasterCard). Prácticamente todos los países del mundo tienen deuda soberana pendiente de pago, y normalmente refinancian la deuda cuando llega la fecha de pago.

La deuda gubernamental se emite a diversos vencimientos, lo que determina cuándo ésta debe pagarse. Normalmente los gobiernos toman dinero prestado con fechas de vencimiento que van de tres meses a 30 años. La tasa de interés que paga el gobierno depende del plazo de vencimiento cuando se emite la deuda. La relación entre la tasa de interés pagada y el vencimiento de la deuda se denomina estructura de plazos de las tasas de interés o bien, dicho de manera sucinta, la curva de rendimiento. En la Figura 1 se grafica la curva de rendimiento de la deuda de EE. UU.

La curva de rendimiento que se muestra en la Figura 1 presenta la forma típica: una pendiente ascendente, lo cual significa que cuanto más prolongado sea el tiempo establecido para pagar la deuda, mayor será la tasa de interés. Dicho de manera sencilla, es mucho más barato endeudarse por un periodo corto que tomar prestado por un periodo largo. Por consiguiente, los gobiernos tienen un motivo para emitir deuda con un vencimiento a corto plazo. Sin embargo, esto exige el refinanciamiento de su deuda con mayor frecuencia. A consecuencia de ello, los gobiernos se enfrentan a un conflicto de objetivos: endeudarse de manera menos costosa, pero corriendo el riesgo de que la deuda no pueda refinanciarse. Por lo tanto, los gobiernos normalmente emiten deuda a diver-

FIGURA 1

### Curva de rendimiento de los títulos del Tesoro de los Estados Unidos



FUENTE: Federal Reserve Board/Haver Analytics. Los rendimientos de los bonos corresponden al cierre de diciembre de 2011.

FIGURA 1

Por lo general, los gobiernos venden deuda (bonos) con fechas de vencimiento que oscilan entre tres meses y 30 años. Cuanto más corto sea el plazo de reembolso, menor será la tasa de interés que tenga que pagar el gobierno. La relación entre la tasa de interés pagada y el vencimiento de la deuda se denomina estructura de plazos de las tasas de interés o, dicho de manera sucinta, la curva de rendimiento. La figura muestra la curva de rendimiento para todos los tipos de bonos que conforman la deuda de EE. UU.



los vencimientos.

Los acreedores están dispuestos a refinanciar la deuda si consideran que se les pagará en el futuro. Si tienen el temor de que lo anterior no se produzca, pedirán que se les pague la deuda de inmediato o exigirán una tasa de interés muy alta con el fin de contrarrestar el riesgo de incumplimiento. En cualquier caso, el gobierno se verá obligado a aumentar los ingresos fiscales o a reducir el gasto con el fin de obtener los recursos necesarios para pagar la deuda y los intereses. Pero al gobierno no se le puede obligar a pagar su deuda; podría simplemente optar por incurrir en incumplimiento de pago.<sup>4</sup>

Si bien la idea de que un país avanzado como EE. UU. incurra en incumplimiento parece descabellada, la historia muestra que es bastante común que los gobiernos soberanos no cumplan con el pago de sus deudas. Los economistas Carmen Reinhart del Peterson Institute for International Economics y Kenneth Rogoff de la Universidad de Harvard documentan la historia de la deuda soberana en su libro publicado en 2009 *This Time Is Different* (Esta vez es diferente).<sup>5</sup> Entre 1300 y 1799, países europeos como Austria, Inglaterra, Francia, Alemania (Prusia), Portugal y España, hoy ricos, incurrieron en incumplimiento de pago de sus deudas soberanas al menos una vez. Francia y España llevaron la delantera, con ocho y seis episodios de incumplimiento, respectivamente. En el siglo XIX se registró un aumento vertiginoso de incumplimientos de pago y reprogramaciones de deuda soberana en África, Europa y América Latina; solo



España dejó de pagar ocho veces.

En ocasiones, los países no cumplen con los pagos de deuda contraída con sus acreedores externos. Otras veces, los gobiernos no cumplen con los pagos de la deuda que contraen con sus propios ciudadanos. En la economía compleja e interrelacionada del mundo de hoy en día, ¿qué características deben estar presentes para que se clasifique la deuda como interna o externa? Considérense los importantes criterios siguientes. Primero, un gobierno puede emitir deuda en su propia moneda o deuda denominada en alguna moneda extranjera o indexada a ella. Segundo, la deuda puede estar en manos de residentes o de no residentes. Tercero, la deuda puede ser adjudicada por autoridades locales o por instituciones internacionales. Debido al grado de integración de los mercados de capitales de hoy en día, se considera probable que la deuda de un país posea componentes internos y externos.

Normalmente los gobiernos favorecen la emisión de deuda en su propia moneda, ya que, en caso necesario, les permite imprimir billetes para pagarla. Generar ingresos a partir de dinero recién impreso (proceso que se conoce como señoreaje) para pagar deuda ha sido una práctica recurrente durante siglos y, normalmente, genera altos índices de inflación durante un determinado periodo. El financiamiento de deuda a través de la inflación constituye una forma de incumplimiento (parcial) ya que la moneda que se utiliza para pagar la deuda disminuye de valor conforme aumentan los precios. Por ejemplo, en el periodo inmediatamente posterior a la Segunda Guerra Mundial (1946-1948), el gobierno federal de EE. UU. implementó una política de alta inflación—10% anual en promedio—con el fin de reducir la carga de la deuda acumulada. Lee Ohanian, un economista de la UCLA, estimó que la reducción del valor real de una deuda debido al incremento de los precios equivalía a repudiar parte de esa deuda, que se podía valorar en 40% del producto nacional bruto.<sup>6</sup>

Sin embargo, imprimir dinero para pagar deuda conlleva un costo: la inflación. Un país puede abusar del señoreaje y generar tasas de inflación muy elevadas, incluso hiperinflación. Entre los episodios más notorios del siglo XX destacan Alemania y Hungría a principios de los años 20, Bolivia en 1984-1985, Argentina en 1989-1990 y Zimbabue en 2008.

Como alternativa, los gobiernos pueden emitir deuda denominada en divisas. Esto ayuda a gobiernos que tienen un historial de alta inflación a mejorar su credibilidad con los acreedores, ya que dejan de tener a su

disposición la opción de recurrir al señoreaje para pagar la deuda. De hecho, la credibilidad de un país puede ser tan baja que no tenga otra opción que emitir deuda en una divisa más estable. Sin embargo, un gobierno puede llegar a un punto en el que no esté dispuesto a imponer cargas fiscales a sus ciudadanos con el fin de adquirir las divisas necesarias para cumplir sus obligaciones y, en lugar de ello, opta por el incumplimiento. Un buen ejemplo es el incumplimiento y la reprogramación de deuda de Argentina en 2002.

La naturaleza de los acreedores—residentes o no residentes—incide en los motivos para el incumplimiento. Es evidente que, desde el punto de vista político, es más difícil que los funcionarios elegidos incurran en incumplimiento de pago con los residentes, ya que éstos pueden echar de sus puestos a esos representantes. Sin embargo, “nada en la vida es gratis”: no es nada fácil incumplir con los acreedores externos. A los países puede negárseles la entrada a los mercados de capitales hasta que suscriban un acuerdo de reestructuración de deuda satisfactorio. Como sucede con las personas físicas, un mal historial de crédito implica tasas de financiamiento más altas y techos de préstamo más bajos.

Por último, es de suma importancia el lugar en que se resuelven los litigios de pago. Un gobierno incumplidor tiene más probabilidades de ejercer mayor influencia en tribunales locales que en tribunales extranjeros. Reinhart y Rogoff señalan que el único criterio absoluto para clasificar una deuda como interna es que disputas legales sean resueltas por autoridades nacionales.

Entonces, ¿por qué y en qué momento los países incurren en incumplimiento? A menudo, el incumplimiento es consecuencia de que los mercados no están dispuestos a refinanciar la deuda existente o de su disposición a hacerlo solo a un costo prohibitivo. Esto puede ocurrir porque los acreedores consideran que la deuda de un país es tan alta que el gobierno no tiene la posibilidad de obtener recursos suficientes para pagarla.

Por ende, cuanto mayor sea la carga de la deuda, mayor será la probabilidad de que el país incurra en incumplimiento. Sin embargo, la carga de la deuda no siempre es un buen vaticinador del incumplimiento. Por ejemplo, Brasil y México cayeron en incumplimiento de pago a principios de los 80 cuando su índice de deuda con respecto al PIB era solo del 50%, mientras que Japón no ha incumplido en el periodo de posguerra, aunque la carga de su deuda ha sido superior al 100% desde mediados de los 90 y al 200% en la actualidad.

Lo que esto indica es que con frecuencia los acreedores

FIGURA 2A  
Tasas de interés a largo plazo

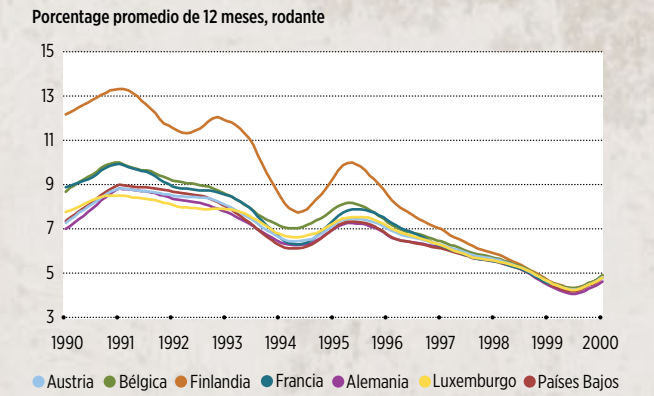
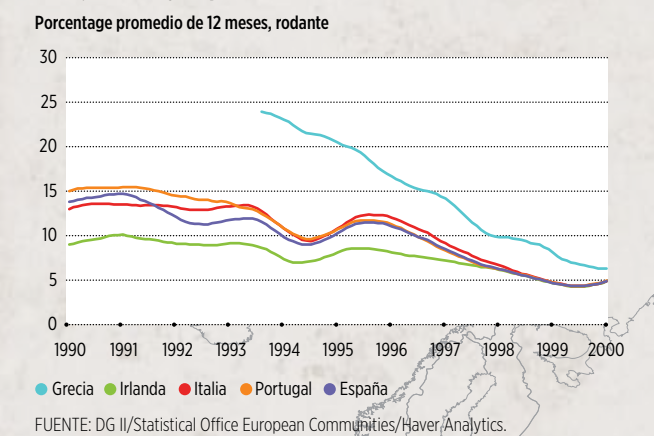
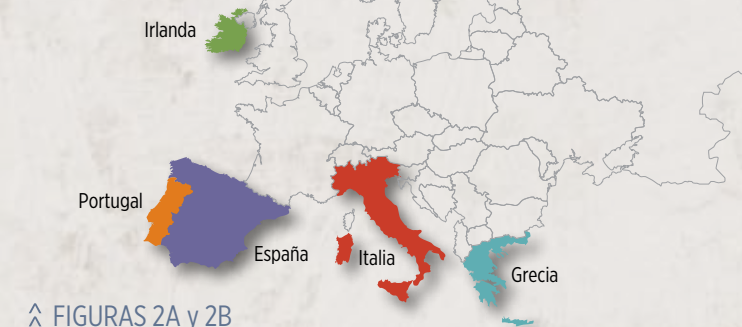


FIGURA 2B  
Tasas de interés a largo plazo para Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España (PIIGS)



FUENTE: DG II/Statistical Office European Communities/Haver Analytics.

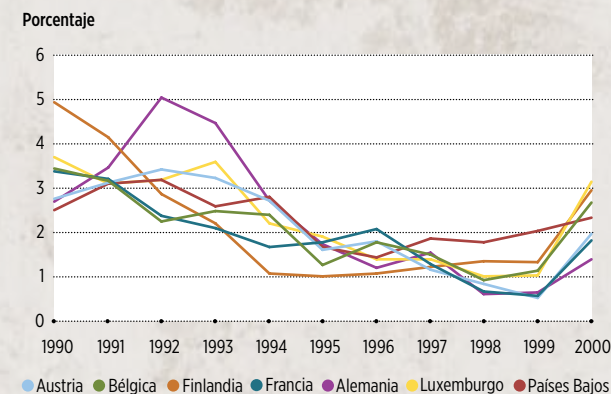


^ FIGURAS 2A y 2B

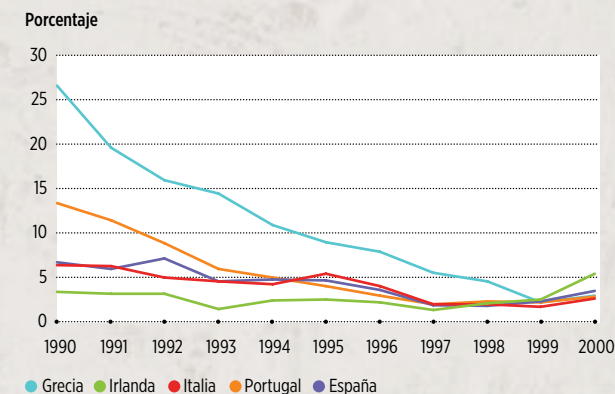
En 1992, se firmó el Tratado de Maastricht, que allanó el camino para la Unión Económica y Monetaria (UEM) y para una moneda única: el euro. En aquellos tiempos, el desempeño económico de los países que querían pertenecer a la UEM variaba enormemente. Para llegar a ser miembros, a muchos países se les exigía que bajaran sus tasas de interés a largo plazo, así como sus tasas de inflación y otros indicadores fundamentales. Como se muestra en las figuras, se registraron avances en las tasas de interés a largo plazo en ambos grupos de países: aquellos cuya hacienda pública era relativamente sólida y aquellos en los que no lo era tanto, es decir, Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España, a los que suele denominárseles países PIIGS. Obsérvese, sin embargo, que los porcentajes en los ejes verticales de las dos figuras varían considerablemente.



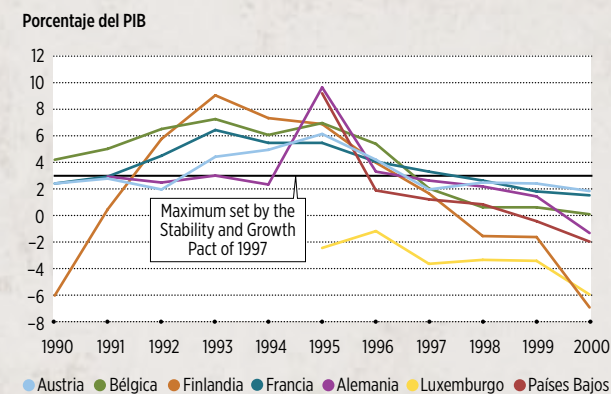
**FIGURA 3A**  
**Convergencia de la inflación**



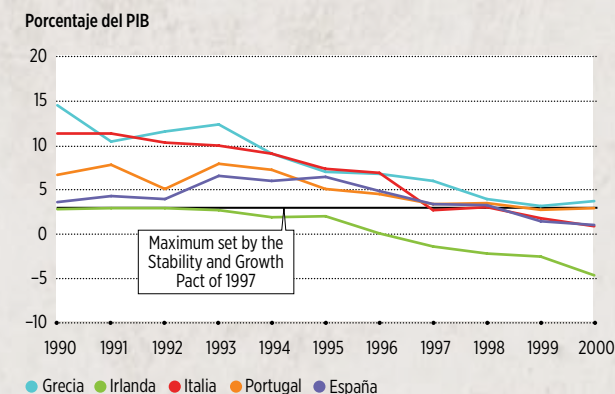
**FIGURA 3B**  
**Convergencia de la inflación (PIIGS)**



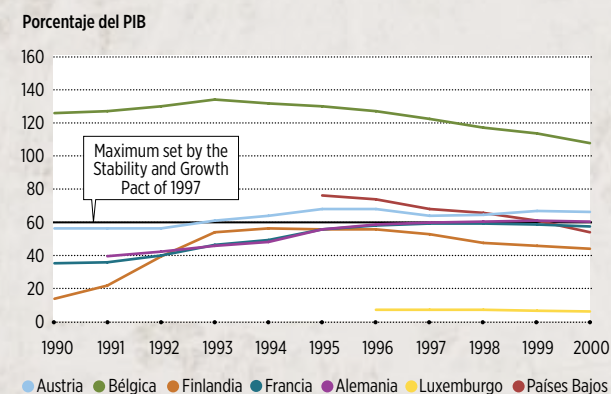
**FIGURA 4A**  
**Déficit gubernamental / PIB**



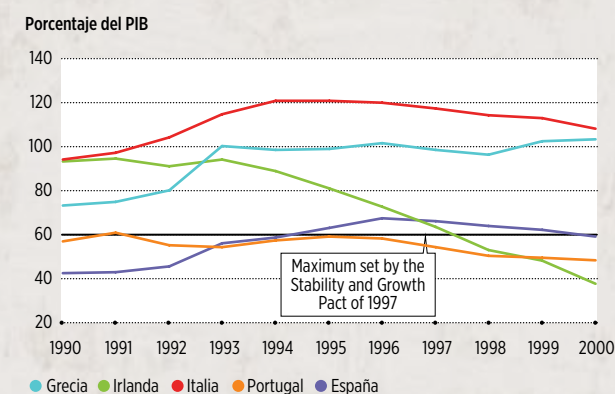
**FIGURA 4B**  
**Déficit gubernamental / PIB (PIIGS)**



**FIGURA 5A**  
**Deuda gubernamental bruta / GDP**



**FIGURA 5B**  
**Deuda gubernamental bruta / PIB (PIIGS)**



FUENTE: International Monetary Fund, World Economic Outlook database, April 2012.  
NOTA: Los datos de 2011 para Grecia, Portugal, Finlandia y Francia son estimados.

se niegan a refinanciar una deuda porque creen que los gobiernos no están dispuestos—a diferencia de “no están en posibilidad”—de imponer suficientes cargas impositivas a sus ciudadanos para cumplir con sus obligaciones de deuda. En otras palabras, los acreedores temen que un determinado país no tenga la voluntad política para recabar impuestos o reducir el gasto con el fin de poner en orden su hacienda pública.<sup>7</sup>

Por lo tanto, la mera magnitud de la carga de la deuda no basta para predecir un incumplimiento; hay que tener en cuenta otros indicadores complementarios, tales como las calificaciones soberanas que determinan las entidades internacionales de calificación de crédito (S&P, Moody's, etc.), así como el índice de deuda con respecto a las exportaciones.

Si bien el incumplimiento de pago de la deuda soberana es un fenómeno muy antiguo, no hemos visto un incumplimiento total por un país desarrollado desde 1946. Por este motivo es que la actual crisis financiera en Europa ha causado tanto revuelo. Sin embargo, los países europeos han estado endeudados durante décadas y presentan índices de deuda con respecto al PIB relativamente altos. Entonces, ¿por qué ha aflorado esta crisis ahora?

<< FIGURAS 3A-5B

No solo muchos de los países que querían adherirse a la Unión Económica y Monetaria tenían que bajar sus tasas de interés a largo plazo (véanse las Figuras 2A y 2B), sino que estos países tenían que reducir sus tasas de inflación a un nivel cercano a las de los países europeos con situaciones fiscales más sólidas. En las Figuras 3A y 3B se muestra que se registraron ciertos logros sustanciales en esta meta. (Obsérvense, sin embargo, las diferencias en los porcentajes en los ejes verticales.) Por otra parte, a todos los países se les exigía que permanecieran por debajo de determinados umbrales en cuanto a los índices de deuda con respecto al PIB y de déficit con relación al PIB, como quedó establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de 1997. Como se muestra en las Figuras 4 y 5, los países tuvieron diversos grados de éxito en estas metas.

**La Unión Europea y el euro**

Habiendo enfrentado dos guerras mundiales en su propio territorio en el lapso de una generación, Europa emprendió una estrategia para asegurarse de que la guerra nunca volvería a estallar en Europa. Un elemento fundamental de esa estrategia fue una economía europea integrada y la posibilidad de tener una moneda única. Se creyó que cuanto mayor fuera la integración económica de Europa, menor sería la probabilidad de que los países volvieran a lanzarse a la guerra. Así, con la firma del Tratado de Roma en 1957, se creó la Unión Europea (UE) y Europa inició el proceso de crear —si no políticamente, al menos económicamente— los Estados Unidos de Europa. Durante las décadas que siguieron, se eliminaron los aranceles aduaneros y los controles de capitales, se permitió la libre movilidad de la fuerza de trabajo y fluyeron de norte a sur transferencias fiscales sustanciales destinadas al desarrollo económico. Luego, en 1992, se firmó el Tratado de Maastricht, que allanó el camino para la Unión Económica y Monetaria (UEM) y para una moneda única: el euro. El euro sería manejado por una institución paneuropea conocida como Banco Central Europeo (BCE).

El desempeño económico de los países de la UE difería considerablemente. Para garantizar una transición fluida hacia una moneda única, había que reducir estas diferencias. Para acelerar la convergencia del desempeño económico entre los miembros de la UE, se establecieron tres criterios para adherirse a la unión monetaria. Primero, la tasa de interés nominal a largo plazo de un país tenía que ubicarse dentro de los 2 puntos porcentuales de la tasa promedio de los tres miembros de la UE con las tasas más bajas. Segundo, la tasa de inflación tenía que situarse dentro de 1.5 puntos porcentuales del promedio de los tres miembros de la UE con las tasas de inflación más bajas. Por último, el país tenía que adherirse al mecanismo de tasas de cambio, lo cual requería que mantuviera la tasa de cambio dentro de una banda estrecha durante dos años consecutivos sin sufrir una devaluación importante.

Estos criterios impusieron una disciplina económica a los bancos centrales de los posibles miembros de la Unión Económica y Monetaria. La mayoría de los países que adoptaron el euro registraron grandes logros al cumplir con estas medidas, como se muestra en las Figuras 2 y 3.

Sin embargo, surgió una gran preocupación ya que, si los gobiernos no ponían en orden su hacienda pública, se presionaría al nuevo BCE para que imprimiera billetes





FIGURA 6A

Déficit gubernamental / PIB

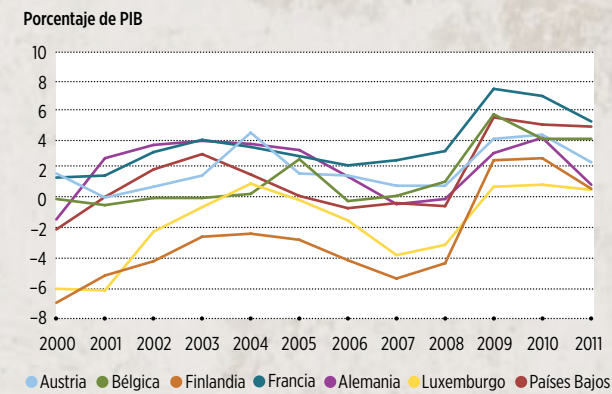


FIGURA 6B

Déficit gubernamental / PIB (PIIGS)

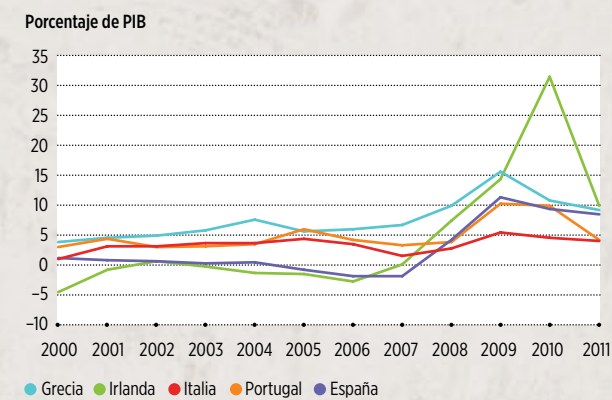


FIGURA 7A

Deuda gubernamental bruta / GDP

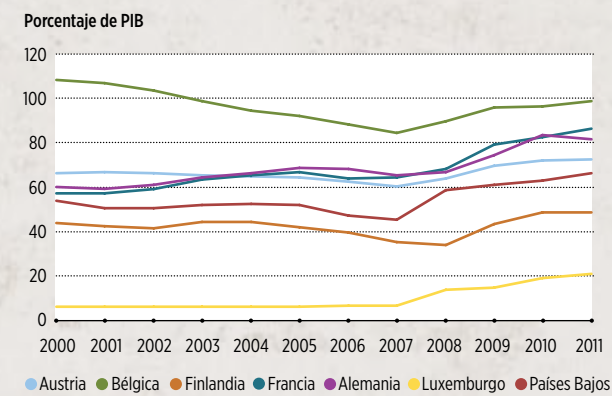
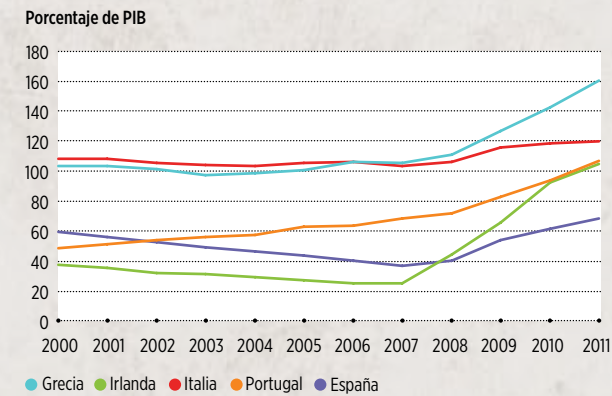


FIGURA 7B

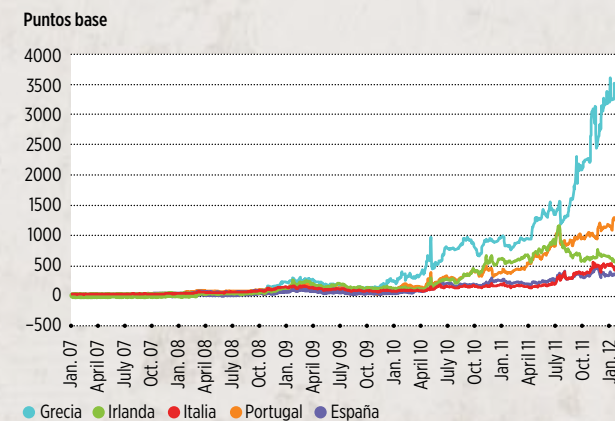
Deuda gubernamental bruta / PIB (PIIGS)



FUENTE: International Monetary Fund, World Economic Outlook database, April 2011.  
 NOTA: Los datos de 2011 para Grecia, Portugal, Finlandia y Francia son estimados.

FIGURA 8

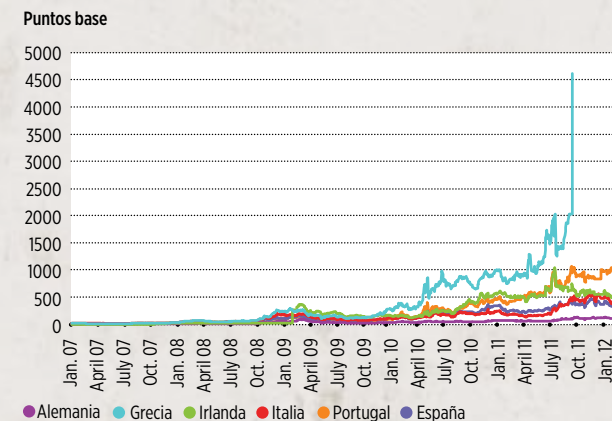
Diferencial de rendimiento entre los bonos a 10 años de los países PIIGS y Alemania



FUENTE: Reuters/Haver Analytics.

FIGURA 9

Precios de las permutas de incumplimiento crediticio (CDS) sobre los bonos a 10 años de Alemania y los países PIIGS



FUENTE: Bloomberg.

con el objeto de financiar el gasto de esos gobiernos.

Habiendo vivido la hiperinflación por la creación del señoreaje, Alemania se mantuvo firme en que debían cumplirse determinados criterios fiscales para evitarle este destino a toda Europa. En consecuencia, en 1997, se firmó el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Mediante este pacto se agregaron dos criterios para los posibles miembros de la UEM. En primer lugar, debían mantener sus índices de déficits como porcentaje del PIB a 3% o menos. En segundo lugar, debían mantener el índice de su deuda pública bruta con respecto al PIB en 60% o menos. La intención era que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento impusiera una disciplina económica a los gobiernos de los posibles miembros de la eurozona. Esta meta registró diversos grados de éxito, como se muestra en las Figuras 4 y 5.

En total, eran cinco los criterios económicos que había que cumplir para adherirse a la UEM. Desafortunadamente, todos estos criterios debían cumplirse solo antes de adherirse a la UEM; una vez que el país formaba parte de ésta, desaparecía la disciplina fiscal.

Una inquietud constante en los 90 entre los que estudiaban el proceso de la UE era cómo encarar una secesión o expulsar un país de la UEM o de la UE. Muchos expresaban la necesidad de que el Tratado de Maastricht estableciera planes de contingencia para casos como

los mencionados. Sin embargo, por razones políticas, esto no llegó a debatirse. La idea de establecer planes para deshacer una unión antes de que incluso empezara parecía ridícula. En pocas palabras, ¡no puedes hablar de divorcio la noche de tu boda! Desgraciadamente, como ocurre a menudo con el matrimonio, esta falta de planificación se revertiría y se convertiría en un fantasma que volvería a rondar a la UE.

El inicio de la UEM y el tambaleante ingreso de Grecia

El euro se lanzó oficialmente en 1999 como unidad de cuenta, y los billetes y las monedas se emitieron en el año 2002. Los miembros originales de la UEM fueron once; los países miembros conforman el área del euro, mejor conocida como la eurozona (o la eurozona). Grecia no era miembro, aunque deseaba ingresar. En sus inicios, en 1998, se le negó el ingreso a la UEM, pero lo logró en el año 2000 y se adhirió a la eurozona en 2001.

A Grecia se le negó el ingreso en 1998 porque no cumplía con *ninguno* de los criterios económicos establecidos en el Tratado de Maastricht o en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En 1997, Grecia registraba una alta inflación (5.4%), tasas de interés a largo plazo muy elevadas (9.9%), no participaba en el mecanismo de tipos de cambio, su índice de déficit con respecto al PIB ascendía al 6% y su índice de deuda relativa al PIB era enorme: 98.7%.<sup>8</sup> Sin embargo, muchos de los miembros iniciales de la eurozona tampoco cumplían con los criterios fiscales, como se muestra en las Figuras 4 y 5.

No obstante ello, varios de los miembros potenciales de la eurozona avanzaban en la dirección correcta. Italia, por ejemplo, había bajado su índice de déficit con relación al PIB de 11% en 1990 a solo 1% en 2000, a la vez que reducía su índice de deuda con respecto al PIB de un máximo de 121% en 1994 a menos de 110% en el año 2000. Bélgica, pese a que presentaba el mayor índice de deuda en relación con el PIB en Europa, había bajado este indicador de 126% en 1990 a 108% en el año 2000. De manera sorprendente, Irlanda, el "tigre celta", había reducido su índice de deuda con respecto al PIB de 94% a 38% en el mismo periodo. Por consiguiente, la apreciación general fue que, a pesar de que no estaban cumpliendo con los criterios de Pacto de Estabilidad y Crecimiento, estos países hacían lo correcto y, en un momento dado, cumplirían con los criterios.

¿Qué ocurría con Grecia? Como muestran los datos de la Figura 5b, Grecia iba por mal camino. Su índice de

<< FIGURAS 6A-7B

Una vez que la crisis financiera tomó impulso en 2008, la situación financiera en muchos países de la eurozona se deterioró de manera considerable, como muestran sus índices de déficit/PIB y deuda/PIB.

<< FIGURAS 8 y 9

Hasta finales de 2008, los mercados financieros trataban indistintamente la deuda de todos los miembros de la eurozona, independientemente de que algunos países tuvieran en orden su hacienda pública (por ejemplo, Alemania) y otros no (Grecia y otros de los llamados países PIIGS). Una vez que se conoció bien la situación fiscal deteriorada de Grecia e Irlanda, los mercados comenzaron a incorporar el riesgo de incumplimiento en el cálculo de las tasas de interés que cobraban a los gobiernos para refinanciar su deuda. Por lo tanto, los diferenciales entre lo que pagaba Alemania sobre los bonos a 10 años, por ejemplo, se ampliaron enormemente con respecto a lo que tenían que pagar los países menos frugales. Ocurrió lo mismo con los precios de las permutas de incumplimiento crediticio (CDS).





# Austeridad

En respuesta al aumento cada vez mayor de las tasas de interés, los gobiernos de Grecia e Irlanda comenzaron a plantear la puesta en ejecución de medidas de austeridad impopulares para poner en orden su hacienda pública.

Si bien lo anterior parecen buenas noticias desde el punto de vista de los mercados, la severidad de las medidas también indicaba que los votantes de Grecia o Irlanda podrían rebelarse y optar por el incumplimiento antes que soportar los costos de la austeridad. Desgraciadamente, no existe una poción mágica para tratar la carga de una deuda que ha venido acumulándose durante décadas.

deuda con respecto al PIB subió de 73% en 1990 a 103% en el año 2000. Pero la euforia de crear una moneda única para competir con el dólar estadounidense llevó a la decisión de dejar que Grecia ingresara a la eurozona.

Al adherirse a la UEM, la tasa de inflación de Grecia comenzó a converger con la del resto de Europa, lo que no resulta sorprendente en una unión monetaria. Aún más sorprendente es que la tasa de interés sobre la deuda griega a largo plazo convergió con la tasa que pagaban Alemania y Francia. Lo mismo sucedía con la deuda de España, Italia, Irlanda y Portugal.

Fue así como los mercados financieros llegaron a considerar la deuda soberana de los miembros de la eurozona como sustitutos perfectos, pese a la ausencia de una unión fiscal y a situaciones fiscales drásticamente diferentes entre dichos países miembros. Si la probabilidad de incumplimiento era la misma para cada país, la convergencia de las tasas de inflación justificaría tener tasas de interés equivalentes para la deuda a largo plazo. Pero dada la disparidad de las situaciones fiscales, la probabilidad de incumplimiento no era igual para todos los países, y las tasas de interés deberían haber reflejado este hecho. La posibilidad de tomar prestado a la misma tasa de interés que Alemania indujo a algunos países europeos a solicitar préstamos sustanciales en los mercados financieros internacionales, en particular Portugal, cuyo índice de deuda con relación al PIB pasó de 48% en el año 2000 a 72% en 2008.

Reiteramos, si los inversionistas confían en que un país pagará su deuda, entonces el problema del refinanciamiento pierde importancia. Sin embargo, si se produce algún tipo de “crisis” o “choque” que haga tambalear la confianza de los inversionistas, el problema del refinanciamiento puede mostrar su lado oscuro y causar estragos en los gobiernos.

## Grecia, Irlanda y Portugal

La situación fiscal en varios países de la eurozona se ha deteriorado de manera importante desde 2008. Las Figuras 6 y 7 muestran los índices de déficit con respecto al PIB y de deuda con relación al PIB de varios países.

En el verano de 2009, asumió el poder un nuevo gobierno en Grecia. En ese momento, se creía que Grecia registraba un índice de déficit con relación al PIB de menos del 4% mientras su índice de deuda con respecto al PIB ascendía a alrededor del 125%. Después de analizar los datos fiscales y del gasto, el nuevo gobierno se dio cuenta de que las estadísticas eran erróneas. El índice

del déficit con respecto al PIB no era inferior al 4% sino, más bien, ¡un poco por debajo del 16%! Aunque todo mundo sospechaba que los griegos estaban engañando a los mercados con sus cifras fiscales, nadie pensó que la situación era tan grave.

Al mismo tiempo, Irlanda estaba comenzando a incurrir en el verdadero costo de rescatar su sistema bancario durante la crisis financiera de 2007-2008. En 2007, el índice de deuda con relación al PIB de Irlanda ascendía solo al 25% y su déficit era cero. En 2010, el índice de deuda con relación al PIB de Irlanda alcanzó el 93% y su déficit en proporción al PIB era de más del 30%.

Las crisis fiscales que golpeaban a estos dos países pequeños hicieron que los mercados financieros tomaran conciencia del riesgo de incumplimiento de pago de la deuda soberana. Los mercados financieros dejaron de considerar la deuda europea como sustitutos perfectos entre sí. Los mercados comenzaron a incorporar el riesgo de incumplimiento en el cálculo de las tasas de interés que cobraban a los gobiernos para el refinanciamiento de sus deudas. Esto se muestra en la Figura 8. Entre enero de 2008 y enero de 2012, los diferenciales entre la deuda griega y la deuda alemana se incrementaron alrededor de 3,300 puntos básicos, mientras que los diferenciales entre la deuda irlandesa y alemana subieron a cerca de 550 puntos básicos (llegando a un máximo de 1,164 puntos básicos en julio de 2011).

Además, el cambio en el riesgo de incumplimiento se reflejó en los precios de las permutas de incumplimiento crediticio (los llamados “credit default swaps” o CDS por sus siglas en inglés) sobre deuda soberana, que consisten esencialmente en una póliza de seguro contra el incumplimiento. Si el gobierno no cumple con el pago de su deuda, quienquiera que venda la permuta de incumplimiento es responsable de cubrir la obligación de deuda del gobierno al comprador de dicho CDS. El precio exigido por el vendedor de un CDS refleja la probabilidad de incumplimiento: cuanto más alta sea la probabilidad de incumplimiento, mayor será el precio cobrado para adquirir el seguro. Los precios de los CDS para varios países europeos se muestran en la Figura 9. Como indican los datos, los precios de los CDS se dispararon en los casos de Grecia e Irlanda (y de Portugal, como veremos más adelante), reflejando un mayor temor de incumplimiento.

En respuesta al aumento cada vez mayor de las tasas de interés, los gobiernos de Grecia e Irlanda comenzaron a plantear la puesta en ejecución de medidas de austeridad impopulares para poner en orden su hacienda públi-

ca. Gracias a una combinación de aumentos impositivos y reducciones del gasto, el índice del déficit con respecto al PIB de Grecia cayó de 16% en 2009 a un estimado de 8% en 2011; el de Irlanda disminuyó de un máximo de 31% en 2010 a 10% en 2011.

Si bien lo anterior parecen buenas noticias desde el punto de vista de los mercados, la severidad de las medidas también indicaba que los votantes de Grecia o Irlanda podrían rebelarse y optar por el incumplimiento antes que soportar los costos de la austeridad. Desgraciadamente, no existe una poción mágica para tratar la carga de una deuda que ha venido acumulándose durante décadas.

Portugal sale a relucir con frecuencia cuando se habla de Grecia e Irlanda. Si bien la crisis reciente ha deteriorado las condiciones económicas de Portugal, sus problemas son de larga data. Por ejemplo, la tasa de desempleo ha venido subiendo desde 2002, pasando de alrededor de 4% en promedio en 2000-2001 a 8% en 2007. En materia fiscal, su deuda con respecto al PIB subió de 48% en el año 2000 a 68% en 2007, con un déficit promedio de alrededor de 3% del PIB. La crisis financiera agravó todavía más la situación. En 2009-2010, el déficit promedio fue de 10% del PIB y la deuda con respecto al PIB se había disparado a 93%. La tasa de desempleo siguió aumentando hasta alcanzar 12.5% en el tercer trimestre de 2011. El PIB se contrajo a finales de 2008 y a lo largo de 2009, aunque el crecimiento se reanudó en 2010, como sucedió en la mayoría de los demás países desarrollados. Sin embargo, el producto volvió a caer durante los tres primeros trimestres de 2011. Como sucedió con Grecia e Irlanda, los rendimientos de los bonos gubernamentales de Portugal y los precios de los CDS han venido incrementándose considerablemente desde principios de 2010. (Véanse las Figuras 8 y 9.) Entre enero de 2008 y enero de 2012, los diferenciales entre la deuda portuguesa y la alemana aumentaron alrededor de 1,150 puntos básicos.

## La respuesta de la UE frente a la crisis

Los bancos de Grecia poseen cerca del 20% de la deuda soberana de ese país (60 mil millones de euros); y un incumplimiento allí debilitaría drásticamente los balances de estos bancos. Por

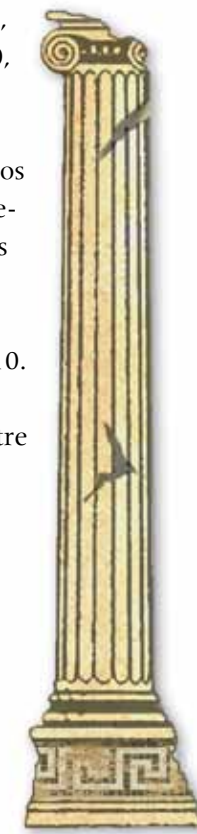
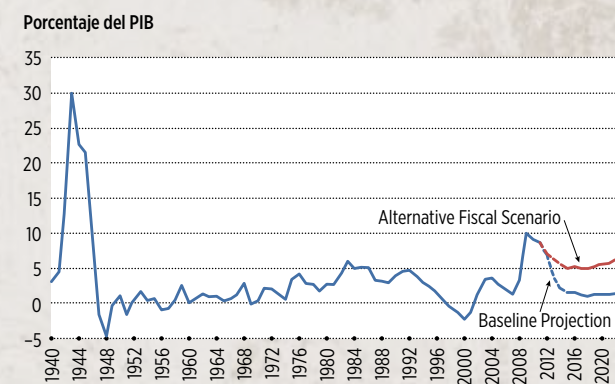




FIGURA 10

Déficit federal de EE. UU.



FUENTE: Oficina de Presupuesto del Congreso.

FIGURA 10

El déficit federal de EE. UU. es superior a lo que había sido desde el final de la Segunda Guerra Mundial. Las dos proyecciones son de la Oficina de Presupuesto del Congreso. La proyección de referencia da por hecho que se permitirá que las reducciones de impuestos actuales alcancen el término de su vigencia. En la alternativa se da por sentado sobre todo la prórroga de estas disposiciones fiscales. Las proyecciones son a marzo de 2012. Los años son ejercicios fiscales.

ende, los mercados dejaron de refinanciar la deuda de estos bancos temiendo que no estuvieran en capacidad de cumplir sus obligaciones. Esto a su vez implicó que los bancos griegos no pudieran refinanciar la deuda del gobierno heleno.

En mayo de 2010, los líderes de la UE, al ver la gravedad de la situación, decidieron proveer un financiamiento de 500 mil millones de euros a los países miembros que estaban enfrentando dificultades para refinanciar su deuda. Los que más aportaron al fondo fueron Alemania (120 mil millones de euros) y Francia (90 mil millones de euros).

¿Por qué Alemania y Francia estuvieron dispuestos a transferir ingresos fiscales de sus ciudadanos a Grecia e Irlanda? Una de las razones es que otros bancos europeos también poseían una cuantía importante de la deuda griega e irlandesa. Los bancos alemanes mantenían el 8% (alrededor de 24 mil millones de euros) de la deuda griega, y los bancos franceses poseían alrededor del 5% (15 mil millones de euros) de esta deuda. Los gobernantes de la UE temían que un incumplimiento de la deuda griega e irlandesa causara un grave deterioro en los valores de sus bancos y se produjera una “corrida bancaria”, es decir, un retiro masivo de depósitos.

Sin embargo, Grecia e Irlanda son economías muy pequeñas: el PIB de Grecia (expresado en dólares estadounidenses) era de alrededor de 300 mil millones en 2010, y el de Irlanda ascendía aproximadamente a 200 mil millones. Su PIB combinado es inferior al PIB de Pennsylvania. Cuesta imaginarse que una preocupación por la deuda del estado de Pennsylvania pudiera agitar a los mercados financieros del mundo y amedrentar a los líderes de EE. UU. ¿Cómo fue posible que los problemas de deuda de dos pequeños países causaran estragos de tal magnitud que toda la UE intervendría? ¿No hubiera sido más fácil y menos costoso que los gobiernos de Alemania y Francia simple y llanamente compraran la deuda griega e irlandesa que poseían sus bancos?

Grecia e Irlanda (y Portugal) no eran el verdadero problema. No eran más que una señal de alerta ante las enormes deudas de grandes economías europeas, como las de Italia y España.

Italia tiene alrededor de 1.9 billones de euros de deuda pendiente de pago, 50% de ella externa. Por otra parte, Italia necesita refinanciar más de 300 mil millones de euros en 2012, ¡un monto mayor que toda la deuda griega! Para complicar las cosas, Italia ha registrado un crecimiento económico prácticamente igual a cero durante la década pasada, por lo que no ha podido reducir

la carga de su deuda mediante el crecimiento de sus ingresos. En consecuencia, la deuda per cápita italiana es la segunda más alta del mundo. Su deuda es particularmente onerosa: Italia gasta cerca del 5% del PIB en el pago de intereses, 2 puntos porcentuales más que el promedio de la eurozona y que lo que paga EE. UU. Combine esto con una población que envejece y una tasa de sustitución generacional de 1.4 y vemos con claridad la razón por la que los mercados financieros se alarmaron ante la posibilidad de un incumplimiento de la deuda gubernamental italiana.<sup>9</sup> A raíz de esta situación, las tasas de interés sobre la deuda italiana se dispararon a 7% a finales de 2011, con el fin de alentar a los inversionistas a reinvertir sus participaciones en la deuda del gobierno italiano.

De manera similar, la deuda pública de España llegó a alcanzar alrededor de 735 mil millones de euros. Aproximadamente un cuarto de estas obligaciones son de corto plazo (es decir, vencen en menos de un año). España disfrutó de una situación prometedora durante la primera mitad de la década de los 2000. La deuda gubernamental disminuyó de manera constante, producto de un superávit primario cada vez mayor. El PIB crecía a una tasa anual de 3.6% en promedio antes de que golpeará la crisis de 2008. Su atribulado mercado laboral mejoraba de manera constante, habiendo alcanzado una tasa de desempleo de 8% a mediados de 2007, lo que representa una clara disminución desde el 15% registrado a principios del año 2000.

Desde finales de 2008, las condiciones económicas de España se han deteriorado de manera considerable. La deuda y los déficits registraron crecimientos enormes: el déficit promedio alcanzó el 10% del PIB en 2009-2010, y la deuda sobrepasó sus niveles del año 2000, lo que dio al traste con cerca de una década de declive constante. El crecimiento del producto se ha mantenido por debajo de una tasa anual del 1%. Aún más desalentador: la tasa de desempleo se ha disparado a un nivel que no se había visto desde mediados de los años 90. Al tercer trimestre de 2011, la tasa de desempleo era de alrededor de 22%. Como ha ocurrido con Italia, las tasas de interés sobre la deuda han venido incrementándose de manera constante desde principios de 2008.

Se hizo evidente en 2011 que la ronda inicial de asistencia proporcionada por la UE para el financiamiento de la deuda soberana no sería suficiente si los mercados dejaban de refinanciar la deuda de Italia y España. Por lo tanto, se aportó un financiamiento adicional de 340 mil millones de euros.

En diciembre de 2011, el BCE inyectó liquidez en el sistema bancario para tratar de contener la crisis. Lo hizo comprometiéndose a aportar hasta un billón de euros en financiamiento a bancos, por un máximo de tres años. Se esperaba que esta medida tranquilizara a los mercados financieros y atenuara los problemas de financiamiento a corto plazo en aquellos gobiernos que enfrentaran presiones de refinanciamiento. Estas medidas han tenido mucho éxito hasta la fecha, pues las tasas de interés a corto plazo han bajado de manera sustancial. Sin embargo, las tasas de interés a plazos superiores a tres años no han disminuido mucho. Esto indica que el BCE ha brindado tres años de respiro a los gobiernos europeos para que realicen los ajustes fiscales pertinentes. Pero estos ajustes deben ser llevados a cabo.

Solo el tiempo dirá si estas medidas serán suficientes para acabar finalmente con la crisis de la deuda soberana en Europa.

El 9 de marzo de 2012, cuatro de cada cinco acreedores privados de Grecia acordaron un canje de bonos. La reestructuración de deuda reducirá las obligaciones en 100 mil millones de euros, lo que representa alrededor de la mitad del valor nominal de los bonos admisibles. Dado que algunos acreedores se verán obligados a canjear sus tenencias de bonos, esta situación ha desencadenado el pago de permutas de incumplimiento crediticio (los ya mencionados CDE) sobre la deuda griega. El incumplimiento impondrá fuertes pérdidas a los bancos nacionales, los cuales, como se dijo anteriormente, poseen una parte considerable de la deuda griega.

La situación en EE. UU.

Mientras la situación económica de Europa se fue deteriorando, EE. UU. recorría su propio sendero pedregoso. A consecuencia de la recesión que se produjo a raíz de la reciente crisis financiera, el gobierno de EE. UU. ha estado enfrentando déficits de una magnitud no observada desde la Segunda Guerra Mundial. (Véase la Figura 10.) Estos déficits son el resultado de menores ingresos y de mayores gastos; estos últimos debidos principalmente a aumentos en los programas de seguridad de los ingresos (por ejemplo, seguro de desempleo) y pagos de Seguridad Social, Medicare y Medicaid. Como consecuencia de ello, la deuda total de todos los niveles del gobierno pasó del 53% del PIB en 2007 al 84% en 2011.

Pese al gran incremento de la deuda, los rendimientos de los bonos de EE. UU. se han mantenido bajos (alrededor de cero para los bonos a 3 meses y a 1 año) du-





rante este episodio. En parte, la razón es la “fuga hacia la calidad”. En la medida en que los inversionistas han reducido su exposición al riesgo con respecto a determinados mercados de activos privados en problemas (por ejemplo, las hipotecas) y al riesgo de la deuda soberana (por ejemplo, Grecia, Irlanda y Portugal, pero también Italia y España), se ha disparado la demanda de los títulos del Tesoro de EE. UU. Alemania, Japón y el Reino Unido también han registrado una disminución de los rendimientos de sus bonos gubernamentales ante una mayor demanda.

Independientemente de cómo se resuelve la situación europea, EE. UU. enfrenta sus propios desafíos. De acuerdo con las últimas proyecciones de referencia de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO por sus siglas en inglés), la deuda federal en manos del público pasará de 68% del PIB en 2011 a 71% del PIB en 2016, y alcanzará un máximo de 76% en 2013. Los pagos de intereses sobre la deuda pasarán de 1.5% a 1.8 % del PIB en el mismo periodo. Según un escenario fiscal alternativo—que da por hecho sobre todo la prórroga de disposiciones fiscales que dejarían de estar vigentes—la CBO prevé que la deuda en poder del público aumente a 83% del PIB en 2016.

Independientemente de la perspectiva presupuestal que prevalezca, EE. UU. tendrá que decidir si se siente a gusto manteniendo un mayor volumen de deuda, con su correspondiente carga financiera más elevada, o si prefiere regresar a niveles más normales en términos históricos. De cualquier manera, será necesaria una mayor carga fiscal habrá mayores incentivos inflacionarios. La CBO estima actualmente que los ingresos fiscales federales aumentarán cerca de 5 puntos porcentuales del PIB entre 2011 y 2016 si se ejecuta la actual legislación fiscal.<sup>10</sup> Según el otro escenario fiscal, este aumento se reduciría a la mitad.

Aunada a esta situación, está la perspectiva del gasto público. Desde los años 50, las transferencias—Seguridad Social, Medicare, Medicaid, etc.—han registrado un crecimiento constante en proporción a los gastos federales. En la actualidad, las transferencias representan alrededor de dos tercios del gasto público, excluidos los pagos de intereses. A título comparativo, el gasto para la defensa militar es de alrededor de un quinto de todo el gasto público. Para 2016, se prevé que las transferencias correspondan al 14% del PIB, y los gastos totales antes del pago de intereses alcancen el 23% del PIB.

En síntesis, EE. UU. enfrenta difíciles decisiones fiscales. Los impuestos tendrán que aumentarse y/o el

gasto deberá reducirse. El sufrimiento asociado con estas medidas recaerá en diversos grupos, y eso da paso al conflicto político. El conflicto político implica un retraso en la corrección de la situación fiscal de EE. UU. Queda por verse si, para EE. UU., este conflicto atemorizará a los mercados financieros y se traducirá en una crisis de refinanciamiento.

### Conclusión

¿Cuál es la moraleja de esta tragedia de la deuda moderna? Como ocurre con cualquier forma de deuda, la capacidad de tomar prestado del futuro para financiar el consumo actual puede tener ventajas enormes. Por ejemplo, la deuda en que incurrió EE. UU. para financiar la Segunda Guerra Mundial ayudó a liberar el mundo del fascismo y el nazismo, sentando las bases para la propagación de la democracia en el planeta. La mayoría estaría de acuerdo en que endeudarse en este caso redundó en grandes beneficios para el mundo entero. Por lo tanto, la deuda pública puede utilizarse para alcanzar buenos resultados para la sociedad.

Sin embargo, la tragedia de esta historia es que endeudarse, por su naturaleza misma, es seductor: las gratificaciones se sienten de inmediato y el dolor se posterga para el futuro. Así, es muy tentador para los gobernantes, al igual que para las personas y las familias, traspasar los límites al momento de tomar prestado con el fin de obtener un placer efímero mientras restan importancia al dolor que se presentará. La consecuencia es que la carga de la deuda puede aumentar a niveles que en un momento dado se vuelvan insostenibles, lo que conduce a crisis y a periodos de extrema austeridad. Ahora el mundo ha ingresado en una época de esa naturaleza, y el último acto de esta tragedia moderna está aún por llegar. 📺

## Deuda soberana: Una tragedia griega moderna

Leyó el ensayo.

Ahora vea el video. (En Inglés)



Ingrese a Internet para ver un video de 10 minutos (solo en inglés) de los autores de este ensayo en el que hablan de sus principales puntos. Ingrese a [stlouisfed.org/publications/ar](http://stlouisfed.org/publications/ar)

### ANOTACIONES

<sup>1</sup> Esta cifra corresponde a lo que se conoce como “deuda en poder del público”. La “deuda bruta” de EE. UU., que incluyendo las tenencias de entidades federales—es decir, el dinero que el gobierno se debe a sí mismo—fue de alrededor de 15 billones de dólares al cierre del ejercicio fiscal de 2011. Vale recordar que un “trillion” en EE. UU. equivale a un “billón” en los países de habla hispana, es decir, un millón de millones; asimismo, las cifras que se expresan con la palabra “billion” en EE. UU. equivalen a miles de millones en español.

<sup>2</sup> Dado que EE. UU. es una democracia que escoge a sus representantes gubernamentales entre sus propios ciudadanos, nos referimos a la deuda acumulada por el gobierno como la “deuda nacional” o la “deuda de la nación”. En el pasado, cuando las monarquías eran la forma principal de gobierno, la deuda se denominaba “deuda soberana”, pues se trataba de una deuda contraída por la monarquía y no por los ciudadanos de la nación. Hoy en día, los términos “deuda nacional”, “deuda gubernamental” y “deuda soberana” son equivalentes desde el punto de vista conceptual y los empleamos indistintamente.

<sup>3</sup> Barro, Robert J. “On the Determination of the Public Debt,” *Journal of Political Economy*, October 1979, 87(5), pp. 940-971.

<sup>4</sup> Obsérvese que el incumplimiento de pago de la deuda soberana pocas veces es total y absoluto. La mayoría de las veces, los pagos se suspenden durante un tiempo (podría ser un tiempo muy prolongado), y se lleva a cabo una reestructuración. Este proceso normalmente implica tanto una reducción de los compromisos totales como una reprogramación de los pagos.

<sup>5</sup> Reinhart, Carmen M.; Rogoff, Kenneth S. *This Time Is Different*. Princeton University Press, 2009.

<sup>6</sup> Ohanian, Lee. *The Macroeconomic Effects of War Finance in the United States: Taxes, Inflation, and Deficit Finance*. New York, Garland Press, 1998.

<sup>7</sup> Esta fue la razón que esgrimió Standard & Poor’s para bajar la calificación de la deuda de EE. UU. en agosto de 2011.

<sup>8</sup> Utilizamos definiciones basadas en las del Tratado de Maastricht. Así, las cuentas fiscales abarcan todos los niveles de gobierno, es decir, tanto el central como los municipales y la seguridad social. La “deuda” se define como “deuda bruta”, que incluye el efectivo y los depósitos, los títulos (es decir, los bonos) y los préstamos.

<sup>9</sup> La tasa de sustitución corresponde al número de niños que da a luz cada mujer en un determinado país. Sin tener en cuenta la inmigración, la población de un país declinaría si la tasa de sustitución fuera inferior a 2 durante un periodo prolongado. Una población en declive implica una menor población de trabajadores a quienes cobrar impuestos en el futuro.

<sup>10</sup> Esto obedece principalmente a que dejan de estar vigentes disposiciones fiscales emitidas en 2001, 2003 y 2009 y prorrogadas en 2010.





CENTRAL TO AMERICA'S ECONOMY®

[STLOUISFED.ORG](http://STLOUISFED.ORG)