



*Beyond Today's Financial Headlines*

# Deuda Soberana: Una Tragedia Griega Moderna

**Dr. Fernando M. Martin**

*Economista Sénior*

*Reserva Federal de St. Louis*



CENTRAL TO AMERICA'S ECONOMY™

STLOUISFED.ORG

- *The views expressed in this presentation do not necessarily reflect official positions of the Federal Reserve Bank of St. Louis, the Federal Reserve System, or the Board of Governors.*
- *Las opiniones expresadas en esta presentación no reflejan necesariamente la posición oficial de la Reserva Federal de St. Louis, el Sistema de Reserva Federal, o la Junta de Gobernadores.*

# De Mal en Peor...

- ❑ Por segunda vez en cinco años, el mundo enfrenta una gran crisis financiera.
- ❑ La primera crisis, en 2007-08, se vio impulsada por excesiva deuda hipotecaria tomada por **personas**.
- ❑ La crisis actual es el resultado de excesiva deuda tomada por **gobiernos**.
- ❑ Un factor común en ambos episodios es el temor de que las deudas no se repaguen.

# Preguntas Clave

---

- ❑ ¿Por qué se endeudan los gobiernos?
- ❑ ¿Cuándo se vuelve la deuda una carga?
- ❑ ¿Qué ocurre cuando un país no cumple con sus obligaciones?
- ❑ ¿Cómo se metió Europa en problemas y cómo puede solucionarlos?
- ❑ ¿Qué riesgos enfrenta EE.UU. dado su alto nivel de endeudamiento?

# La Deuda Nacional

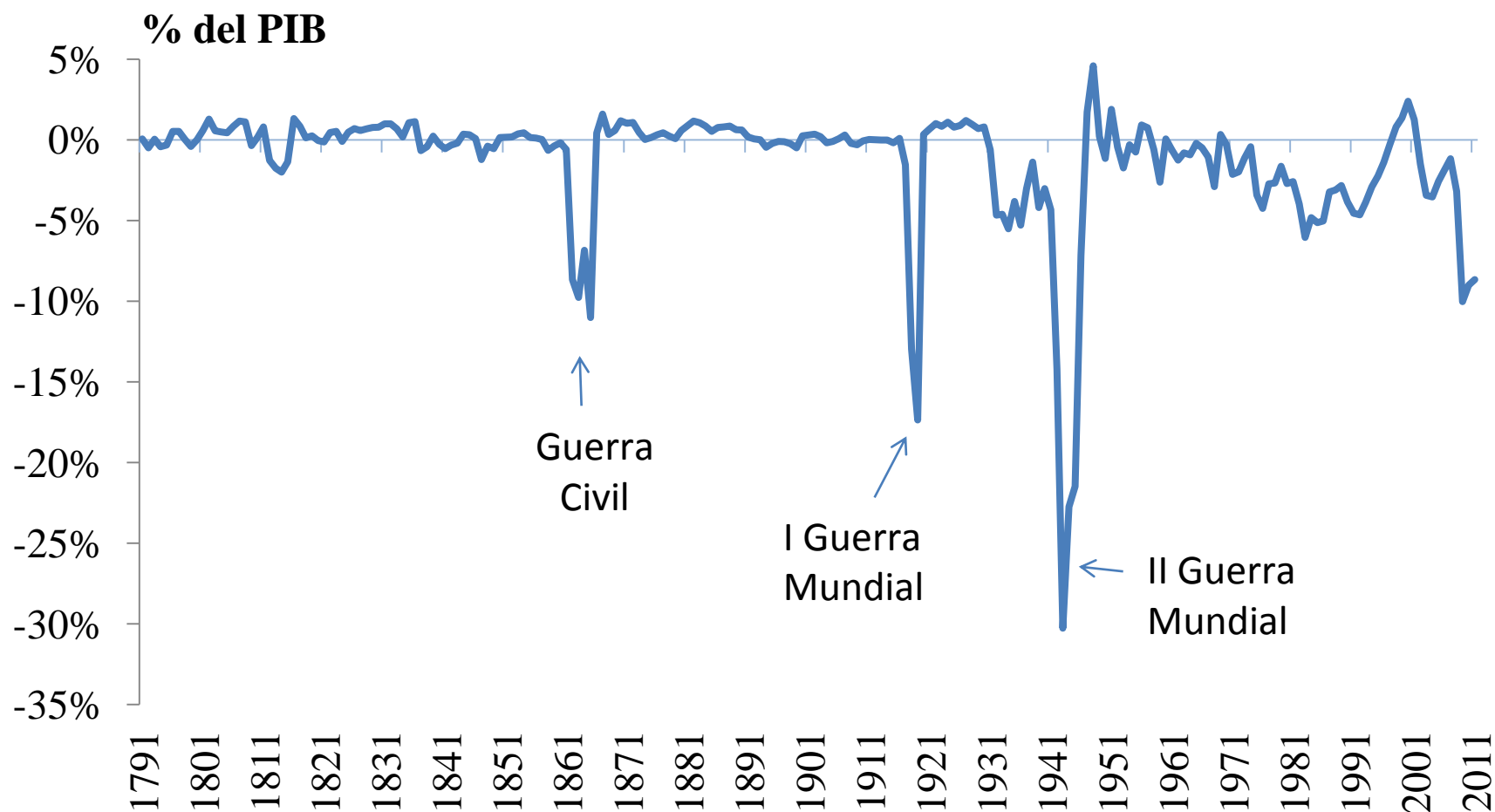
- ❑ Los gobiernos toman prestado cuando los gastos superan la recaudación fiscal.
- ❑ La brecha entre gastos e ingresos fiscales se denomina **déficit**.
- ❑ Si los ingresos fiscales son superiores al gasto, hay **superávit**.
- ❑ La **deuda** nacional es la suma de los déficit/superávit actual y pasados.

# Funciones de la Deuda Nacional

- ❑ Los países se endeudan para financiar guerras, obras públicas y otros servicios públicos.
- ❑ Una opción para financiar un aumento repentino en el gasto es subir los impuestos temporalmente.
- ❑ Mejor idea: endeudarse ahora y repagar de a poco, con impuestos permanentemente más elevados.
- ❑ La idea es similar a una hipoteca: tomar prestado mucho dinero para comprar una vivienda ahora y pagar poco a poco en el futuro.

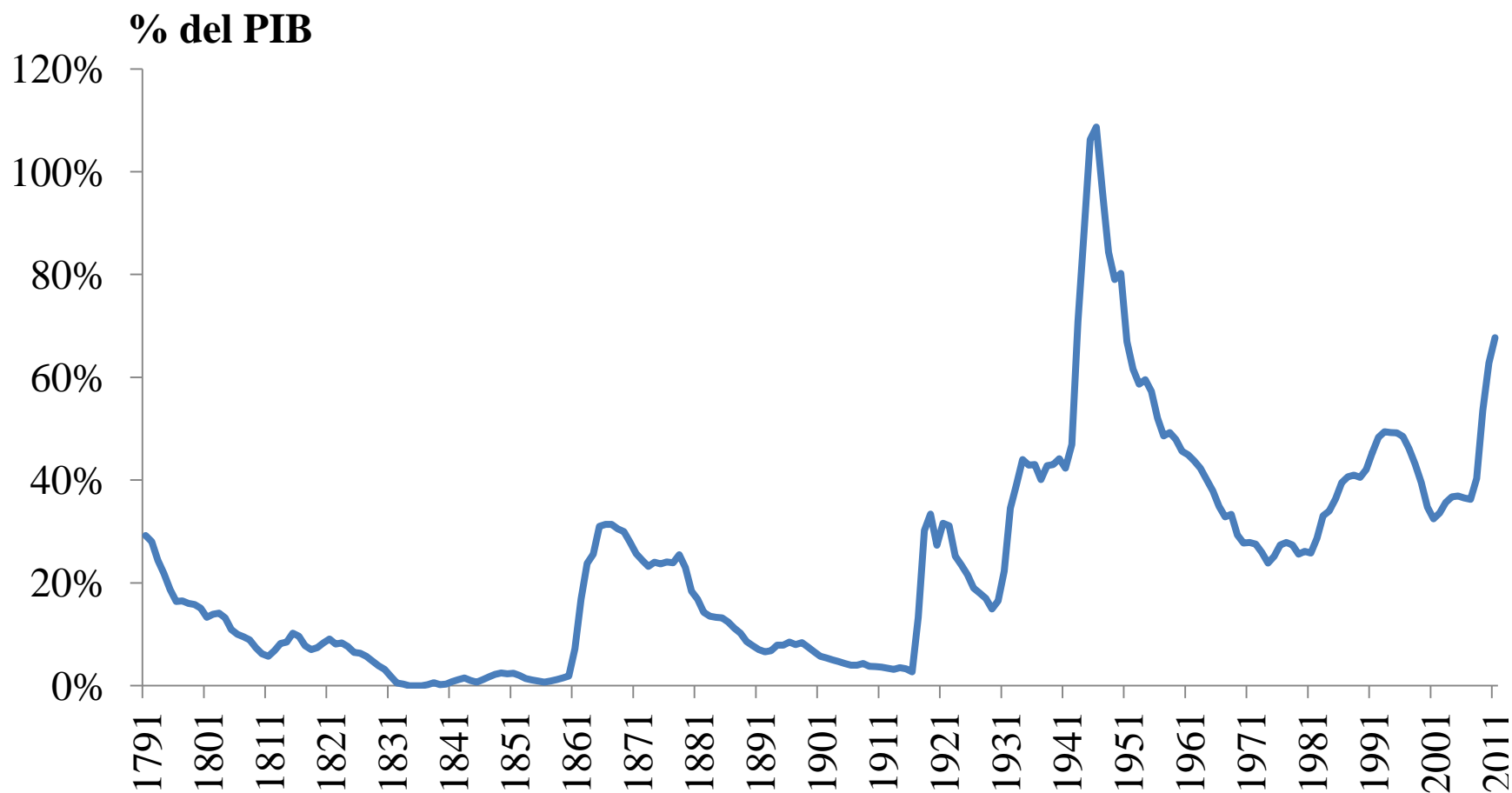
# Déficit/Superavit Fiscal en EE.UU., 1791-2011

## Las guerras son costosas



# Deuda Federal en Poder del Público, 1791-2011

La deuda alcanzó su pico en los '40.





# La Carga de la Deuda Nacional

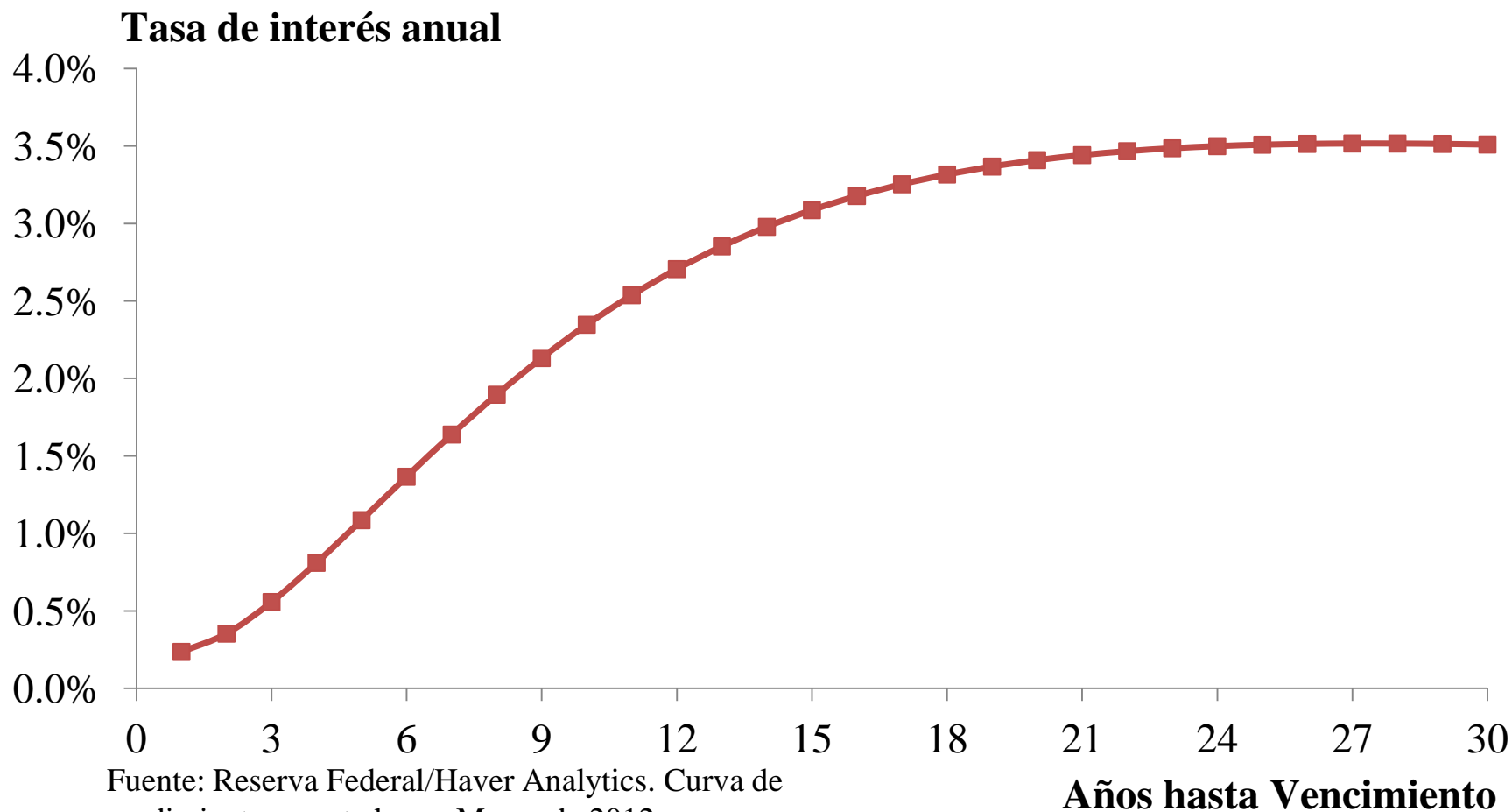
- ❑ Medir la carga de la deuda nacional es difícil.
- ❑ Los economistas miran al índice de deuda a PIB.
- ❑ Este índice mide la capacidad de pagar toda la deuda con los ingresos de un año.
- ❑ Es una medida conservadora de la carga de la deuda (por ejemplo, ignora la riqueza de la nación).
- ❑ Algunos han señalado que un índice superior a 90% es motivo de preocupación.

# Refinanciamiento de la Deuda

- ❑ Normalmente, los países refinancian/renuevan su deuda cuando llega la fecha de pago.
- ❑ Refinanciar la deuda significa pagar deuda antigua mediante la emisión de nueva deuda.
- ❑ ¡Los acreedores deben estar dispuestos a ello!  
**Riesgo de refinanciamiento.**
- ❑ La tasa de interés que se paga depende del plazo de vencimiento de la deuda.

# Curva de Rendimiento de la Deuda

El rendimiento se incrementa con el plazo



Fuente: Reserva Federal/Haver Analytics. Curva de rendimiento reportadas en Marzo de 2012.

# El Encanto de la Deuda a Corto Plazo

- ❑ Los gobiernos se endeudan a corto plazo para aprovechar las menores tasas de interés.
- ❑ Pero el refinanciamiento es más frecuente; por lo tanto, aumenta el riesgo de refinanciamiento.
- ❑ Los inversores pueden considerar que el gobierno no cumplirá con sus obligaciones.
- ❑ En cuyo caso, se rehúsan a refinanciar la deuda o requieren una tasa de interés alta para hacerlo.

# Cesación de Pagos

- ❑ La carga de la deuda no siempre es un buen predictor del incumplimiento de pagos.
- ❑ Brasil y México incumplieron pagos a principios de los '80, con índices de deuda a PIB alrededor del **50%**.
- ❑ En la actualidad, el índice de deuda a PIB de Japón supera el **200%**.
- ❑ Lo que importa es la percepción que se tenga sobre la **voluntad** de un país de pagar su deuda.

# Consecuencias de la Cesación de Pagos

---

- ❑ El círculo se cierra: en Grecia del siglo IV A.C., 10 de 13 municipios no cumplieron con deudas contraídas con el Templo de Delfos.
- ❑ Un país que no cumple con sus pagos pierde acceso a los mercados de capitales.
- ❑ Aumenta el costo del financiamiento en el futuro.
- ❑ Se reduce el crecimiento del producto.

# Riesgo de Cesación de Pagos en Europa

- ❑ Si bien incumplir el pago de la deuda soberana no es nada nuevo, no ha ocurrido en un país desarrollado desde la década de los '40.
- ❑ Por ello, la actual crisis financiera en Europa ha causado gran consternación.
- ❑ Sin embargo, los países europeos han tenido altos índices de deuda a PIB durante décadas.
- ❑ Entonces, ¿por qué surgió esta crisis ahora?

# La Creación de la Union Europea

- ❑ Después de la Segunda Guerra Mundial, Europa hizo lo posible para que nunca más se librara otra guerra en su territorio.
- ❑ Desde principios de los '50, la región se ha ido integrando política y económicamente.
- ❑ Este proceso incluyó la meta de una moneda única, es decir, una **unión monetaria**.
- ❑ Por el contrario, una **unión fiscal** nunca fue considerada seriamente.



# El Tratado de Maastricht y el Nacimiento del Euro

- ❑ **Tasa de interés a largo plazo:** dentro de 2 puntos porcentuales del promedio de los tres miembros de la UE con la inflación más baja.
- ❑ **Inflación:** dentro de 1.5 puntos porcentuales del promedio de los tres miembros de la UE con mejor desempeño.
- ❑ **Tipo de cambio:** participación en el Mecanismo de Tasas de Cambio durante dos años consecutivos y sin devaluación de la moneda.

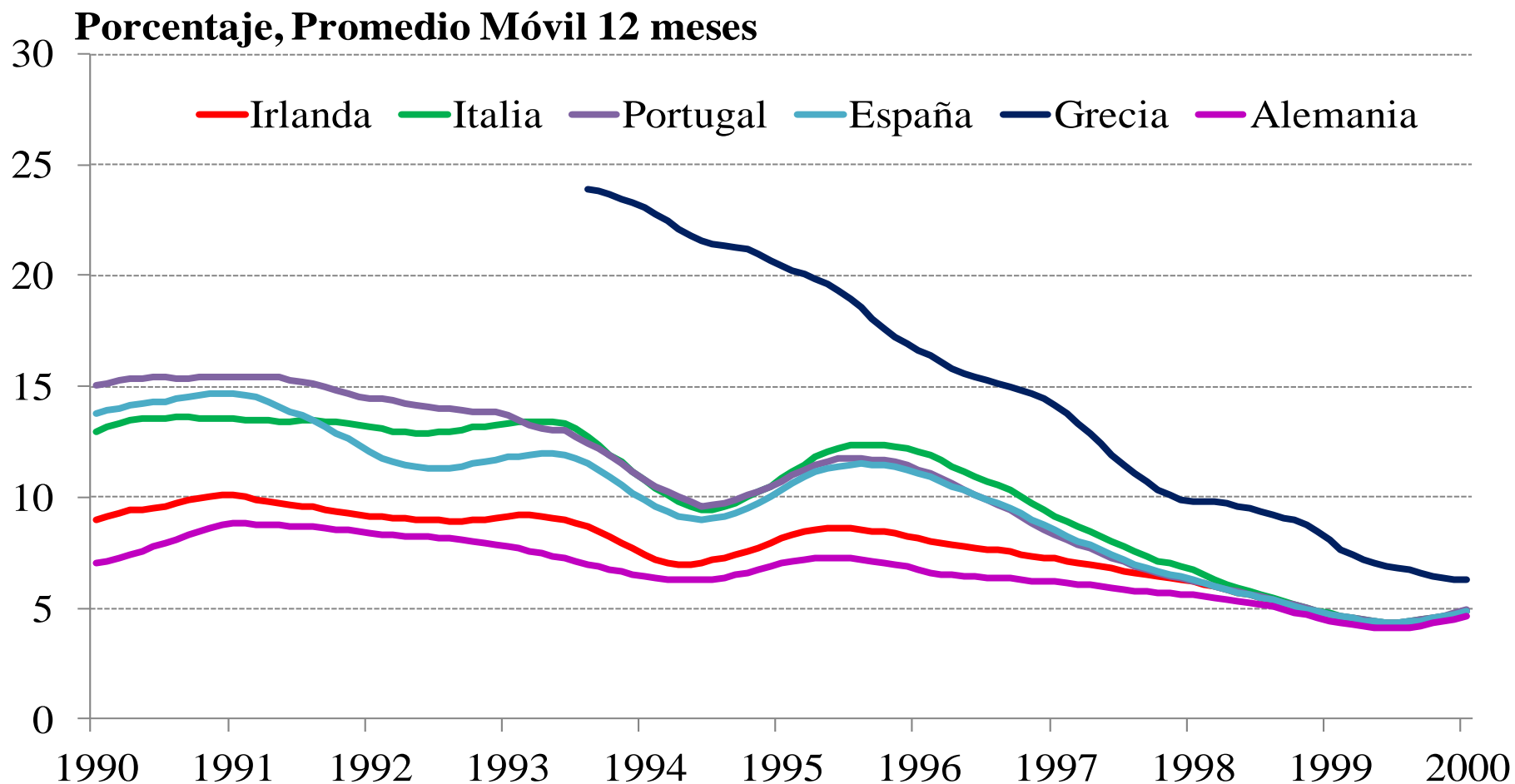
# Pacto de Estabilidad y Crecimiento de 1997

---

- ❑ **Déficit:** índice de déficit a PIB no superior al 3% al cierre del ejercicio fiscal anterior.
- ❑ **Deuda:** índice de deuda a PIB no superior al 60% al cierre del ejercicio fiscal anterior.

# Tasas de Interés de Largo Plazo: 1990-2000

Los mercados percibieron la deuda europea como equivalente



Fuente: DG II/Statistical Office European Communities/ Haver.

# Un Fallo en el Diseño

- ❑ Una inquietud en los '90 fue cómo encarar la secesión o expulsión de un país de la UE/UEM.
- ❑ Muchos expresaron la necesidad de que el Tratado de Maastricht estableciera planes de contingencia para estos casos.
- ❑ Por razones políticas, esto ni siquiera llegó a plantearse.
- ❑ ¡No se puede hablar de divorcio en la noche de boda!

# El Ingreso de Grecia a la UEM

- ❑ Grecia obtuvo el ingreso en el año 2000, efectivo en enero de 2001.
- ❑ En 1998, se le negó el ingreso debido a:
  1. Alta inflación (5.4%)
  2. Grandes déficits presupuestales (alrededor de 6.0% del PIB)
  3. Alta tasa de interés a largo plazo (9.9%)
  4. No participaba en el Mecanismo de Tasas de Cambio.
- ❑ En el año 2000, el índice de déficit primario a PIB de Grecia ascendía al **3.7%** y su índice de deuda a PIB era enorme: **103%**.

# Los Grandes Shocks: Grecia...

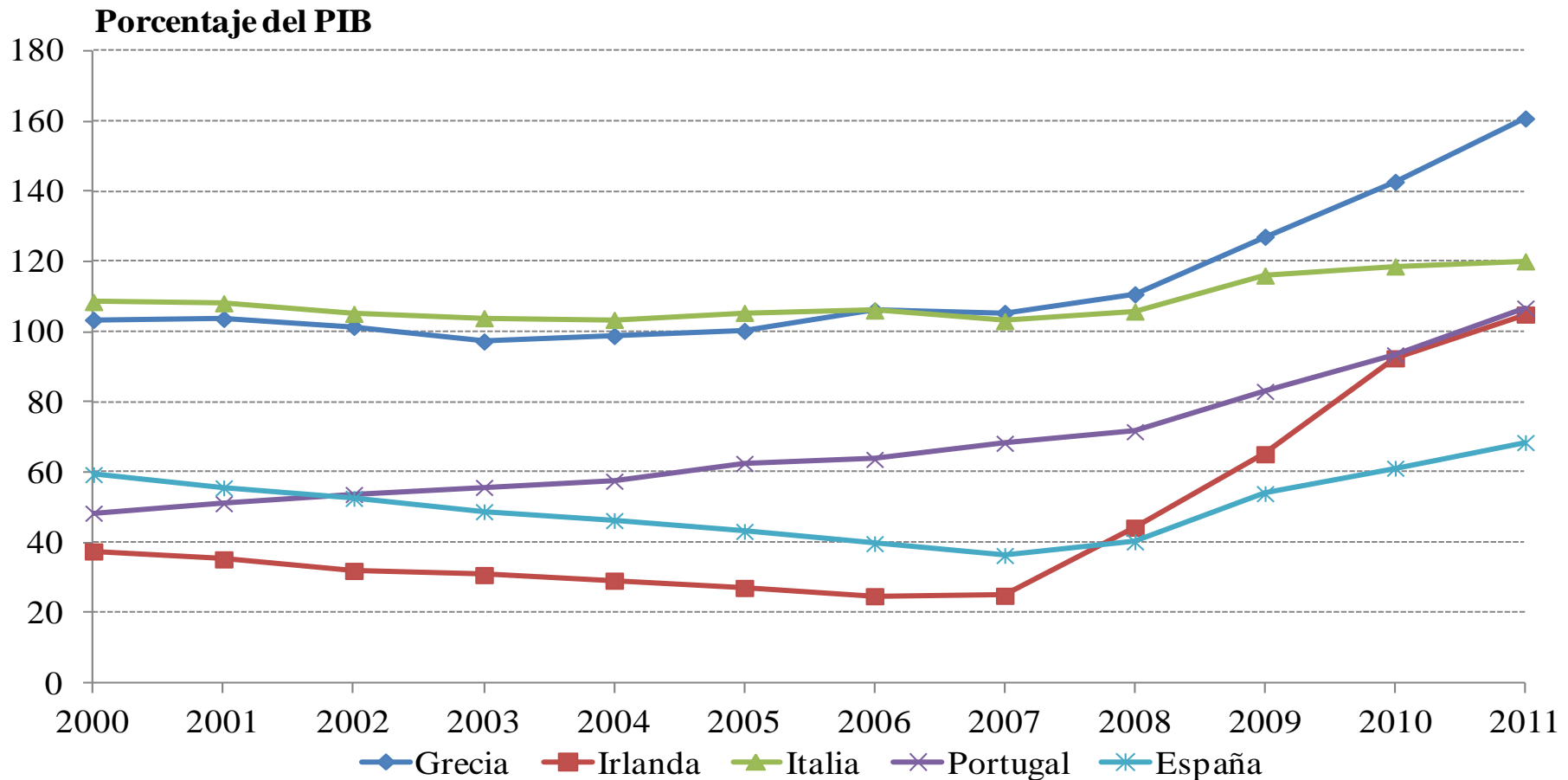
- ❑ A pesar de su pobre situación fiscal, con el ingreso a la UEM, Grecia comenzó a pagar la misma tasa de interés sobre su deuda que Alemania.
- ❑ En el verano de 2009, un nuevo gobierno asumió el poder en Grecia.
- ❑ Por ese entonces, el gobierno griego declaraba un índice de déficit a PIB por debajo del **4%**.
- ❑ En realidad ¡rozaba el **16%**!

## ...e Irlanda

- ❑ Por su parte, Irlanda incurrió en un gran costo fiscal al rescatar a su sistema bancario durante la crisis de 2008.
- ❑ En 2007, el índice de deuda a PIB de Irlanda ascendía a apenas el **25%** y su déficit era **cero**.
- ❑ Para el 2010, el índice de deuda a PIB de Irlanda alcanzó casi el **100%** y su índice de déficit a PIB superó el **30%**.
- ❑ Estos shocks despertaron temores de incumplimiento de pago de la deuda soberana.

# Índice de Deuda a PIB, 2000-2011

## La deuda aumenta en forma alarmante



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook Database, Abril 2012.

NOTA: Datos para 2011 para Grecia y Portugal son predicciones.

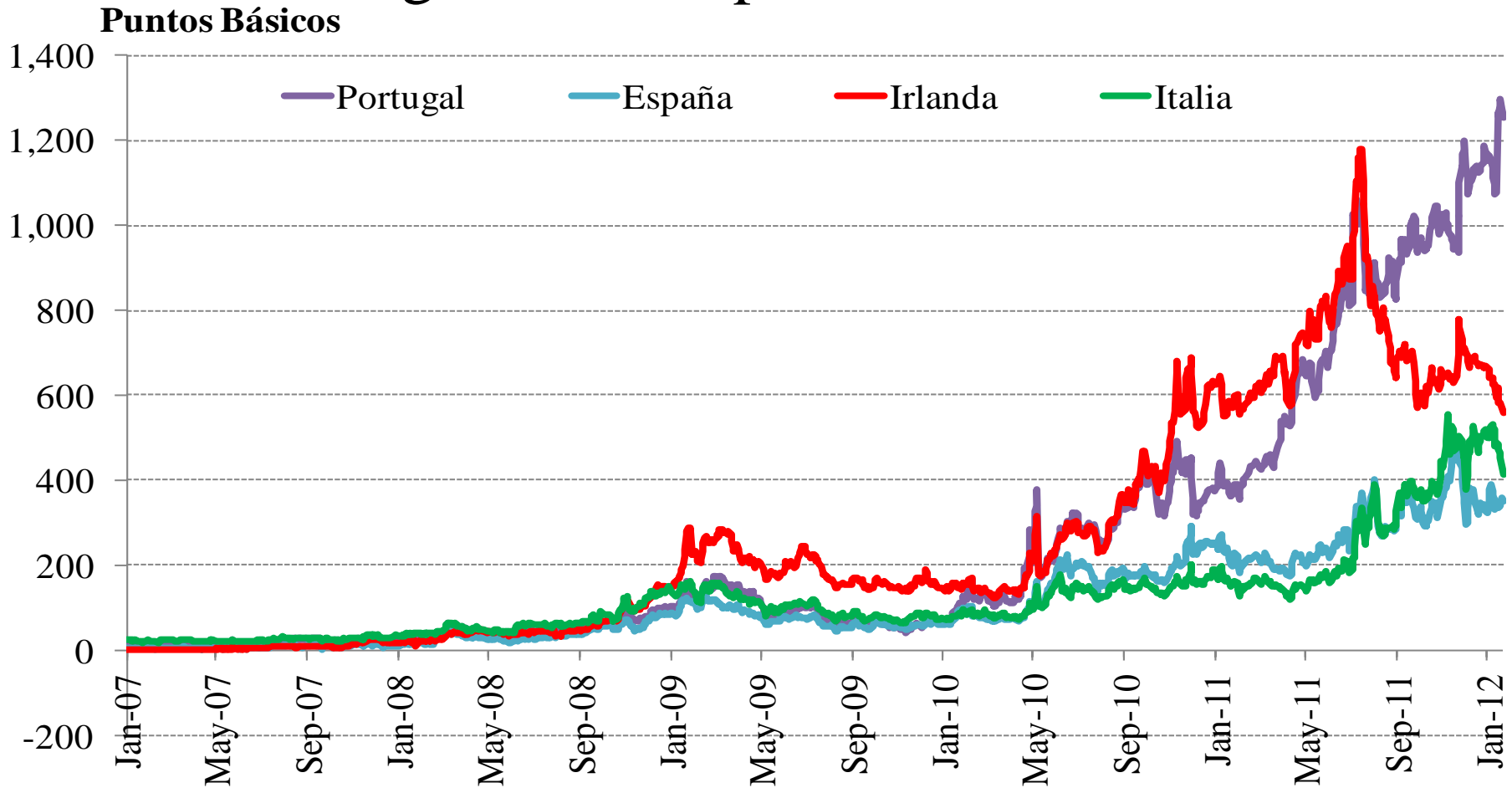


# Los Mercados Reaccionan

- ❑ Los mercados dejaron de considerar la deuda italiana, griega, portuguesa, irlandesa y española como equivalentes a los bonos alemanes.
- ❑ Las tasas de interés sobre la deuda soberana aumentaron para compensar el mayor riesgo de incumplimiento.
- ❑ Entre enero de 2008 y enero de 2012, la diferencia de las tasas de interés entre la deuda griega y la alemana se incrementó **3,300 puntos básicos**.

# Diferenciales de Rendimiento con el Bono Alemán a 10 años

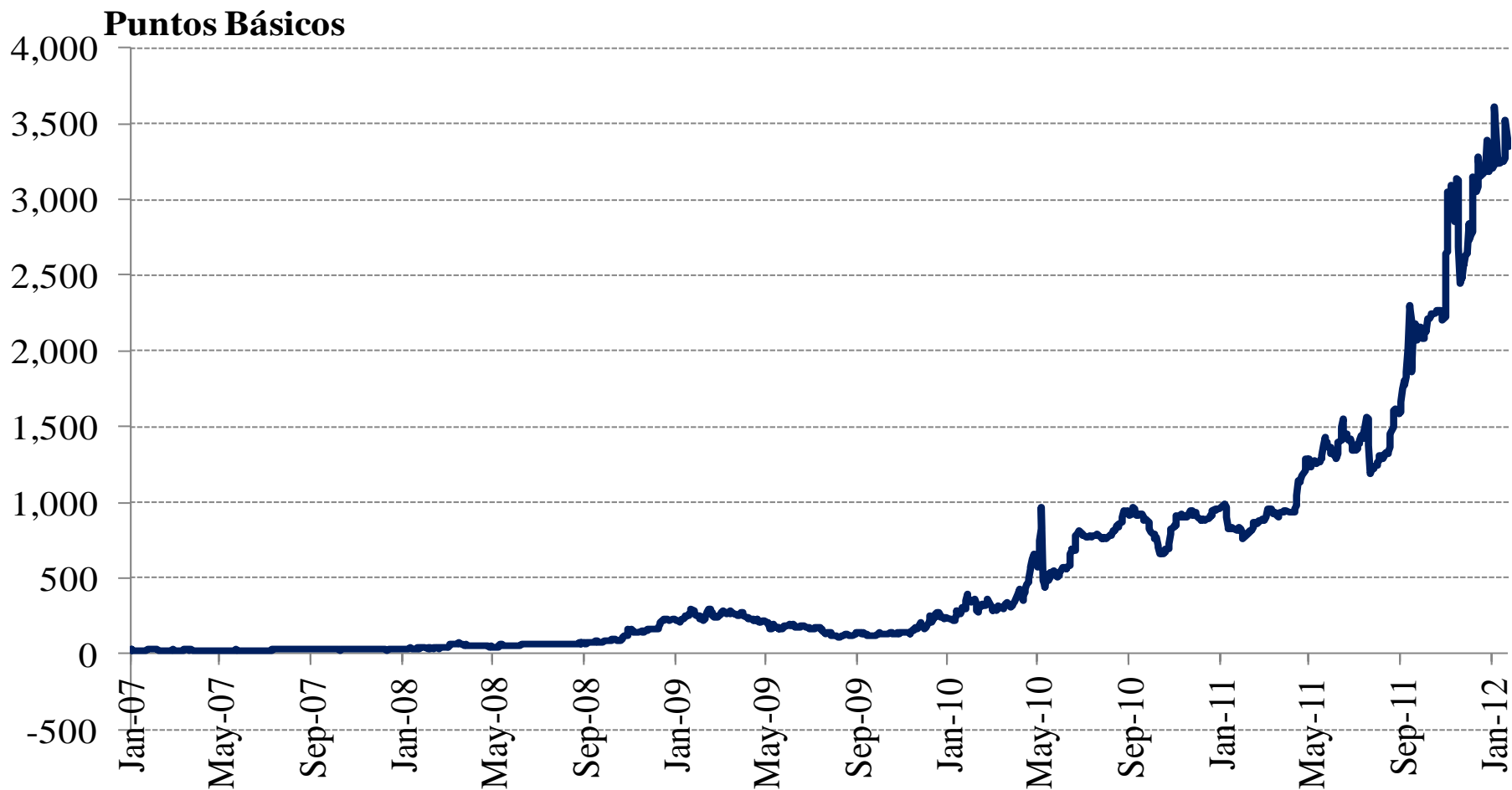
## El riesgo de incumplimiento es costoso



Fuente: Reuters/Haver Analytics

# Diferenciales de Rendimiento con el Bono Alemán a 10 años

## El riesgo griego está fuera de escala



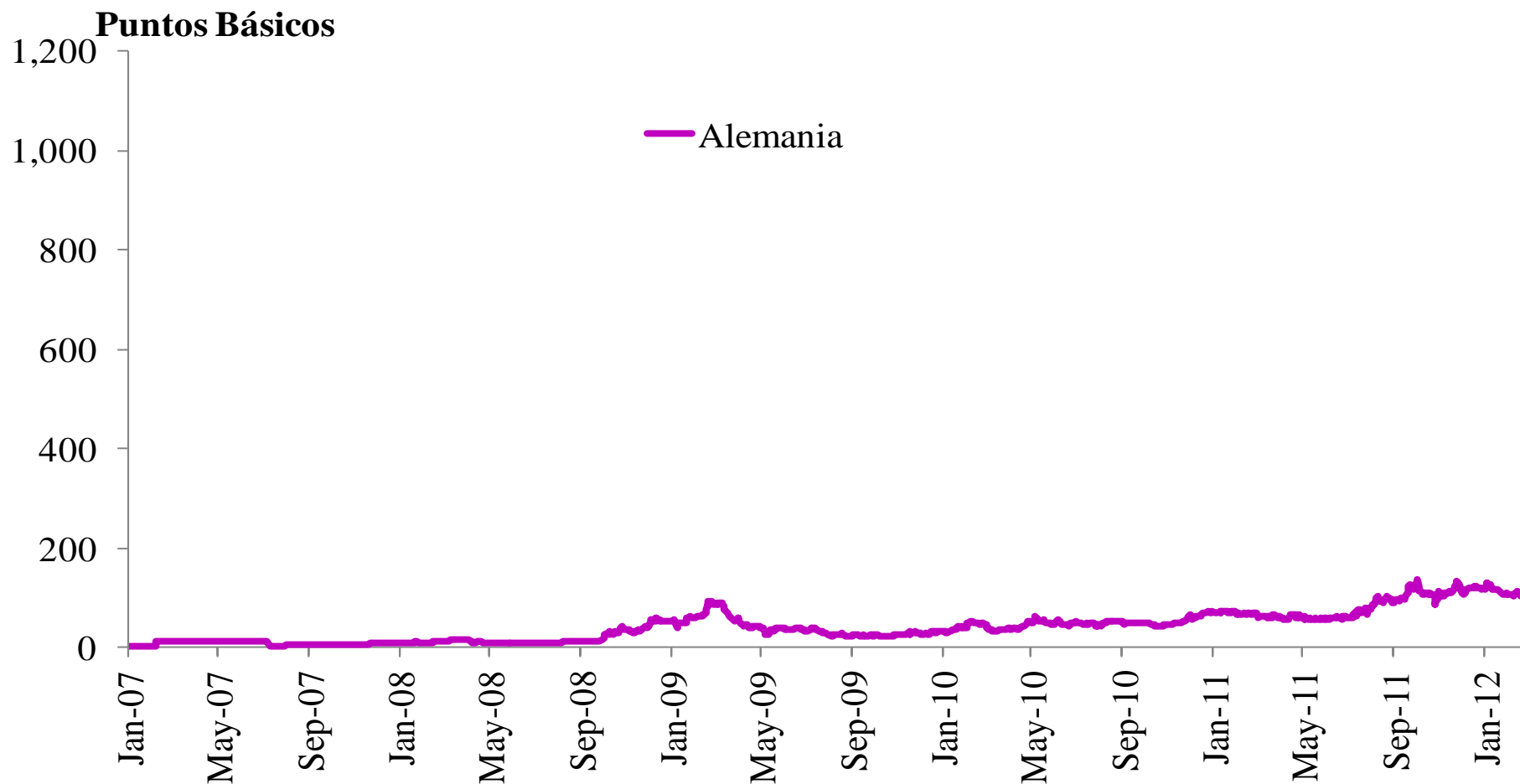
Fuente: Reuters/Haver Analytics

# Los Precios de CDS Reflejan un Mayor Riesgo de Incumplimiento

- ❑ Los tenedores de deuda pueden asegurarse comprando swaps de incumplimiento de deuda (**CDS**, por sus siglas en inglés).
- ❑ En caso de incumplimiento, el vendedor del CDS paga al comprador el valor de la deuda impaga.
- ❑ El precio exigido por el vendedor de un CDS refleja la probabilidad de incumplimiento.
- ❑ Cuanta más alta sea la probabilidad de incumplimiento, mayor será el precio del seguro.

# Precios de CDS sobre Deuda Soberana a 10 años

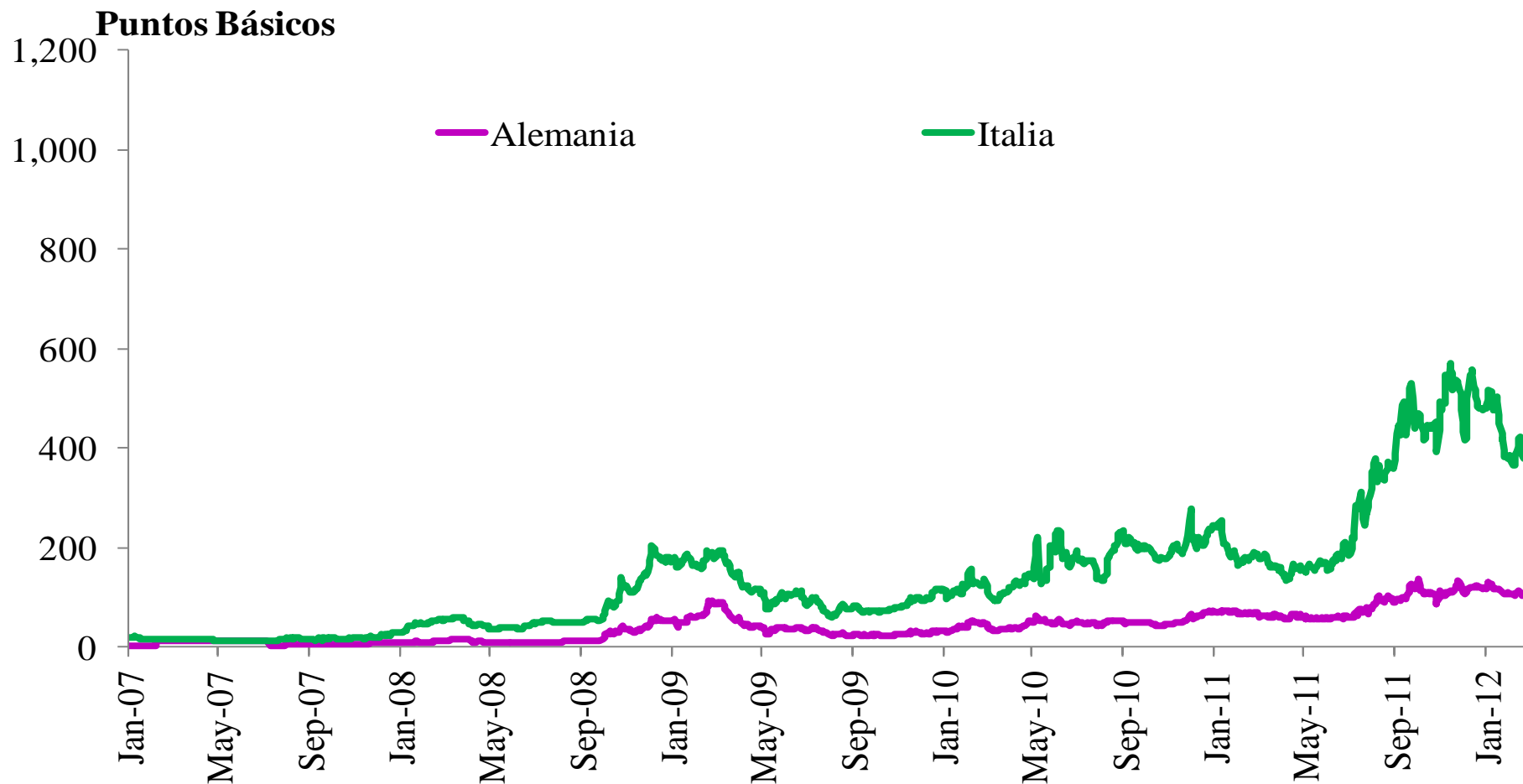
Los precios aumentaron dramáticamente



Fuente: Bloomberg

# Precios de CDS sobre Deuda Soberana a 10 años

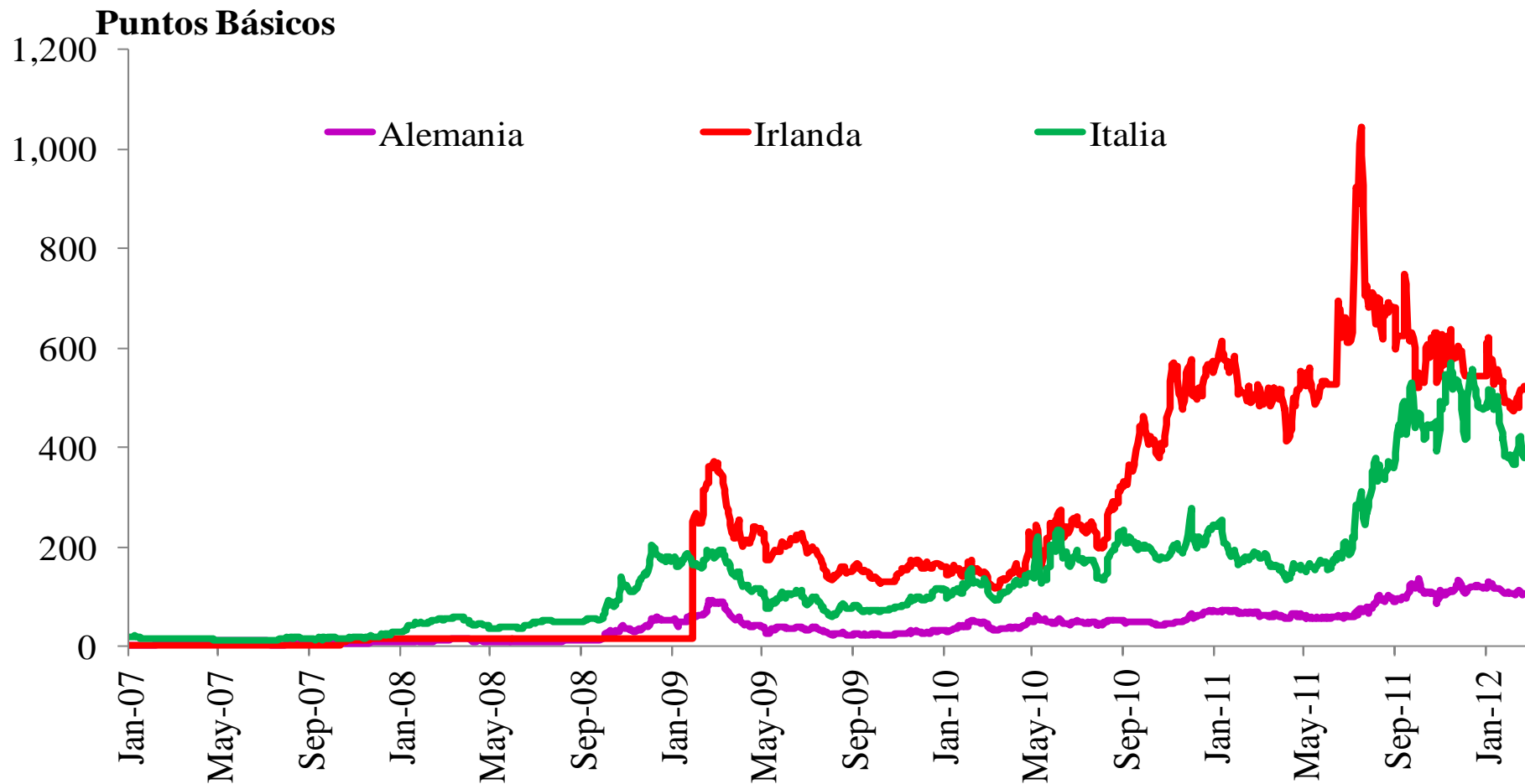
## Los precios aumentaron dramáticamente



Fuente: Bloomberg

# Precios de CDS sobre Deuda Soberana a 10 años

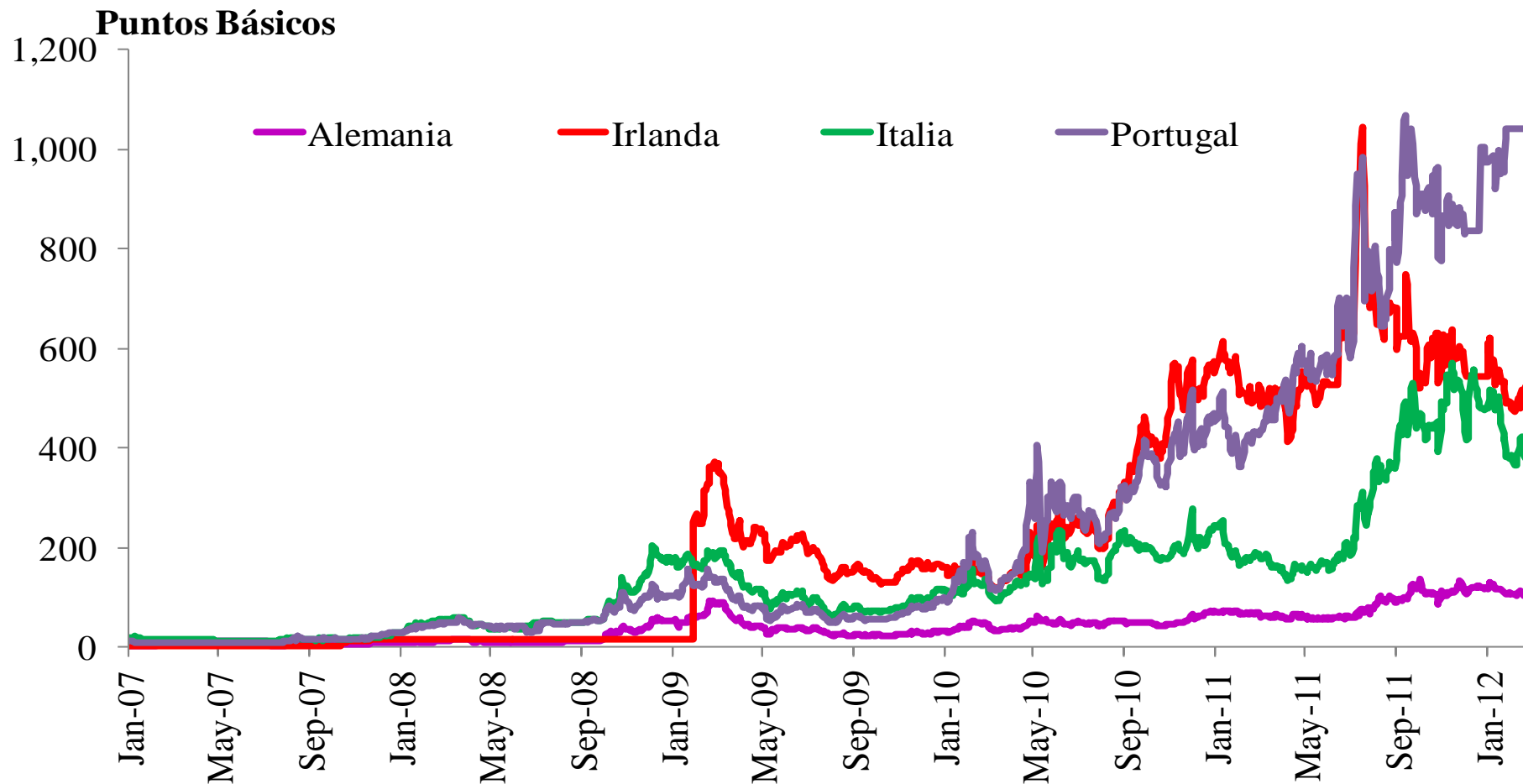
## Los precios aumentaron dramáticamente



Fuente: Bloomberg

# Precios de CDS sobre Deuda Soberana a 10 años

## Los precios aumentaron dramáticamente

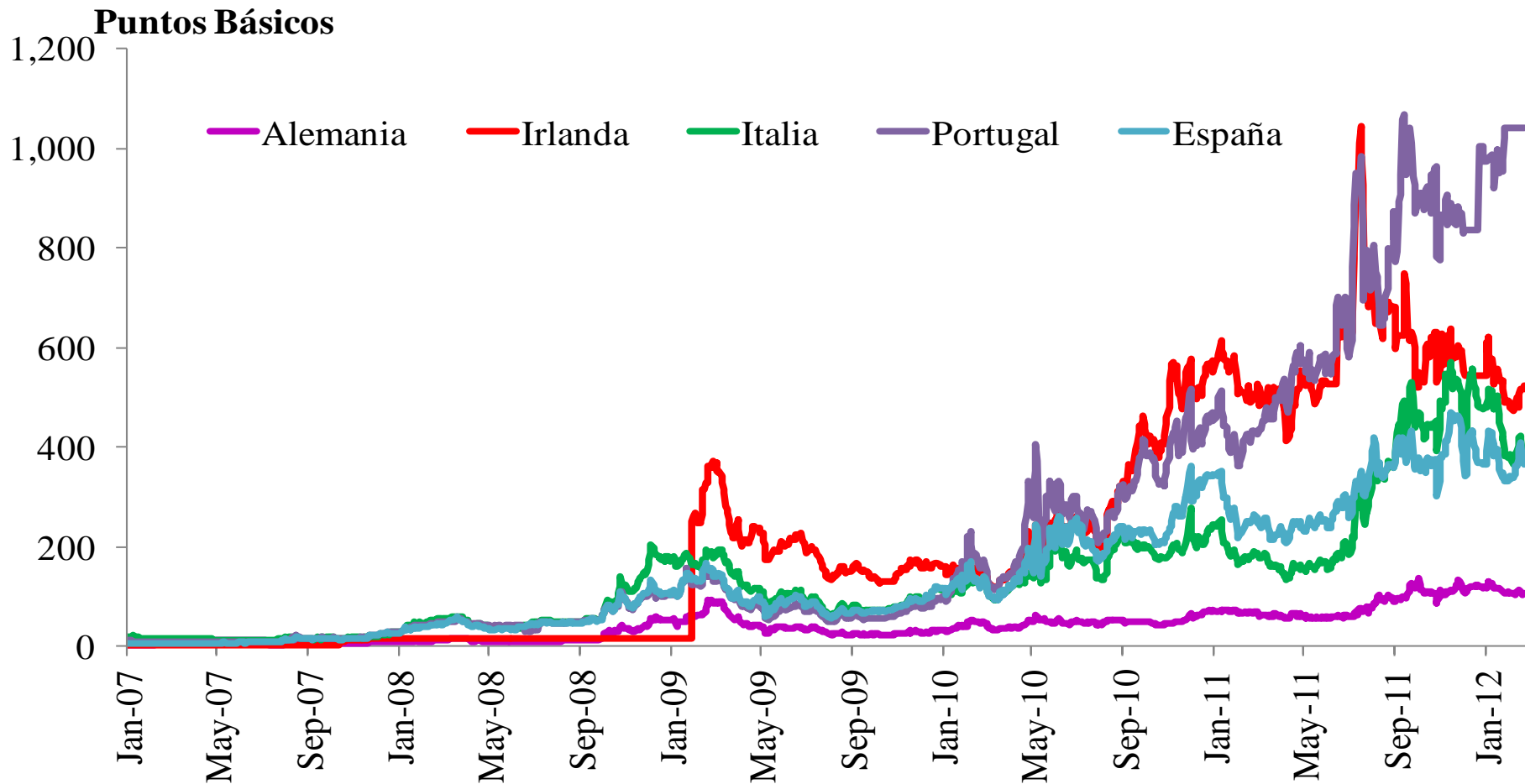


Fuente: Bloomberg



# Precios de CDS sobre Deuda Soberana a 10 años

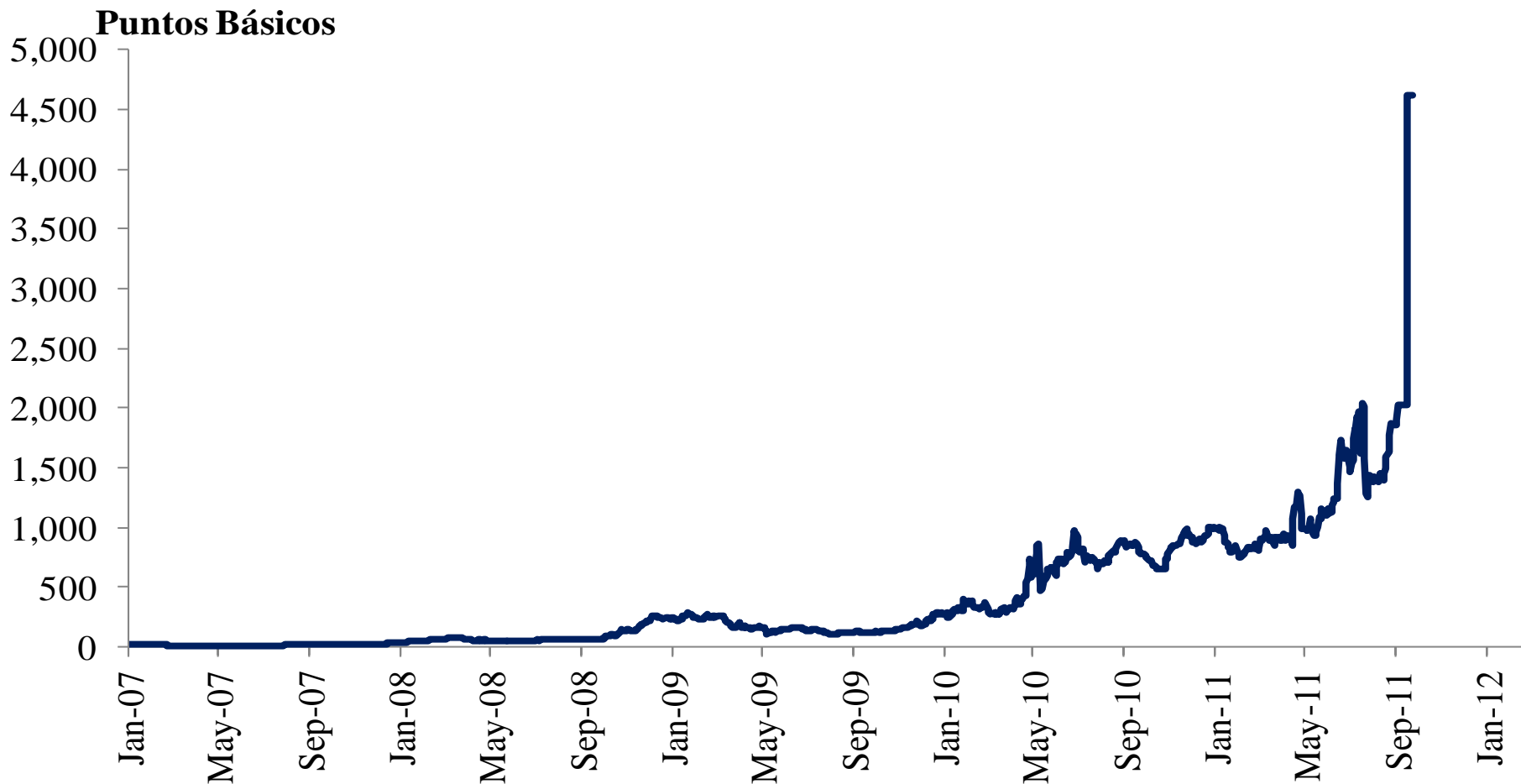
## Los precios aumentaron dramáticamente



Fuente: Bloomberg

# Precios de CDS sobre Deuda Soberana a 10 años

## CDS para Grecia dejaron de negociarse



Fuente: Bloomberg

# Medidas de Austeridad

- ❑ Los gobiernos de Grecia e Irlanda implementaron medidas de austeridad impopulares para remediar los problemas fiscales.
- ❑ El déficit con respecto al PIB de Grecia cayó del **16%** en 2009 al **9%** en 2011.
- ❑ El de Irlanda disminuyó de un máximo de **31%** en 2010 al **13%** en 2011.
- ❑ Esto ha generado una enorme agitación social.

# La Respuesta de la UE

- ❑ En mayo de 2010, la UE y el FMI aportaron **€750 billones** para mitigar los problemas de refinanciamiento.
- ❑ Los que más aportaron fueron Alemania (**€120 billones**) y Francia (**€90 billones**).
- ❑ Los bancos alemanes poseían el **8%** (€24 billones) de la deuda griega, y los bancos franceses mantenían alrededor del 5% (€15 billones).
- ❑ Los líderes de la UE temían que un incumplimiento de pago de las deudas griega e irlandesa instigara un retiro masivo de depósitos de sus propios bancos.

# La Mecha del Polvorín

- ❑ Grecia, Irlanda y Portugal son países pequeños. Italia y España son la amenaza real.
- ❑ Italia tiene cerca de **€2 trillones** en deuda pendiente de pago, la mitad de ella externa.
- ❑ Italia necesita refinanciar más de **€300 billones** de deuda en 2012, ¡un monto mayor que toda la deuda griega!
- ❑ De manera similar, la deuda de España ha alcanzado alrededor de **€735 billones**; €175 billones vencen en menos de un año.

# Un Difícil Camino Fiscal por Delante

- ❑ Varias opciones poco atractivas: aumentar los impuestos, reducir el gasto o imprimir dinero
- ❑ El sufrimiento asociado con estas medidas recae en grupos diferentes y esto genera conflicto político.
- ❑ El conflicto político:
  1. demora la corrección de la situación fiscal.
  2. reduce la confianza de los inversores.

# La UE toma más Medidas

- ❑ Se hizo evidente en 2011 que la ronda inicial de asistencia no sería suficiente para aliviar los problemas de deuda en Italia y España.
- ❑ La UE aportó **€340 billones** adicionales.
- ❑ En diciembre de 2011, el BCE inyectó **€1 trillón** de liquidez en el sistema bancario.
- ❑ Ambas medidas calmaron a los mercados hasta hace poco tiempo.

# El Canje de Bonos Griegos

- ❑ En marzo de 2012, el 80% de los acreedores privados de Grecia acordaron un canje de bonos.
- ❑ La reestructuración de deuda reducirá las obligaciones en **€100 billones**.
- ❑ En efecto, los griegos no cumplieron con el pago de la mitad de la deuda elegible para el canje.
- ❑ Esto desencadenó el pago de CDS debido a que algunos acreedores fueron obligados a aceptar la reestructuración de deuda.



# La Situación de EE.UU.

- ❑ El déficit fiscal de los EE.UU. pasó de **1.2%** del PIB en 2007 al **8.7%** en 2011.
- ❑ La deuda federal pasará de un **68%** del PIB en 2011 a un máximo estimado de **76%** en 2013.
- ❑ La **deuda bruta** de los EE.UU. ha superado el **90%**.
- ❑ Los déficits se deben tanto a mayores gastos como a menores ingresos fiscales.

# Fuga hacia la Calidad

- ❑ Pese a los grandes aumentos de la deuda y el déficit, los rendimientos de los bonos americanos se han mantenido muy bajos.
- ❑ A medida en que los inversores se han ido alejando de activos privados problemáticos (por ejemplo, las hipotecas) y deuda soberana riesgosa, se ha disparado la demanda de los títulos del Tesoro de los EE.UU.
- ❑ Esta no es razón para estar confiados: la situación fiscal de EE.UU. conlleva un riesgo considerable.

# La Moraleja de esta Tragedia

- ❑ La capacidad de tomar prestado para financiar el gasto corriente tiene muchas ventajas.
- ❑ Algunos ejemplos:
  1. La Segunda Guerra Mundial
  2. La red de autopistas interestatal

# La Moraleja de esta Tragedia

- ❑ Tomar prestado es seductor: las gratificaciones son inmediatas mientras que el dolor se posterga.
- ❑ Es muy tentador tomar prestado para obtener ganancias a corto plazo mientras se resta importancia a los costos futuros.
- ❑ En consecuencia, la carga de la deuda puede aumentar a niveles insostenibles, lo que conduce a crisis y austeridad.
- ❑ Esta es la tragedia de la deuda soberana.