

# Crisis de deuda soberana

Facultad de Ciencias Económicas, UBA

Martin Guzman (Columbia University - UBA - UNLP)

13 de diciembre de 2017

- ¿Qué son las crisis de deuda soberana?

## External sovereign defaults since 1800

Selected countries (number of defaults)

July 31st 2014



Source: Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff

\*Data from 1960

Economist.com/graphicdetail

- ¿Por qué ocurren?
- ¿Qué consecuencias tienen?
- ¿Cómo se resuelven?
  - Reestructuración de deuda soberana

- ¿Por qué ocurren?
- ¿Qué consecuencias tienen?
- ¿Cómo se resuelven?
  - Reestructuración de deuda soberana

- ¿Por qué ocurren?
- ¿Qué consecuencias tienen?
- ¿Cómo se resuelven?
  - Reestructuración de deuda soberana

- Tipo de deuda: bono o préstamo
- Plazo
- Moneda
- Múltiples cláusulas legales
- Jurisdicción
  - Determina el precio de la deuda (tasa de interés)
  - Prima de riesgo incluida en la tasa de interés reconoce la posibilidad de no repago de la deuda

- Tipo de deuda: bono o préstamo
- Plazo
- Moneda
- Múltiples cláusulas legales
- Jurisdicción
  - Determina el precio de la deuda (tasa de interés)
  - **Prima de riesgo** incluida en la tasa de interés reconoce la **posibilidad de no repago de la deuda**

- El objetivo central de una reestructuración de deuda es recuperar la **sostenibilidad** de la deuda
- ① ¿Qué es la sostenibilidad de la deuda?
- ② ¿Por qué recuperar la sostenibilidad de la deuda es el objetivo central de una reestructuración?

- El objetivo central de una reestructuración de deuda es recuperar la **sostenibilidad** de la deuda
- 1 ¿Qué es la sostenibilidad de la deuda?
- 2 ¿Por qué recuperar la sostenibilidad de la deuda es el objetivo central de una reestructuración?

- El objetivo central de una reestructuración de deuda es recuperar la **sostenibilidad** de la deuda
- ① ¿Qué es la sostenibilidad de la deuda?
- ② ¿Por qué recuperar la sostenibilidad de la deuda es el objetivo central de una reestructuración?

- Definición estándar del concepto: satisfacción de la condición de transversalidad del gobierno



$$Deuda(t) = VP \text{ superavits primarios}$$

- Pero...

- 1 Definir *sostenibilidad* solamente como la satisfacción de la restricción intertemporal de presupuesto puede estar violando otros principios necesarios para el correcto funcionamiento de los mercados internacionales de deuda
  - Ejemplo: principios aprobados por la Asamblea General de las Naciones Unidas en 2015: tratamiento equitativo de acreedores, buena fe, soberanía, etc.
- 2 La definición de sostenibilidad es ambigua
  - Cualquier relación deudor-acreedor que incluya la prima de riesgo que corresponde a las probabilidades de default percibidas ex-ante podría ser llamada “sostenible”

- 1 Definir *sostenibilidad* solamente como la satisfacción de la restricción intertemporal de presupuesto puede estar violando otros principios necesarios para el correcto funcionamiento de los mercados internacionales de deuda
  - Ejemplo: principios aprobados por la Asamblea General de las Naciones Unidas en 2015: tratamiento equitativo de acreedores, buena fe, soberanía, etc.
- 2 La definición de sostenibilidad es ambigua
  - Cualquier relación deudor-acreedor que incluya la prima de riesgo que corresponde a las probabilidades de default percibidas ex-ante podría ser llamada “sostenible”

- Sostenibilidad de la deuda pública como condición necesaria para la recuperación del nivel de actividad

- Sostenibilidad fiscal  $\neq$  sostenibilidad externa

- 1 Modelo para proyecciones sobre capacidad de repago
  - Endógena
- 2 Definición de restricciones relevantes
- 3 Supuestos sobre distribuciones de shock relevantes

- Objetivos de un marco para resolver quiebras:
  - 1 Eficiencia ex-ante (evaluación de riesgos, toma de riesgos)
  - 2 Eficiencia ex-post (eficiencia en el proceso de reestructuración)
    - Equilibrio de mercado caracterizado por fallas (de coordinación y negociación)
    - Esas fallas explican por qué no se puede dejar a los mercados solos para resolver las crisis de deuda
- Deuda soberana: alineación de marcos para endeudamiento a objetivos del desarrollo

- No existe un mecanismo legal multinacional para resolver crisis de deudas soberanas
- Resultados:
  - 1 Las quitas de deuda vienen en la forma de “demasiado poco”
  - 2 Las reestructuraciones ocurren “demasiado tarde”
  - 3 Hay riesgo de fondos buitres que pueden impedir finalizar una reestructuración

$t$	3	4	5	6	7
<b>Fracción</b>	0.497	0.525	0.553	0.575	0.6

- **Fracción:** denota la fracción de reestructuraciones con acreedores privados (bonistas y préstamos bancarios) seguidas de otra reestructuración o default dentro de  $t$  años

- Argentina hizo default en 2001
- Dos rondas de reestructuración: 2005 y 2010
  - 92.4% de aceptación

- Argentina hizo default en 2001
- Dos rondas de reestructuración: 2005 y 2010
  - 92.4% de aceptación



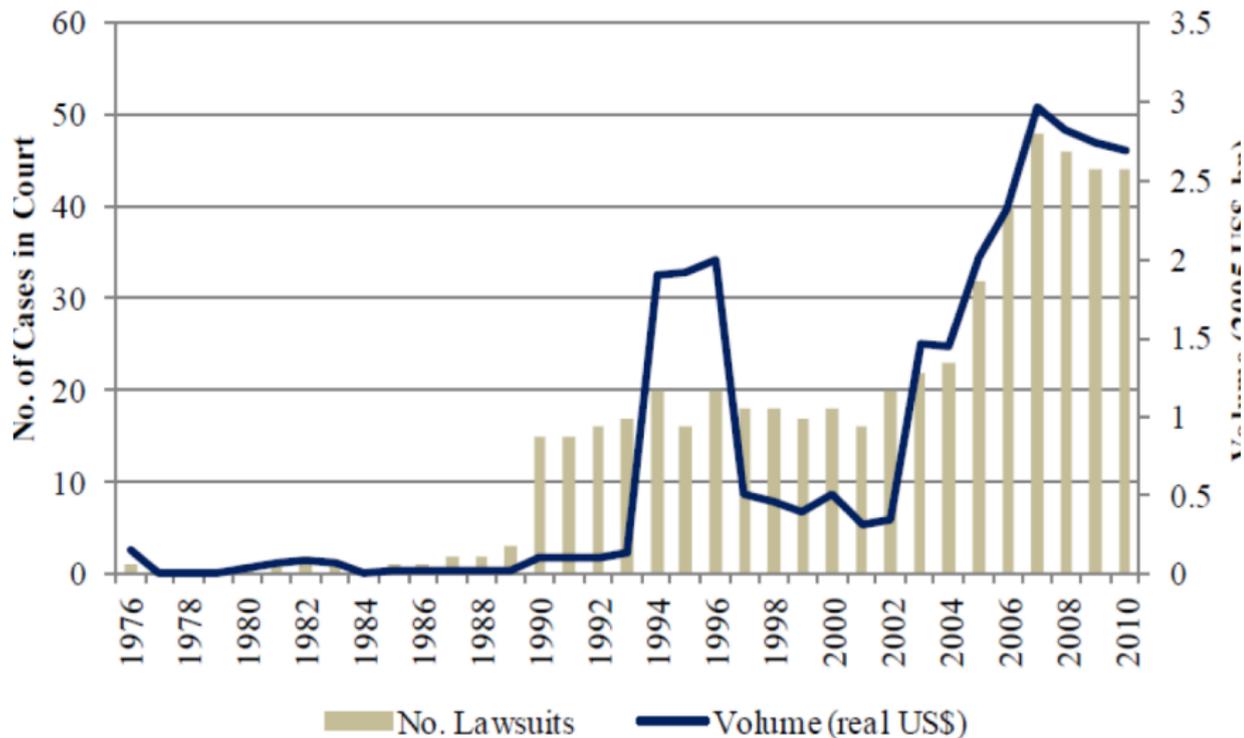
- 1% litiga en juzgados de Nueva York (bonos comprados mayoritariamente luego del default)
- Fallo del juez Griesa: interpretación peculiar de la cláusula *pari passu* → Victoria buitre
  - República Argentina clasificada por la justicia estadounidense como “deudor recalcitrante”
- Finalización de la disputa con el acuerdo de marzo de 2016
  - NML Capital (buitre litigante) obtiene retorno = 1270 %

*The injunctions, once appropriate to address the Republic's recalcitrance, can no longer be justified. Significantly changed circumstances have rendered the injunctions inequitable and detrimental to the public interest. (Juez T. Griesa, Febrero de 2016)*

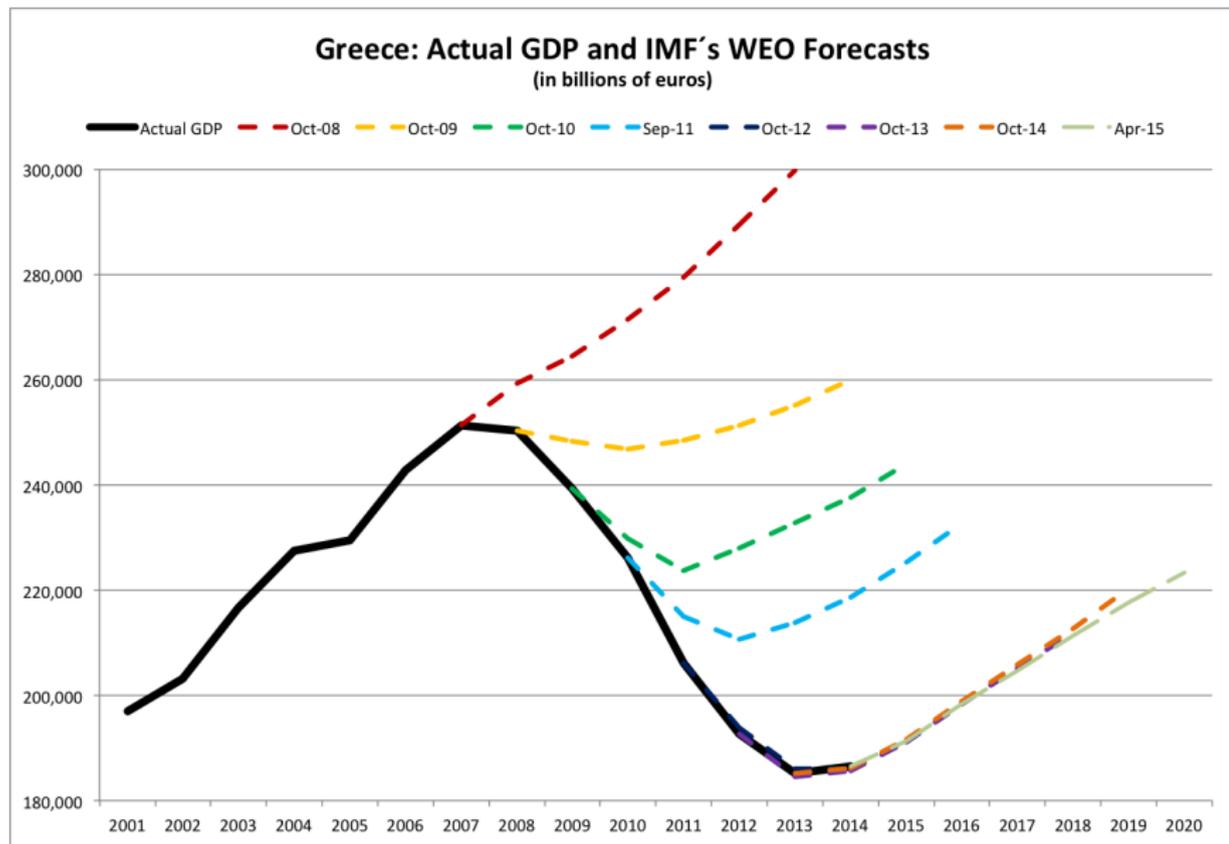
*President Macri's election changed everything (Juez T. Griesa, Febrero de 2016)*

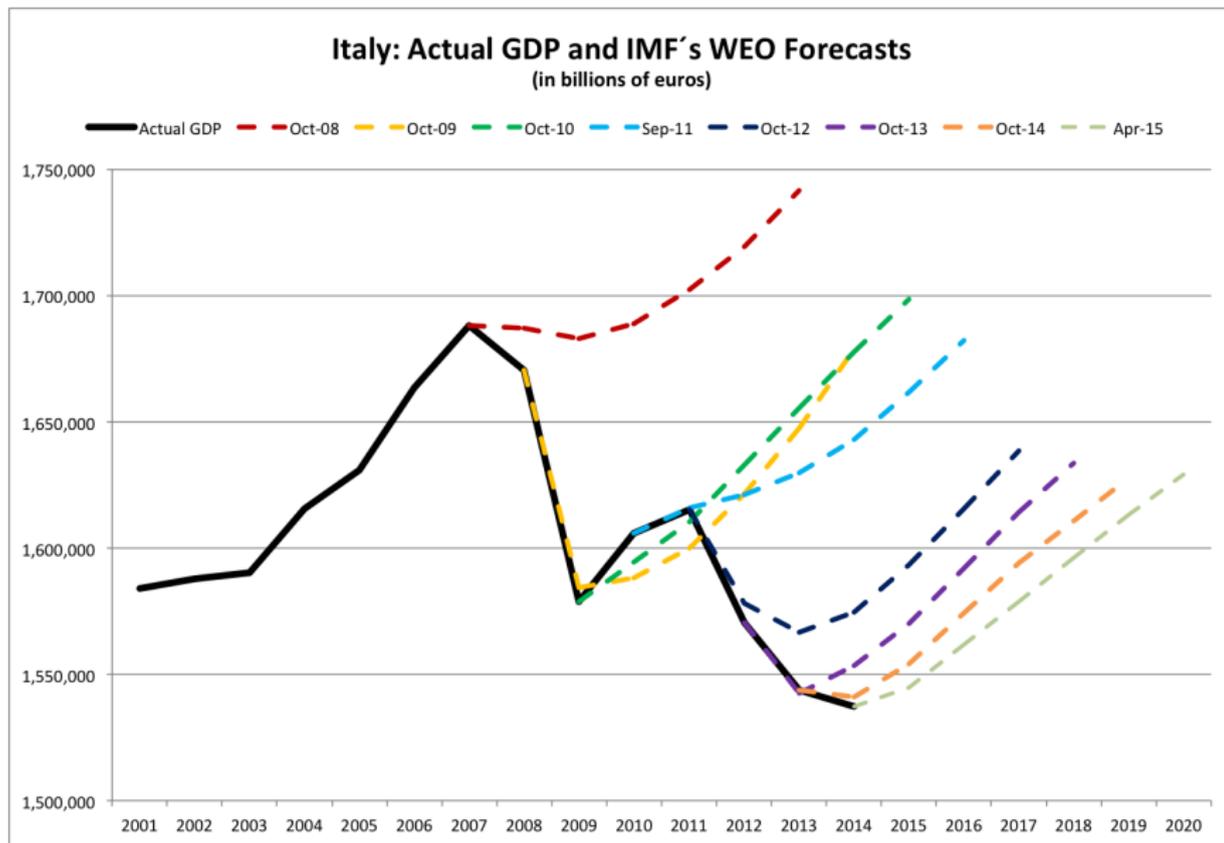
- ¿Fue Argentina una excepción o el síntoma de un problema general?

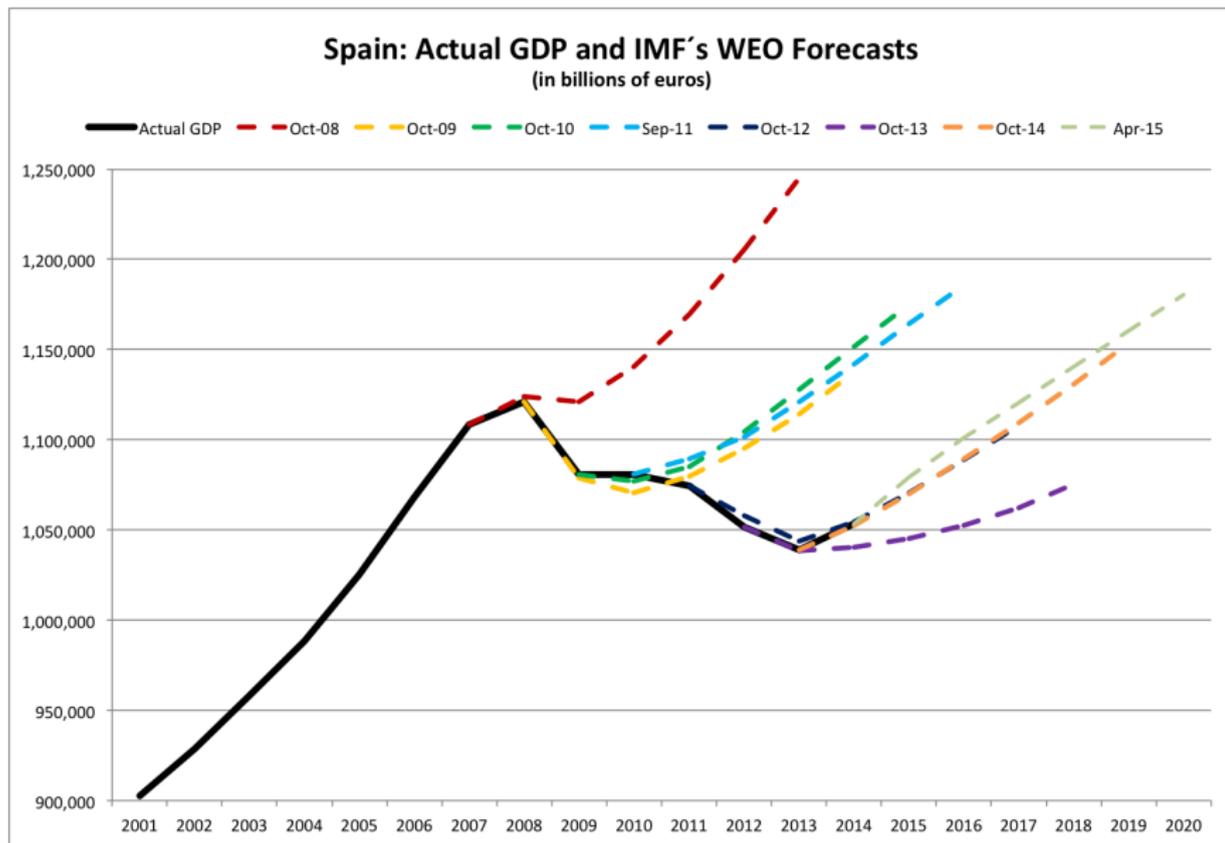
- El accionar de los fondos buitres debería ser ilegal
- Pero es legal bajo la ley de NY
  - La ley Champerty lo prohibía
  - Reinterpretada en favor de los buitres en 1998 (caso de Perú)
  - Eliminada en 2004 de la legislación de NY

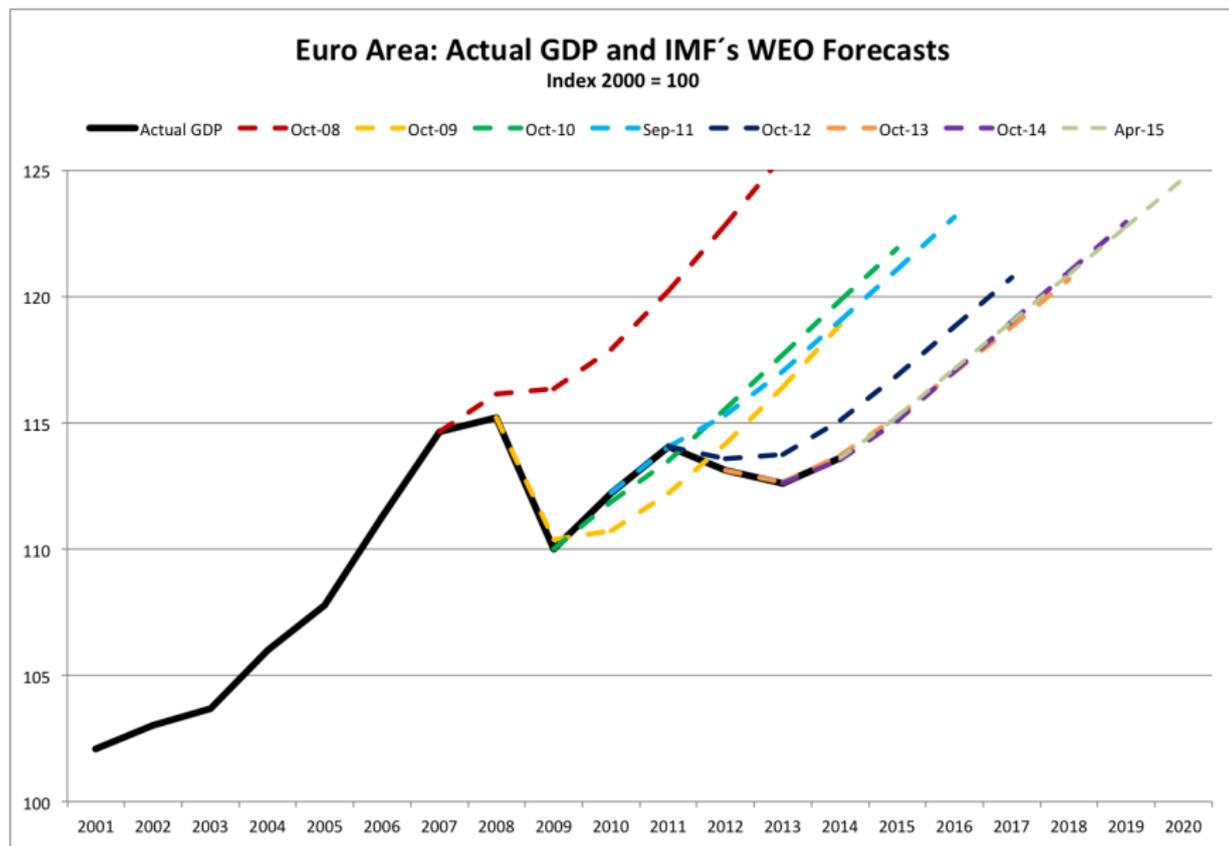


- El marco para análisis de sostenibilidad de deuda del FMI es parte relevante del funcionamiento de los mercados de deuda soberana









- SCDS: Sovereign Credit Default Swap



<b>DC Issue 2014073101:</b>	<b>Has a Failure to Pay Credit Event occurred with respect to the Argentine Republic?</b>	
1st Question for vote:	Has a Failure to Pay Credit Event occurred with respect to the Argentine Republic?	
Vote result:	Yes	
Votes:	15 'Yes' votes and 0 'No' votes	
	Bank of America N.A.	Yes
	Barclays Bank plc	Yes
	BlueMountain Capital Management, LLC	Yes
	BNP Paribas	Yes
	Citibank, N.A.	Yes
	Credit Suisse International	Yes
	D.E. Shaw & Co., L.P.	Yes
	Deutsche Bank AG	Yes
	Eaton Vance Management	Yes
	<b>Elliott Management Corporation</b>	<b>Yes</b>
	Goldman Sachs International	Yes
	JPMorgan Chase Bank, N.A.	Yes
	Morgan Stanley & Co. International plc	Yes
	Nomura International plc	Yes
	Pacific Investment Management Co., LLC	Yes

- El estudio de crisis de deuda soberana es altamente relevante para la economía argentina

- “La economía es el estudio de cómo las sociedades usan los recursos escasos para producir bienes y servicios y distribuirlos entre la gente”; Paul Samuelson, *Economía*
- “La economía es el estudio de cómo las sociedades administran sus recursos escasos”; Gregory Mankiw, *Principios de economía*

- Les falta una pregunta fundamental: ¿bajo qué marcos se toman esas decisiones económicas?
  - Los mercados no funcionan en un vacío
  - Funcionan dentro de marcos determinados por leyes, regulaciones, normas, etc.
  - Marcos que son moldeados por la evolución política

- No contemplar la importancia de los marcos jurídicos bajo los cuales se toman las decisiones de endeudamiento puede llevar a decisiones que dañen a los procesos de desarrollo