

# Crisis de deuda soberana

Facultad de Ciencias Económicas, UBA

Martin Guzman (Columbia University - UBA - UNLP)

13 de diciembre de 2018

## 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

- 1 Elementos de un contrato de deuda
- 2 Sostenibilidad de deuda pública: significado
- 3 Sostenibilidad de deuda y dinámica macroeconómica
- 4 Resolución de crisis 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**

- Refiere a la capacidad del deudor de servir sus deudas

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

- Elementos para el análisis de sostenibilidad de deuda:
  - 1 Definición de las restricciones relevantes
  - 2 Endogeneidad de ingresos fiscales primarios
  - 3 Definición de distribuciones relevantes de shocks
- Sostenibilidad de deuda es un concepto probabilístico

- Refiere a la capacidad del deudor de servir sus deudas

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

- Elementos para el análisis de sostenibilidad de deuda:
  - 1 Definición de las restricciones relevantes
  - 2 Endogeneidad de ingresos fiscales primarios
  - 3 Definición de distribuciones relevantes de shocks
  - Sostenibilidad de deuda es un concepto probabilístico

- Ejercicio de ASD de deuda reconocer que los mercados no son eficientes
  - De otro modo, es suficiente enfocarse en la prima de riesgo de mercado
  - Necesidad de lidiar con expectativas heterogéneas
  - Posibilidad de equilibrios múltiples
- El ASD debe responder las siguientes preguntas:
  - 1 ¿Es la deuda sostenible con *alta* probabilidad?
  - 2 Si no lo es, ¿cuál es el tamaño de la quita que haría a la deuda sostenible con alta probabilidad?



- Ejercicio de ASD de deuda reconocer que los mercados no son eficientes
  - De otro modo, es suficiente enfocarse en la prima de riesgo de mercado
  - Necesidad de lidiar con expectativas heterogéneas
  - Posibilidad de equilibrios múltiples
- El ASD debe responder las siguientes preguntas:
  - 1 ¿Es la deuda sostenible con *alta* probabilidad?
  - 2 Si no lo es, ¿cuál es el tamaño de la quita que haría a la deuda sostenible con alta probabilidad?

- Ejercicio de ASD de deuda reconocer que los mercados no son eficientes
  - De otro modo, es suficiente enfocarse en la prima de riesgo de mercado
  - Necesidad de lidiar con expectativas heterogéneas
  - Posibilidad de equilibrios múltiples
- El ASD debe responder las siguientes preguntas:
  - 1 ¿Es la deuda sostenible con *alta* probabilidad?
  - 2 Si no lo es, ¿cuál es el tamaño de la quita que haría a la deuda sostenible con alta probabilidad?

- Dos canales:

- ① Incentivos del acreedor para otorgar alivio (Krugman 1988)

$$U = c^f - v(e)$$

$$c^f = s + e - P$$

- $s$ : v.a.,  $s \in [\underline{s}, \bar{s}]$
- $P$ : pago a acreedores
- $e$ : esfuerzo (ajuste fiscal);  $v' > 0$ ;  $v'' > 0$
- $c^f$ : consumo futuro

- ② Efectos de demanda agregada

- Dos canales:

- ① Incentivos del acreedor para otorgar alivio (Krugman 1988)

$$U = c^f - v(e)$$

$$c^f = s + e - P$$

- $s$ : v.a.,  $s \in [\underline{s}, \bar{s}]$
- $P$ : pago a acreedores
- $e$ : esfuerzo (ajuste fiscal);  $v' > 0$ ;  $v'' > 0$
- $c^f$ : consumo futuro

- ② Efectos de demanda agregada

- Dos canales:

- ① Incentivos del acreedor para otorgar alivio (Krugman 1988)

$$U = c^f - v(e)$$

$$c^f = s + e - P$$

- $s$ : v.a.,  $s \in [\underline{s}, \bar{s}]$
- $P$ : pago a acreedores
- $e$ : esfuerzo (ajuste fiscal);  $v' > 0$ ;  $v'' > 0$
- $c^f$ : consumo futuro

- ② Efectos de demanda agregada

## IV. Reestructuraciones de deuda en la práctica

- 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

- 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
- Deudor sale de estado de default en promedio con más deuda que cuando entra en default (Benjamin-Wright 2014)

- 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



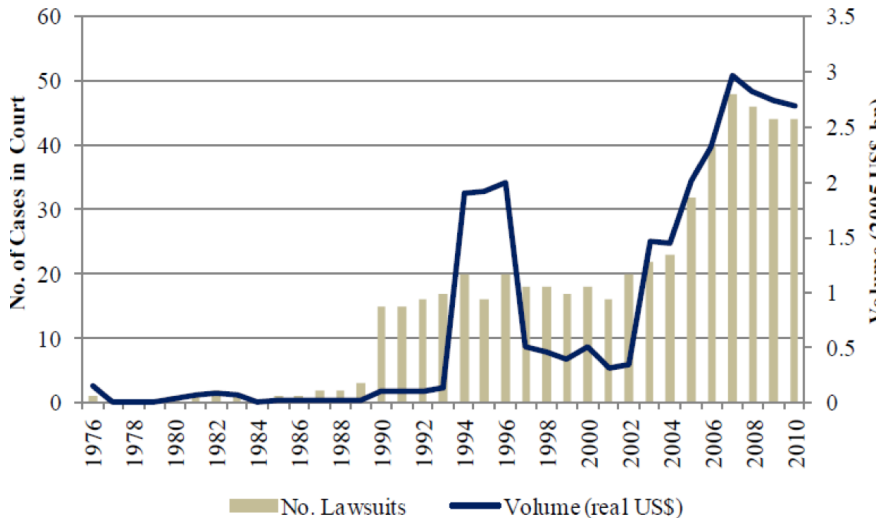
- 1% litiga en juzgados de Nueva York (bonos comprados mayoritariamente luego del default)
- Fallo del juez Griesa: interpretación peculiar de la cláusula *pari passu* → Victoria buitre
  - República Argentina clasificada por la justicia estadounidense como “deudor recalcitrante”
- Finalización de la 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)*

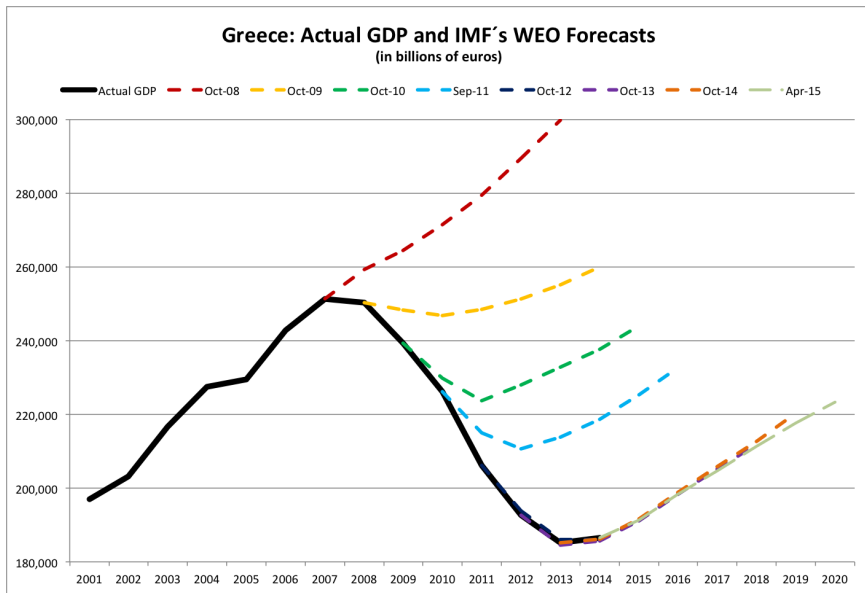
- ¿Fue Argentina una excepción o el síntoma de un problema general?

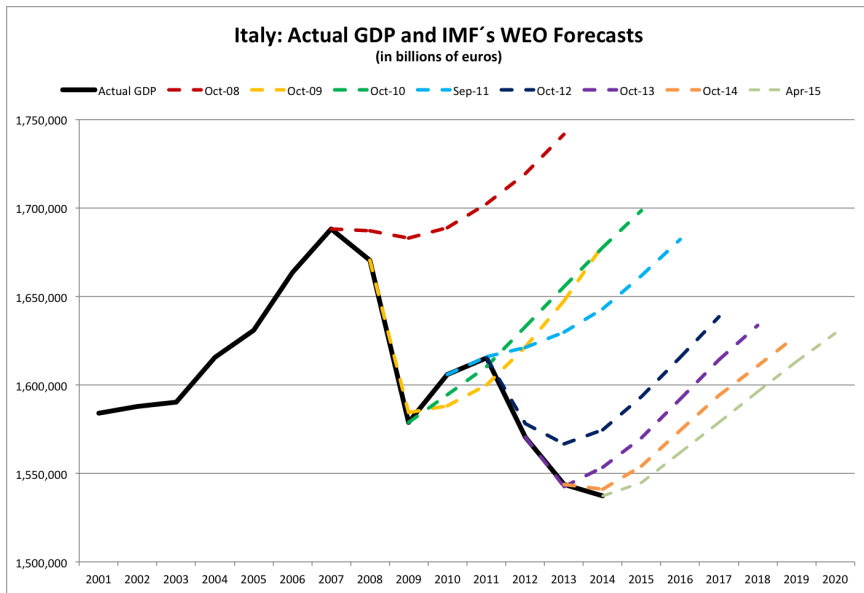
- El accionar de los fondos buitres debería ser ilegal
- Pero es legal bajo la ley de NY
  - La ley Champerty lo prohibía
  - Reinterpretada en favor de los buitres en 1998 (caso de Perú)
  - Eliminada en 2004 de la legislación de NY

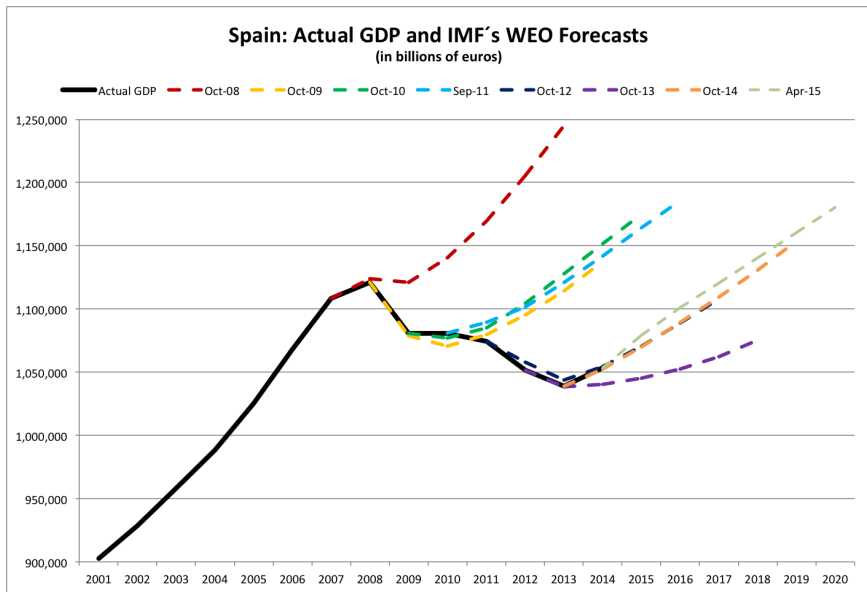


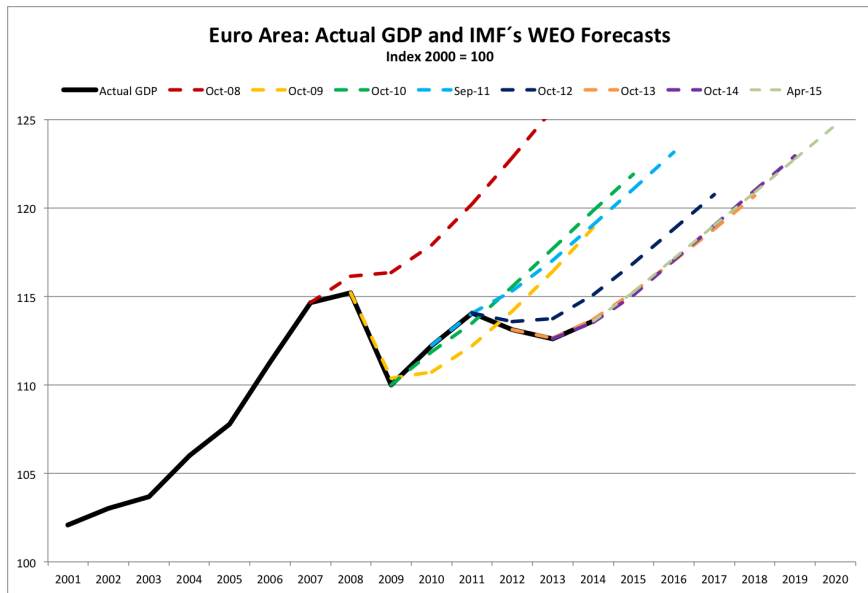


- El marco para análisis de sostenibilidad de deuda del FMI es parte relevante del funcionamiento de los mercados de deuda soberana










- 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
- Énfasis en:
  - Mecanismos macroeconómicos
  - Marcos en que ocurren las relaciones de endeudamiento
    - Los mercados no funcionan en un vacío
    - Los marcos en que funcionan afectan a los resultados económicos