

Crises de débeda



Francisco X. Lores

Universidade de Santiago de Compostela

Crises de débeda

Francisco X. Lores

Universidade de Santiago de Compostela

Publicado polo European Liberal Forum asbl, co apoio da Asociación Galega pola Liberdade e a Democracia (Galidem) e o Movemento Liberal Social (MLS).
Financiado polo Parlamento Europeo.

O Parlamento Europeo non é responsábel do contido da publicación. Os puntos de vista expresados na publicación son dos respectivos autores e non reflicten necesariamente os puntos de vista do European Liberal Forum asbl.

copyright @ 2014 European Liberal Forum asbl, Bruxelas, Bélxica.

Esta publicación só pode ser reproducida, arquivada ou transmitida, en calquera formato ou por calquera medio, coa autorización previa por escrito do editor. As cuestións relacionadas con a reprodución fora destes termos deben ser enviadas ao European Liberal Forum. Unha copia dixital desta publicación poderá ser obtida gratuitamente en www.liberalforum.eu, www.galidem.eu ou www.liberal-social.org.

Para informacións adicionais e distribución:

galidem - Asociación Galega pola Liberdade e a Democracia
Rua do Bispo Lago 33,
E36700 Tui (Galiza), España
www.galidem.eu
galidem@galidem.eu

MLS - Movemento Liberal Social
Rua Ramalho Ortigão, 31, CV DTA
1070-228 Lisboa . Portugal
www.liberal-social.org
secretariado@liberal-social.org

Ficha Técnica:

Título: Crises de Débeda

Serie: Unidades Didáticas sobre Liberalismo. III. Economía.

Autor: Francisco X. Lores

Editor: European Liberal Forum asbl

Revisión do texto: Fernando Del Río

Imprime: *Faster Print*

Palabras-chave: crises de débeda, débeda pública, débeda externa, débeda doméstica, débeda pública, suspensión de pagamentos.

Índice

1.	Introdución	p. 1
2.	Definicións	p. 3
3.	Unha visión panorámica	p.5
4.	Como son as crises de débeda soberana	p.12
5.	Déficits e débeda	p.18
6.	Os incentivos do goberno	p.20
7.	Conclusións	p.24
	Para saber máis...	p.25
	Resumo	p.26
	Actividades	p.28

1

Introdución

As crises financeiras están con nos dende hai moitos séculos.

As crises financeiras poden ser de varios tipos. As crises de débeda pública ou soberana son unha delas, isto é, cando un goberno incumpre no pago da súa débeda externa, interna ou nas dúas. Tamén están as crises bancarias, cando un país experimenta unha crise bancaria os seus habitantes descubren que unha parte ou todo o sector bancario deixou de ser solvente como resultado de fortes perdas en investimentos, da existencia dun pánico bancario ou as dúas cousas. Outro tipo de crises financeiras ten que ver coas taxas de troco. Na típica crise da taxa de troca prodúcese o derrube do valor da moeda dun país, habitualmente a pesares das garantías do goberno de non permitir baixo ningunha circunstancia que tal cousa aconteza. Tamén se consideran crises financeiras os episodios de grandes incrementos na taxa de inflación. Un inesperado incremento na inflación leva consigo unha falta de pagamento inmediato xa que permite que os debedores salden a súa débeda cunha moeda que ten un poder adquisitivo moito menor do que tiña cando se concederon os empréstitos.

Para máis inri todas estas clases de crises financeiras poden suceder simultaneamente, e frecuentemente suceden. Como vemos os estados practican varias formas de expropiacións que son diferentes formas de alcanzar o mesmo fin por distintos medios. As veces estes medios se practican de forma exclusiva e outras veces aparecen xuntos. As inflacións e hiperinflacións, as devaluacións da moeda, as suspensións de pagamentos ou as reestruturacións de débeda son diferentes formas de reducir o valor das débedas existentes.

Dende un punto de vista máis político as crises de débeda teñen xogado un papel destacado en importantes acontecementos históricos. Así aconteceu na Revolución Francesa ou co ascenso de Nazismo. Estes dous casos tiveron a súa orixe en crises de débeda. As finanzas públicas da Franza estaban moi apuradas dende a guerra dos sete anos de (1756-1763) e foron incapaces de facer medrar os impostos, daquela Franza financiou a súa participación na guerra de independencia americana (1775-1783) emitindo débeda. En agosto de 1788 o goberno entrou en suspensión de pagamentos. A convocatoria inicial dos Estados Xerais fíxose para resolver a crise financeira, a revolución esbourou en 1789 uns meses despois de que os Estados Xerais cambiaran o seu inicial interese en resolver a crise financeira pola demanda de maior poder político. Obviamente a Revolución Francesa non resolveu a crise financeira e paradoxalmente levou a Franza a outra crise financeira, esta vez inflacionaria, coa emisión dos assignats que eran billetes respaldados polas terras confiscadas a igrexa.

Así mesmo, o ascenso de Hitler ao poder aconteceu en condicións semellantes. Tras a hiperinflación dos primeiros anos 20 do século XX Alemaña é axudada polos EE.UU que cesan na súa

axuda coa Gran Depresión que arrastra a Alemaña. En 1931 Alemaña enfrenta unha crise bancaria e en 1932 o goberno alemán suspende os pagamentos de guerra e a débeda externa. Hitler accede ao poder en 1933.

No momento de escribir este documento por toda Europa medra o descontento e os movementos políticos populistas que propoñen renegar da débeda soberana sen ter un cálculo moi preciso das consecuencias de tal proposta económica.

Unha primeira etapa para comprender as complexidades das institucións financeiras modernas e a súa terminoloxía é descubrir de onde veñen. Entender a orixe dunha institución ou instrumento particular permite comprender mellor o papel que xoga na nosa realidade. Neste documento trátase de revisar brevemente evidencia histórica sobre as crises de débeda soberana e apuntar os elementos teóricos básicos desenvolvidos pola teoría económica para analizar ditas crises.

Na seguinte sección fornécense unha serie de definicións de termos relacionados coas crises soberanas. Despois se revisa a evidencia empírica sobre os impagos soberanos. Para unha mellor comprensión de cómo é unha crise de débeda pública se describen os detalles do impago realizado pola coroa española en 1575. Nas últimas sección revísanse os elementos teóricos básicos para finalmente extraer as principais conclusións.

2

Definicións

Nesta sección se definen con precisión algúns conceptos que habitualmente se mencionan ao falar das crises de débeda. O lector familiarizado co tema pode saltarse esta sección.

Crises de inflación. Un país ten unha crise de inflación cando experimenta taxas de inflación superiores ao 20% anual.

Crises de hiperinflación. Un país ten unha crise de hiperinflación cando experimenta taxas de inflación superiores ao 500% anual.

Suspender pagamentos. Un estado suspende pagamentos cando non pode facer fronte a obrigacións de pagamentos contraídas con acredores por falta de liquidez. A suspensión de pagamentos acostuma a dar lugar a un proceso de negociación cos acredores para que os pagamentos sexan realizados noutro momento, reducir a débeda mediante unha quita ou ambas.

Repudiar a débeda. Un estado repudia a débeda cando suspende pagamentos definitivamente sobre a totalidade das súas obrigacións de pagamento contraídas con acredores.

Reestruturar a débeda. A reestruturación da débeda consiste nunha serie de acordos realizados cos prestamistas para establecer os termos da débeda nunha forma menos favorábel ao prestamista que a orixinal.

Débeda pública doméstica. A suma total de débeda contraída por un goberno emitida baixo xurisdición nacional e suxeita a esta, con independencia da nacionalidade do acredor e a moeda na que estea nominada a débeda.

Débeda pública doméstica nominada en moeda estranxeira. A cantidade de débeda emitida baixo xurisdición nacional mais nominada en, ou vinculada a, moeda estranxeira.

Débeda pública total. A suma total da débeda que un goberno contrae con acredores domésticos e estranxeiros. Cando nos referimos ao goberno dun país incluímos todos os niveis administrativos e todas as entidades que obteñen créditos coa garantía explícita do goberno.

Débeda externa. A suma total de débeda que, tanto prestatarios públicos como privados, de un país contrae con acredores estranxeiros. Normalmente, son os acredores os que fixan as condicións dos contratos de débeda. Por iso os contratos desta clase están suxeitos a xurisdición dos acredores estranxeiros.

Débeda doméstica. A suma total de débeda que, tanto prestatarios públicos como privados, de un país contrae con acredores nacionais.

Débeda pública oculta. Son cargas de débeda para o goberno que non son coñecidas publicamente. Por un lado, existen moitas entidades que de algunha forma reciben a garantía do estado nas súas débedas. Por outro lado, as veces os gobernos ocultan cargas de xeito deliberado. Un caso recente é a suspensión

de pagamentos de Grecia no 2012, onde Goldman Sachs axudou a ocultar cargas do goberno.

Crise de débeda externa. Un país experimenta unha crise de débeda externa cando suspende, repudia ou reestrutura os pagamentos sobre obrigacións de débeda contraídos baixo unha xurisdición legal estranxeira.

Crise de débeda doméstica. Un país experimenta unha crise de débeda doméstica cando suspende, repudia ou reestrutura os pagamentos sobre obrigacións de débeda contraídos baixo a xurisdición legal propia.

Crise bancaria. Un país experimenta unha crise bancaria cando a retirada masiva de depósitos bancarios (pánico bancario) leva ao peche de bancos, ou ben a fusión de entidades ou a adquisición por parte do sector público. Tamén falamos de crise bancaria cando non hai pánico mais se produce o peche, a fusión, a adquisición por parte do sector público ou a asistencia do sector público a unha entidade (ou grupo de entidades) financeira importante.

3 Unha visión panorámica

Os impagos na débeda pública son un fenómeno recorrente ao longo da historia. Isto pode observarse claramente para o período do que se dispoñen de datos fiables. Na figura 1 pódese observar como desde o século XIX veñen acontecendo episodios longos nos que os gobernos dunha parte importante de países reestruturan ou impagan a súa débeda.

O primeiro período coincide coas guerras napoleónicas. O segundo período estendeuse desde a década de 1820 até a década de 1840, durante este período chegaron a estar en impago a metade dos países do mundo, incluída toda América Latina. O terceiro destes períodos comezou a principios de 1870 e se prolongou durante 20 anos. O cuarto período de abundancia de impagos comezou coa Gran Depresión dos anos trinta do século XX e chegou até os anos cincuenta. O último gran período abarca as crises dos países emerxentes durante os anos oitenta e noventa.

Na figura 2, que ten en conta a participación de cada país no PIB mundial, fanse máis chamativos os anos posteriores a segunda guerra mundial. Este período foi con moito a época máis prolongada e máis importante de impagos. En 1947 os países que representaban case que o 40\% do PIB mundial atopábase en situación de impago ou reestruturación. Por outra banda, é interesante sinalar que os impagos da época napoleónica tiveron a mesma importancia que os de calquera outro período.

Crisis bancarias e impagos. As crises bancarias e as crises de débeda soberana están asociadas ao

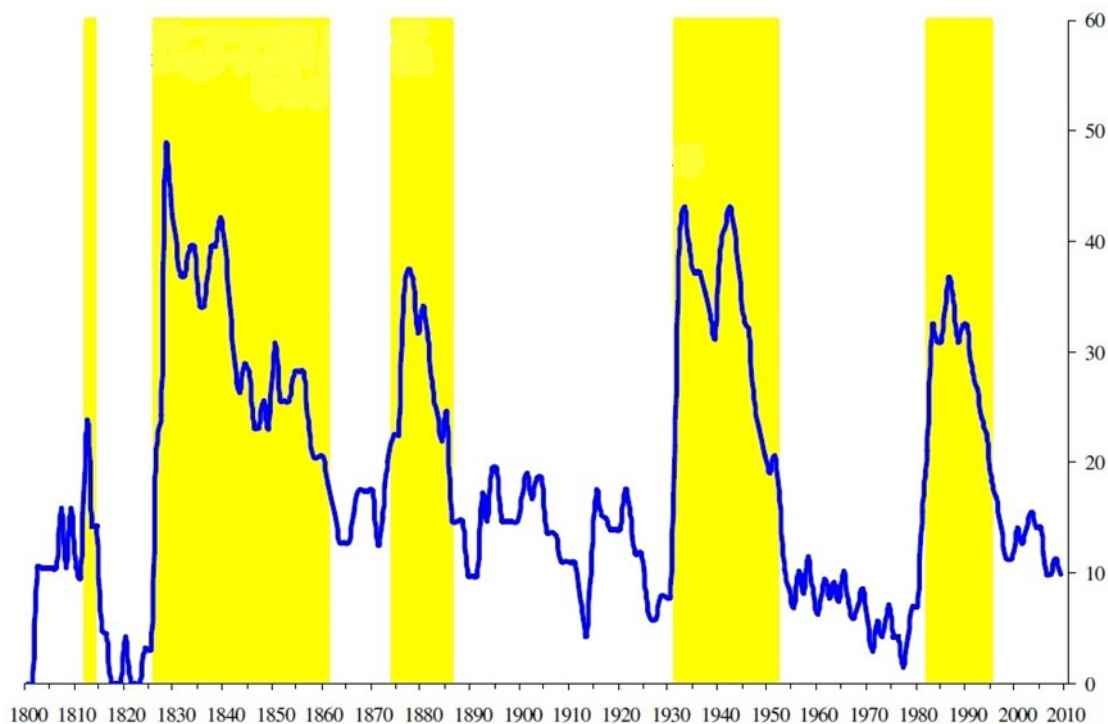


Figura 1: Porcentaxe de países en situación de impago ou reestruturación de débeda externa. En sombreado períodos cunha porcentaxe $\geq 20\%$. Fonte: Reinhart-Rogoff(2009).

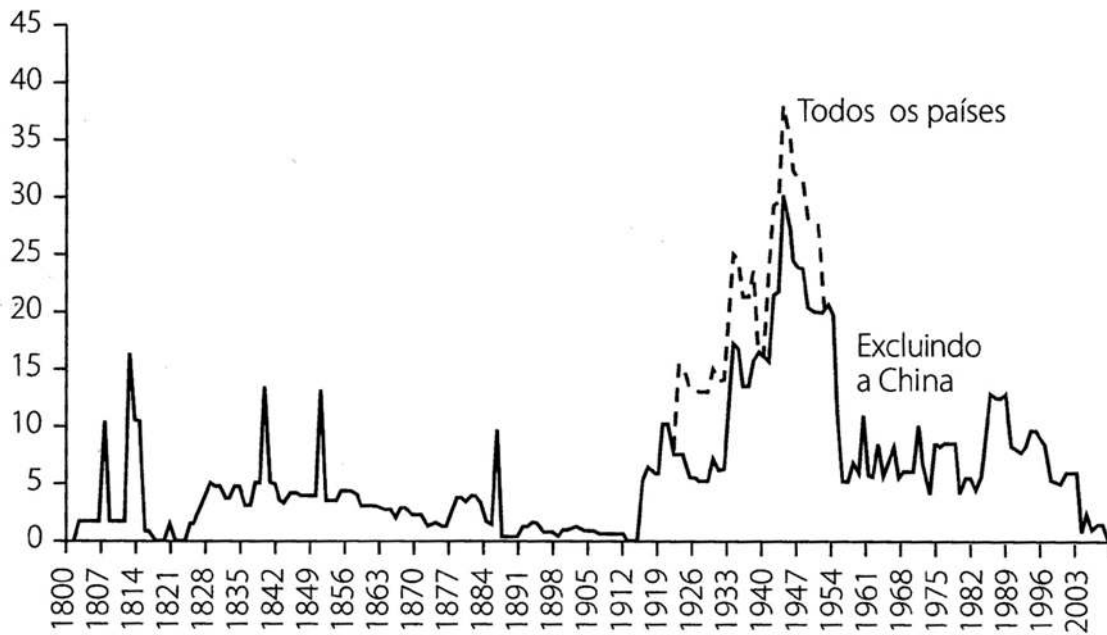


Figura 2: Porcentaxe de países en situación de impago ou reestruturación de débeda externa. Ponderados en función da súa participación no PIB mundial. Fonte: Reinhart-Rogoff(2009).

longo da historia. A figura 3 pon de manifesto como as crises bancarias medraron parellamente aos impagos soberanos durante o principio da primeira Guerra Mundial, durante a Gran Depresión e a segunda Guerra Mundial.

Inflación e impagos. Crises de inflación e crises de débeda soberana están asociadas ao longo da historia. Isto é o que permite sinalar a figura 4. Esta asociación non é sorprendente xa que a inflación é outra forma de impago parcial sobre pasivos do goberno. A inflación non esperada, e polo tanto non considerada nos contratos, fai que en termos reais o prestatario (neste caso o goberno) teña que devolver menos. Pola contra o prestamista sae perxudicado. Logo xerar unha alta inflación permítelle ao goberno-prestatario reducir a carga financeira que ten que soportar. Posiblemente, a xeralización do diñeiro fiduciario que facilita a creación de diñeiro por parte dos gobernos, esté relacionada co emprego deste canal de expropiación. Durante a Gran Depresión o observado foi máis ben a deflación, mentres que tras a segunda Guerra Mundial corren da man as crises inflacionarias e as de débeda soberana.

A duración dos episodios de impagos. Definindo duración dun episodio de impago como o número de anos que transcurre desde o ano do impago até o ano da resolución, sexa mediante unha reestruturación o pago ou a condonación da débeda. Obtense outro descubrimento curioso xa que a duración media destas duracións reduciuse de forma estadisticamente significativa a metade tras a segunda Guerra Mundial. A figura 5 ilustra este achádego.

A aparición de institucións internacionais que sirven de garantía para os gobernos no mercado de crédito internacional (FMI, Banco Mundial etc) introduce unha situación de risco moral. O **risco moral** é unha situación na que unha parte é máis propensa a aceptar un risco debido a que o coste que pode producirse non caerá na súa totalidade ou parcialmente nesa parte. O papel que esas institucións internacio-

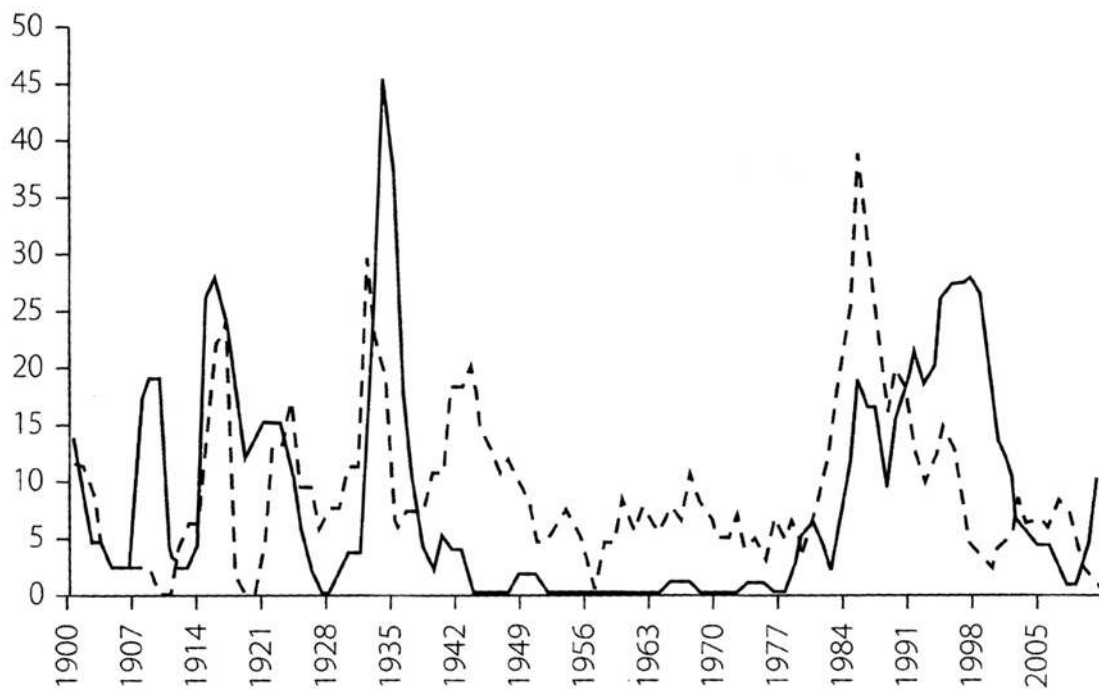


Figura 3: Porcentaxe de países en situación de novos impagos ou reestruturación de débeda externa (--) e porcentaxe de países con crises bancarias (—). Fonte: Reinhart-Rogoff(2009).

náis xogan nas transaccións financeiras facilitando o rescate dos gobernos morosos incentiva que istos asuman máis riscos. Dito doutra forma, en canto se reestrutura a débeda de un goberno coa axuda de institucións internacionais os gobernos corren a endebedarse de novo.

A universalidade dos impagos soberanos. Os cadros 1, 2, 3 e 4 permiten por de manifesto que practicamente todos os países impagaron a súa débeda polo menos unha vez, e que moitos o fixeron un montón de veces. Un dos países máis destacados neste dubidoso honor foi España. De feito España aínda ostenta o récord de realizar sete impagos nun mesmo século, o século XIX. Non está lonxe a Franca cuxos soberanos tiñan por costume executar aos seus principáis acreedores.¹

O quadro 2 indica tamén a data de independencia dos países, xa que moitos distos impagos tiveron que ver cos procesos de independencia ou coas guerras napoleónicas no caso dos países europeos.

No século XX, quadro 3, destaca Nixeria que ten cinco impagos dende que conseguiu a independencia en 1960. A pesares de ser un país dotado cunha enorme riqueza petrolera. Indonésia impagou catro veces nese mesmo período de tempo. A India reestruturou a súa débeda en tres ocasións dende a independencia e China dúas veces antes do período comunista. Se volvemos a ollada a Europa e Latinoamérica, quadro 4, destacan os cinco impagos de Turquía, os seis do Perú ou os sete do Brasil e Ecuador.

¹ En 1307 Felipe IV «o fermoso», rei da Franca e de Navarra, atopábase fortemente endebedado e a piques da bancarrota. O seu principal acreedor era a orde dos templários, e puxo en práctica unha das primeiras «reestruturacións» de débeda. Convenceu ao papa Clemente V, que era francés e que chegara a ser papa grazas en parte a el, de que xulgara aos templarios e os disolvera. Así foi, o proceso durou sete anos nos que 15000 homes foron torturados, acusados de extraños crimes, condeados, queimados en fogueiras e finalmente disoltos.

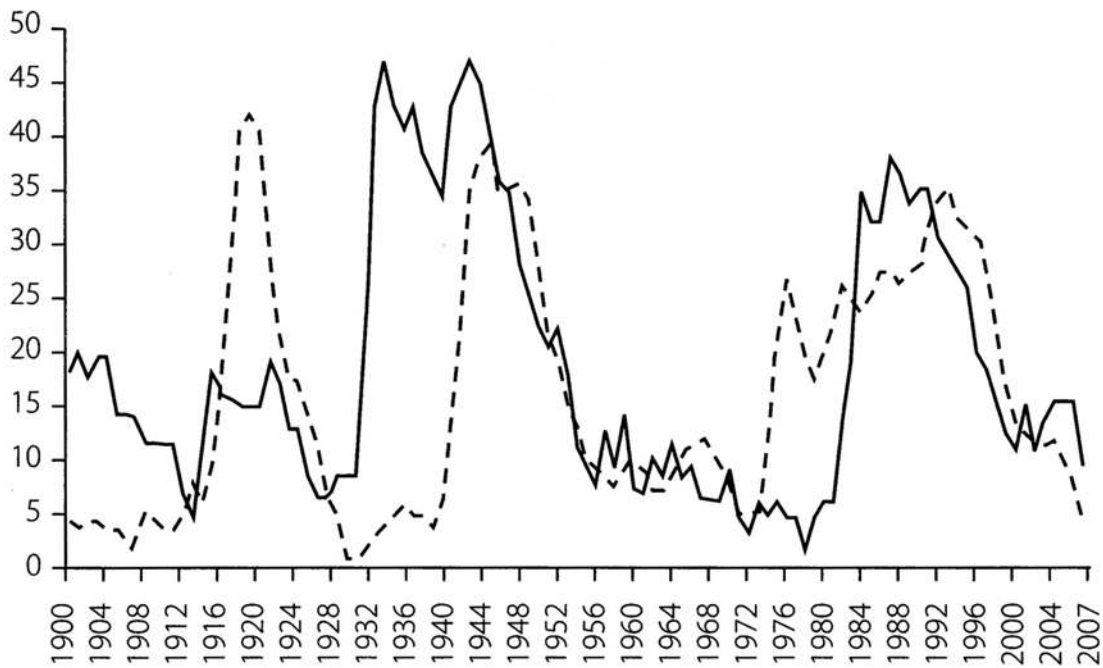


Figura 4: Porcentaxe de países en situación de impago ou reestruturación de débeda externa (-) e porcentaxe de países con inflación $\geq 20\%$. (---). Fonte: Reinhart-Rogoff(2009).

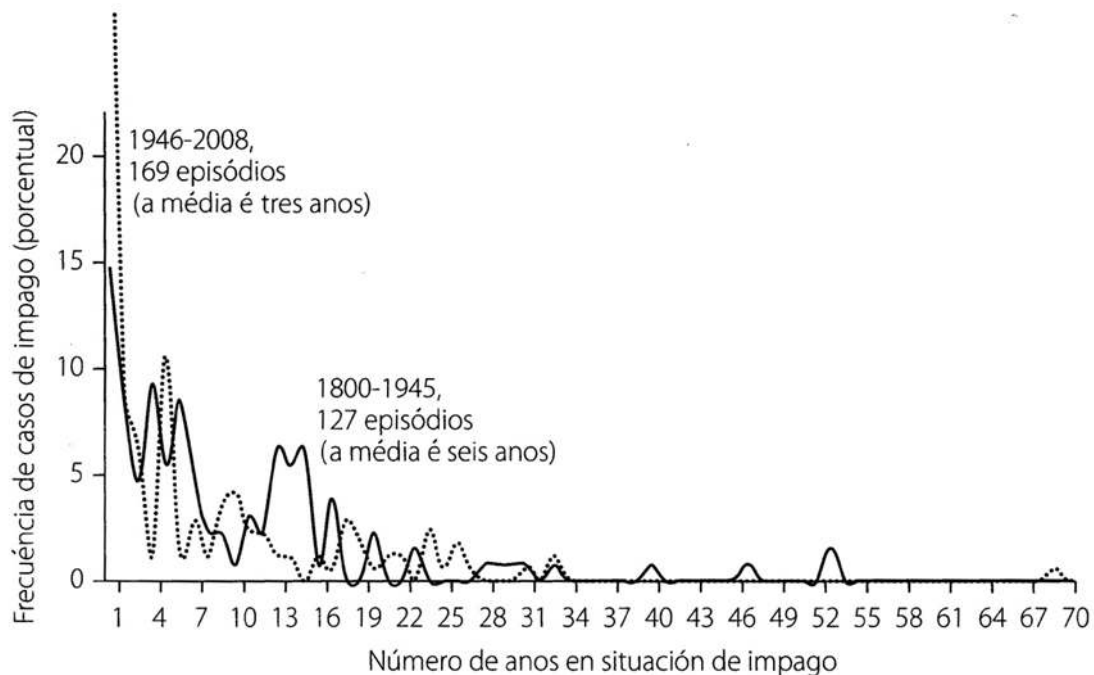


Figura 5: Duración dos episodios de impago soberano 1800-2008. Fonte: Reinhart-Rogoff(2009).

<i>País</i>	<i>Anos do impago</i>	<i>Número de impagos</i>
Alemania (Prusia)	1683	1
Austria	1796	1
España	1557, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647	6
Francia	1558, 1624, 1648, 1661, 1701, 1715, 1770, 1788	8
Inglaterra	1340, 1472, 1594	2
Portugal	1560	1

Cadro 1: Impagos soberanos 1300-1799. Fonte: Reinhart-Rogoff(2009).

<i>País e data de independéncia</i>	<i>Anos de impago e reprogramación</i>			
	<i>1800-1824</i>	<i>1825-1849</i>	<i>1850-1874</i>	<i>1875-1899</i>
<i>África</i>				
Egipto, 1831				1876
Túnez			1867	
<i>Europa</i>				
<i>Alemania</i>				
Hesse	1814			
Prusia	1807, 1813			
Schleswig-Holstein			1850	
Westfalia	1812			
Austria-Hungría	1802, 1805, 1811, 1816		1868	
España	1809, 1820	1831, 1834	1851, 1867, 1872	1882
Francia	1812			
Grecia, 1829		1826, 1843	1860	1893
Holanda	1814			
Portugal		1828, 1837, 1841, 1845	1852	1890
Rusia		1839		
Suecia	1812			
Turquía				1876
<i>Latinoamérica</i>				
Argentina, 1816		1827		1890
Bolivia, 1825				1875
Brasil, 1822				1898
Chile, 1818		1826		1880
Colombia, 1819		1826	1850, 1873	1880
Costa Rica, 1821		1828	1874	1895
Ecuador, 1830		1826	1868	1894
El Salvador, 1821		1828		1898
Guatemala, 1821		1828		1876, 1894, 1899
Honduras, 1821		1828	1873	
México, 1821		1827, 1833, 1844	1866	1898
Nicaragua, 1821		1828		1894
Paraguay, 1811			1874	1892
Perú, 1821		1826		1876
República Dominicana, 1845			1872	1892, 1897 1899
Uruguay, 1811				1876, 1891
Venezuela, 1830		1826, 1848	1860, 1865	1892, 1898

Cadro 2: Impagos soberanos século XIX. Fonte: Reinhart-Rogoff(2009).

<i>País e data de independéncia</i>	<i>Anos de impago e reprogramación</i>			
	<i>1900-1924</i>	<i>1925-1949</i>	<i>1950-1974</i>	<i>1975-2008</i>
<i>África</i>				
Angola, 1975				1985
Argelia, 1962				1991
Costa de Marfil, 1960				1983, 2000
Egipto				1984
Kenia, 1963				1994, 2000
Marruecos, 1956	1903			1983, 1986
Nigeria, 1960				1982, 1986, 1992, 2001, 2004
República Centrafricana, 1960				1981, 1983
Sudáfrica, 1910				1985, 1989, 1993
Zambia, 1964				1983
Zimbabwe, 1965			1965	2000
<i>Asia</i>				
China	1921	1939		
Filipinas, 1947				1983
Japón		1942		
La India, 1947			1958, 1969, 1972	
Indonesia, 1949			1966	1998, 2000, 2002
Myanmar, 1948				2002
Sri Lanka, 1948				1980, 1982

Cadro 3: Impagos soberanos en África e Asia no século XX e até 2008. Fonte: Reinhart-Rogoff

<i>País e data de independéncia</i>	<i>Anos de impago e reprogramación</i>			
	<i>1900-1924</i>	<i>1925-1949</i>	<i>1950-1974</i>	<i>1975-2008</i>
<i>Europa</i>				
Alemania		1932, 1939		
Austria		1938, 1940		
Grecia		1932		
Hungría, 1918		1932, 1941		
Polonia, 1918		1936, 1940		1981
Rumania		1933		1981, 1986
Rusia	1918			1991, 1998
Turquía	1915	1931, 1940		1978, 1982
<i>Latinoamérica</i>				
Argentina			1951, 1956	1982, 1989, 2001
Bolivia		1931		1980, 1986, 1989
Brasil	1902, 1914	1931, 1937	1961, 1964	1983
Chile		1931	1961, 1963, 1966, 1972, 1974	1983
Colombia	1900	1932, 1935		
Costa Rica	1901	1932	1962	1981, 1983, 1984
República Dominicana		1931		1982, 2005
Ecuador	1906, 1909, 1914	1929		1982, 1999, 2008
El Salvador	1921	1932, 1938		
Guatemala		1933		1986, 1989
Honduras				1981
México	1914	1928		1982
Nicaragua	1911, 1915	1932		1979
Panamá, 1903		1932		1983, 1987
Paraguay	1920	1932		1986, 2003
Perú		1931	1969	1976, 1978, 1980, 1984
Uruguay	1915	1933		1983, 1987, 1990, 2003
Venezuela				1983, 1990, 1995, 2004

Cadro 4: Impagos soberanos en Europa e Latinoamérica no século XX e até 2008. Fonte: Reinhart-Rogoff(2009).

As veces semella que os acontecementos do presente son produto do sistema económico e político actual, sen dúbida moitos dos acontecementos económicos que vivimos son causados polo sistema político e económico do presente, porén as crises de débeda soberana non son o caso. Para ilustrar como son as crises de débeda pública, e as interaccións entre os diferentes axentes que interveñen nunha, vou relatar unha crise de débeda que ten a maioría dos ingredientes que acostuman a presentarse nunha crise desta natureza nos nosos días. Neste apartado vou seguir a Conklin (1998), nesa referencia e nas que contén pódese obter un maior detalle.

O reinado de Filipe II entre 1556 e 1598 proporciona un bo exemplo de crise de débeda xa que o rei practicou catro suspensións de pagamentos: 1557, 1560, 1575 e 1596. A de 1557 propagouse por boa parte de Europa. Tal como acontece hoxe nos modernos mercados financeiros, o impago de Filipe II contaxiou ao rei da Franza, Enrique II, que non foi quen de convencer aos prestamistas de que non pretendía seguir o exemplo do rei de España e foi incapaz de refinanciar a débeda de curto prazo. Enrique II incorreu en impago en 1558.

Durante o seu reinado, Filipe II financiou con débeda os seus déficits xerados polos seus importantes gastos militares debidos ás diferentes guerras nas que estivo involucrado en Europa, especialmente nos países baixos.

Ingresos e gastos. A figura 6 amosa a evolución dos gastos e ingresos do rei durante a época. A observación do gráfico permite ilustrar as dúas necesidades financeiras que enfrontaba o rei: anticipar os incrementos de ingresos e cubrir a diferenza entre uns ingresos e gastos que flutuaban amplamente. Ademais destas necesidades financeiras, o estado tiña necesidades de tipo loxístico para continuar coa guerra: precisaba transferir produtos para avituallar aos soldados desde Castela a onde estaban as súas tropas, especialmente Flandes.

As fontes de ingresos da coroa poden clasificarse en catro grupos. Rendas ordinarias que incluían, impostos, taxas de alfándegas, ingresos de monopolios etc. Rendas extraordinarias que consistían en ingresos cuxa renovación requiría o consentimento dalgunha outra institución tais como a igrexa ou as Cortes de Castilla. Ingresos procedentes das colonias americanas que incluían ouro e prata extraídos en América e transportados a Europa. Expedientes extraordinarios que eran outros ingresos derivados de confiscacións, vendas de terras ou edificios sobre os que a coroa tiña algún dereito. Ven a conto mencionar que durante este século XVI a economía europea experimentou un proceso inflacionario sen precedentes na época cando a taxa de inflación chegou a alcanzar máis do 1% anual. Cifras que para os que vivimos no século XXI nos parecerán irrisorias. A figura 7 ilustra este proceso. Pola banda dos gastos,

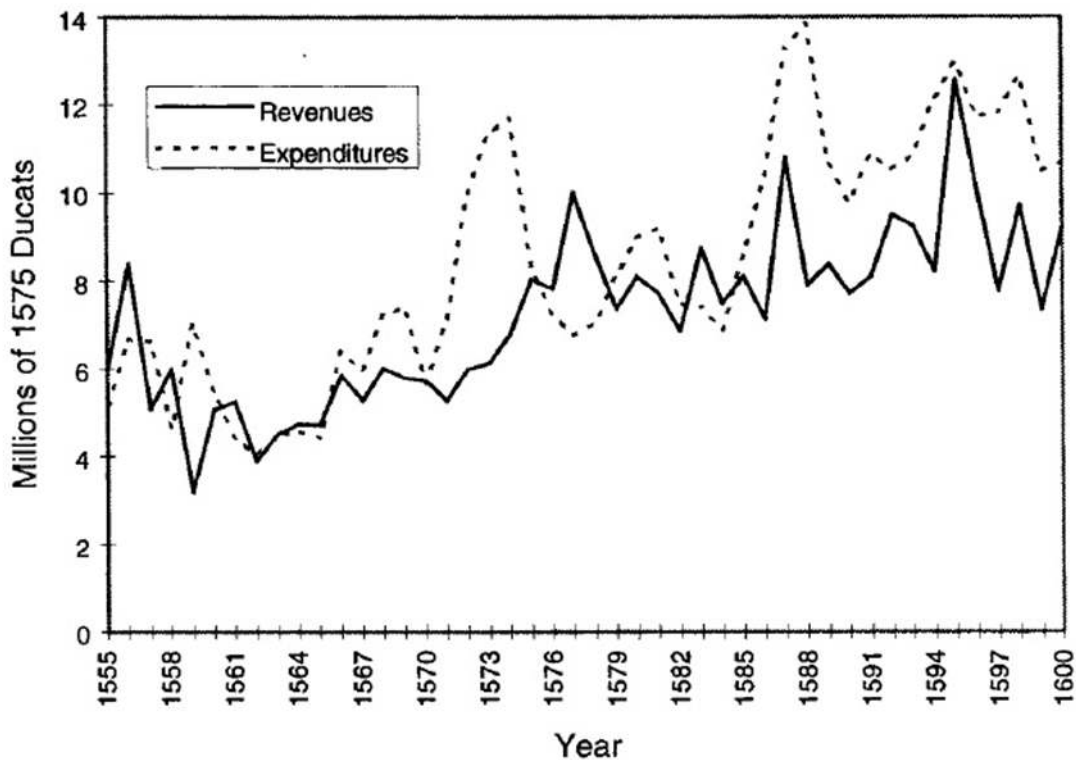


Figura 6: Ingresos e gastos da coroa española. Fonte: Conklin (1998).

o principal gasto da coroa era o gasto militar, ademais tiña que pagar o servizo da débeda e outros gastos non militares.

Débeda externa. A coroa española contrataba crédito internacional mediante unha clase de contrato chamado asiento. Este era un instrumento financeiro de curto prazo e altas taxas de xuro que era empregado polos prestamistas xenoveses. Os xenoveses non eran os únicos prestamistas que empregaban o asiento mais tiñan unha posición dominante no mercado do crédito internacional. De feito dirixían un cártel de prestamistas nos que tamén había comerciantes casteláns, flamencos ou alemáns.

Un típico contrato de asiento entre a coroa e os prestamistas xenoveses podía conter algunha combinación de tres transaccións específicas: unha cantidade monetaria prestada no curto prazo sen ningunha garantía, é dicir sen colateral. Unha forma de realizar a transferencia dos pagamentos e un acordo de cambio de divisas. Por exemplo, a coroa contrataba en Madrid unha cantidade determinada de floríns de ouro para ser entregados en Bruxas e pagaba ao banqueiro en Madrid. Cando a coroa pagaba, facíao en reales de prata, unha moeda diferente a que sería entregada en Bruxas. Por outra banda, era habitual que a coroa acordara facer o pagamento durante un número de meses ou incluso máis de un ano. Tamén eran frecuente que os acordos fixeran referencia a data na que arribaba a flota das indias. A coroa tamén practicaba a refinanciación da débeda, é dicir, contratar novos asientos para pagar asientos anteriores que maduraran e a coroa non quería cancelar.

As taxas de xuro contratadas nos asientos oscilaban entre o 8% e o 22%, sendo o 12% o valor máis frecuente. A comisión polo cambio de moeda e a transferencia variaba entre o 6% e o 12% do principal.

Débeda doméstica. Os asientos eran instrumentos financeiros de curto prazo. A débeda da coroa

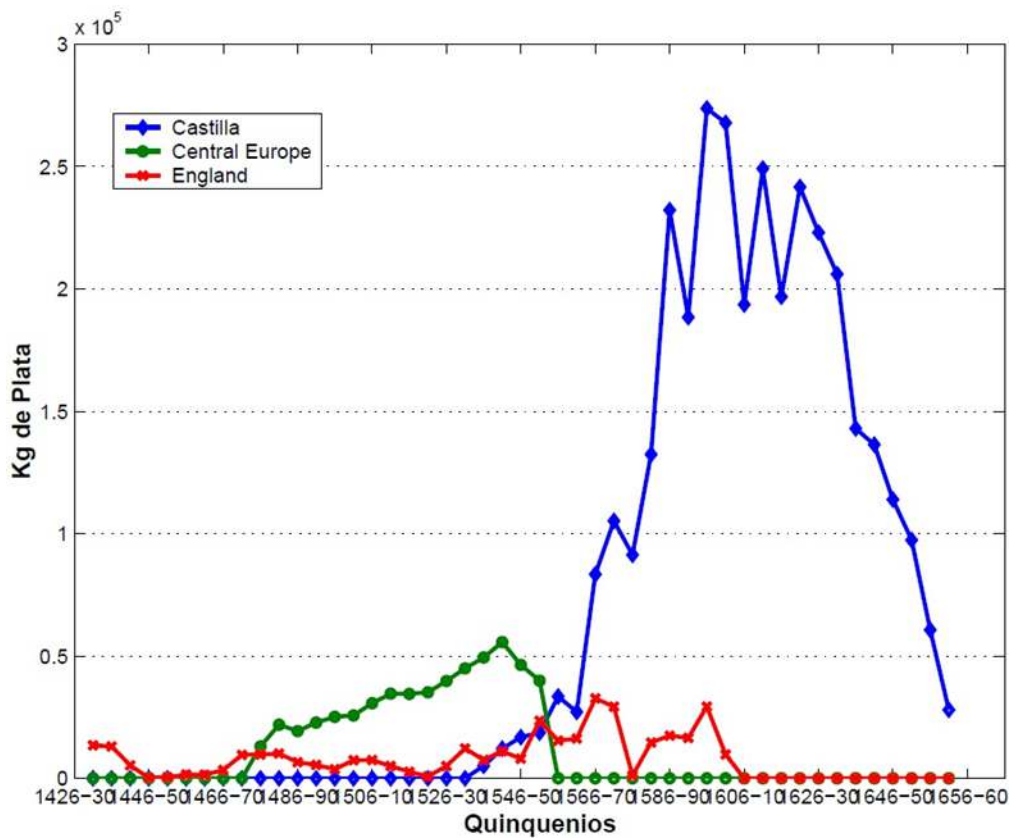


Figura 7.1: Producción e importación de prata en Europa. Fonte Munro (1999) e elaboración propia.

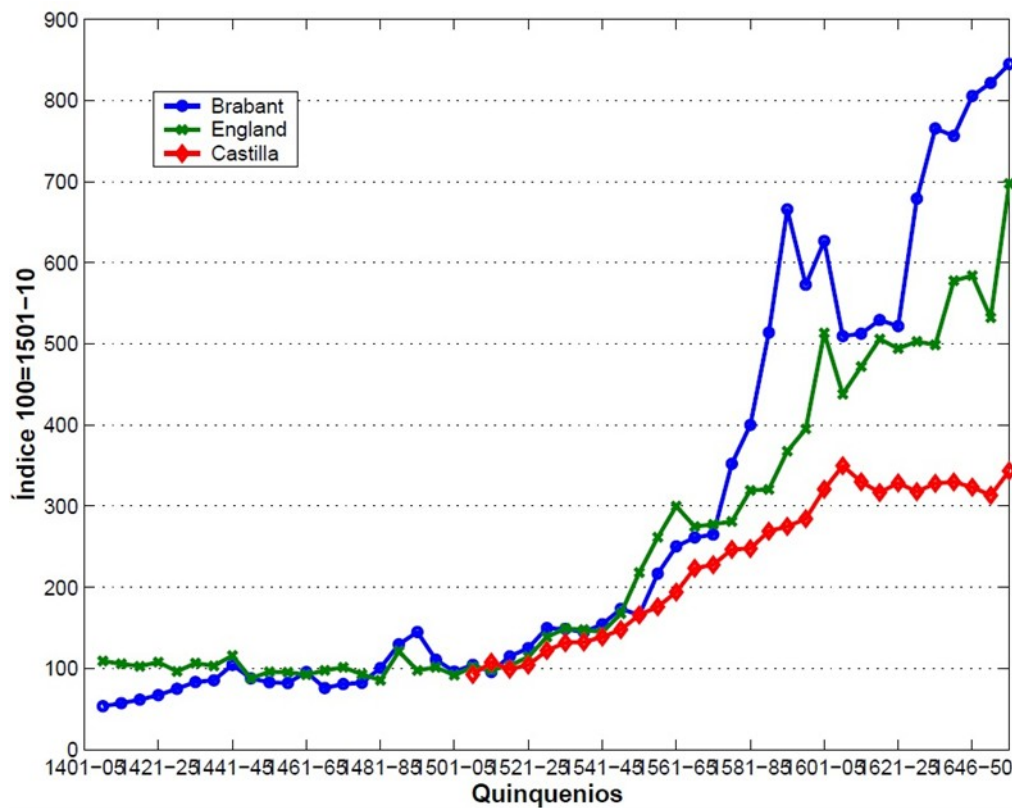


Figura 7.2: Índices de prezos para Castela, Brabante e Inglaterra. Fonte Munro (1999) e elaboración propia .

de longo prazo chamábase juros. Os juros eran anualidades e podían ser de varias clases. Estaban os juros perpetuos que pagaban unha anualidade a perpetuidade, juros al quitar que pagaban unha anualidade a perpetuidade mais podían ser amortizados pola coroa en calquera momento, juros de por vida que pagaban unha anualidade até a morte do posuidor. Outros dous tipos de juros estaban destinados a facer de garantía aos prestamistas da coroa (proporcionar colateral), os juros de caución e os juros de resguardo. Os juros fundamentábanse en impostos específicos e rexionais e o posuidor tiña que ir recoller o seu cupón anual a oficina local de recadación. Os juros eran intercambiados nun mercado secundario moi activo na época. Aínda que eran títulos de débeda doméstica as veces acababan en mans estranxeiras, xa que cando a coroa non podía pagar as súas débedas en moeda entregaba juros.

As suspensións de pagamentos. Os catro episodios de suspensión de pagamentos tiveron características comúns e elementos distintivos. Dúas foron resoltas con rapidez, 1560 e 1596, mentres que as outras implicaron longas negociacións, como a de 1575, na que as conversas duraron até 1578.

As suspensións de pagamentos iniciábanse pola negativa dos prestamistas xenoveses a aceptar novos asientos e a refinciar os asientos expirados. Entón a coroa anunciaba a suspensión dos pagamentos dos asientos. Isto recibía o nome de decreto. Os pagamentos dos juros non eran suspendidos. Seguidamente a coroa e os prestamistas iniciaban as negociacións para resolver a suspensión. Durante as negociacións ficaban conxelados os préstamos e as transferencias. As negociacións concluían cuns acordos chamados medios generales que establecían unha serie de estipulacións:

1. Os asientos eran repagados fundamentalmente con juros e o resto en especie. É dicir, trocábase débeda de curto prazo por débeda de longo prazo.

2. Os prestamistas aceptaban unha quita sobre o principal. A maioría das veces esta quita estaba implícita, xa que os juros que os prestamistas aceptaban tiñan menor taxa de xuro ou un valor inferior ao nominal no mercado secundario.

3. Os prestamistas tiñan que poñer fin a conxelación dos servizos financeiros. É dicir, tiñan que reiniciar as transferencias de pagamentos ás tropas do rei no estranxeiro.

Como consecuencia o rei viase obrigado a negociar coas Cortes de Castilla un incremento de impostos para facer fronte a novos juros.

Un aspecto moi destacado destas suspensións de pagamentos foi que os prestamistas xenoveses contaban cun mecanismo forte para incentivar o cumprimento dos seus contratos co soberano. Este mecanismo foi empregado con especial éxito na suspensión de pagamentos de 1575. A diferenza das outras ocasións o rei resistiuse as reclamacións dos prestamistas e rachou as negociacións. Os prestamistas xenoveses foron quen de impoñer un embargo sobre todas as transferencias de moeda e títulos entre a coroa os seus axentes e as súas tropas nos países baixos. Nese momento o rei atopábase

en plena campaña contra os rebeldes holandeses, o enfrontamento cos prestamistas duraba xa un ano cando en novembro de 1576 as tropas do rei amotináronse, debido a que levaban tempo sen cobrar, e saquearon Amberes. Isto foi un revés importante para o rei. Pouco despois Filipe II reiniciaba as negociacións cos prestamistas, alcanzando un principio de acordo con eles en 1577. En 1578 os prestamistas levantaron o embargo tras pagarlles a coroa cunha combinación de juros e pagos en especies.

Cara a suspensión de pagamentos de 1575. Durante os anos precedentes a 1575 a coroa española tivo dous frontes militares abertos simultaneamente: a rebelión nos países baixos e a guerra, en alianza coa Liga Santa, contra os turcos no Mediterráneo. Filipe II desenvolveu unha táctica que trataba de ter aberta so unha das frontes. O rei facía concesións aos seus inimigos cando carecía de recursos para manter a loita e era máis duro cando dispoñía deles.

En 1572, unha combinación de factores xogou contra a coroa española. O líder dos hugonotes franceses, Louis de Nassau, planeou unha invasión dos países baixos en coalición cos rebeldes holandeses enfrontados a coroa española. Crecido coa esperanza da axuda francesa, Guillermo de Orange intensificou os esforzos militares contra a coroa española. Filipe II viuse obrigado a intensificar o esforzo na fronte holandesa, a pesares de ter aberta a fronte mediterránea. O rei enviou a Flandes 1,84 millóns de ducados en 1572, 1,89 millóns en 1573 e 3,97 millóns en 1574. Este incremento nos gastos militares foi financiado retrasando pagamentos aos provedores da coroa, demorando compensacións a nobres, e principalmente mediante prestamos solicitados ao cártel dos xenoveses. Cando o 1 de setembro de 1575 o rei decreta a suspensión de pagamentos, os asientos impagados ascendían a tres anos de ingresos da coroa.

Os prestamistas xenoveses foron anticipando o que lles aconteceu finalmente coa coroa española. Ao comezo da década dos 70, a medida que os asientos medraban, os banqueiros xenoveses comezaron a demandarlle a coroa algunha clase de respaldo aos seus crecentes compromisos financeiros. O rei ofreceu respaldo en forma de juros cun maior rendemento. Como se mencionou anteriormente, había dúas clases de juros: juros de resguardo e juros de caución. Na transacción de ámbolos dous instrumentos a condición era que se a coroa incumpría a súa obriga de pagamento do principal nun asiento determinado, o banqueiro pasaba a ser o dono dos juros. Ademais, a coroa tiña que continuar pagando a diferenza entre o rendemento orixinal do asiento e o rendemento do juro, normalmente un 2-5%, até que o asiento fose repagado. Os banqueiros xenoveses podían revender os juros de resguardo baixo a condición de que cando a coroa repagase o principal asociado ao asiento en mora e recuperase o juro, o banqueiro tiña que emitir un juro de igual valor nominal. De tal xeito que os banqueiros xenoveses vendían instrumentos financeiros de alta taxa de xuro (juros de resguardo), cun premio sobre o seu valor nominal, sabendo que cando a coroa amortizase o asiento en mora podían emitir un juro de menor taxa

de xuro e de igual valor nominal. Este último activo financeiro podía ser facilmente descontado noutro cliente da rede xenovesa de depositarios casteláns. A práctica habitual dos banqueiros xenoveses non utilizou os juros de caución xa que non podían revenderse e nunca foron aceptados como colateral polos banqueiros xenoveses. Como podemos ver, tampouco as operacións financeiras complexas son un invento recente.

O decreto de suspensión de pagamentos de 1575. En 1575, esgotados os fondos para emitir novos juros de resguardo, os banqueiros xenoveses cesan en prover de crédito a coroa española. Filipe II adopta unha actitude belixerante cos seus prestamistas por abandonalo nun momento de necesidade como aquel. O decreto do rei ordea unha investigación sobre cada asiento contratado desde 1560 para comprobar a posibilidade de que os banqueiros xenoveses practicasen lucros ilegais e usura. Foi habitual que as delegacións negociadoras incluísen teólogos por ámbolos dous bandos. Os banqueiros xenoveses replicaron que cada asiento foi realizado polos propios ministros da coroa, aos cais consideraban reputados expertos en leis e usura. Os banqueiros negáronse a aceptar a renuncia a unha parte importante do principal prestado que foi estimado en algo máis de 18 millóns de ducados. O decreto de suspensión de pagamentos do rei Filipe II desatou o pánico nos centros financeiros de Europa.

Este enfrontamento prolongouse durante 1576, durante ese ano os xenoveses foron quen de impoñer un embargo de transferencias en especie sobre a coroa española. A coroa foi incapaz de facer chegar fondos as súas tropas en Flandes. Como consecuencia, en novembro de 1576, as tropas fartas de retrasos nos seus pagamentos amotináronse e saquearon Amberes, un enclave estratéxico en Flandes para a coroa española. A suspensión de pagamentos resolveuse cando o rei moderou as súas demandas en 1577, uns meses despois do saqueo de Amberes. A coroa aceptou a cantidade total de débeda e concedeu novos juros de resguardo e acordou novos asientos para os seguintes anos. Pola súa banda, os banqueiros xenoveses tiveron que aceptar unha quita de 2.245.673 ducados baixo a premisa de lucros ilegais.

5

Déficits e débeda

Como acabamos de ver, o vínculo entre déficits e emisión de débeda é evidente como causa do crecemento da débeda pública dun goberno. Nesta sección imos explorar con máis detalle este vínculo. Para ver con precisión o vínculo entre déficits e débeda formulemos a restrición orzamentaria que enfrenta un goberno en cada período.

$$B_t = s_t + R^{-1}B_{t+1} \quad t \geq 0 \quad (1)$$

Onde $R > 1$ é o rendemento bruto, descontada a inflación, da débeda pública a un período. B_t é o fondo de bonos a un período, descontada a inflación, emitidos en $t-1$ e con vencemento en t . $s_t = T_t - g_t$ é o exceso dos ingresos sobre os gastos do goberno neto de intereses da débeda. Por simplicidade non se consideran períodos de maduración maiores dos bonos e imos omitir o subíndice temporal para R .

Se iteramos a ecuación (1) cara o pasado temos a seguinte expresión

$$B_t = -R [s_{t-1} + R s_{t-2} + \dots + R^{t-1} s_0] + R^t B_0 \quad t \geq 1$$

que permite por de manifesto que os niveis de débeda que alcanza un goberno son resultado de acumular déficits, $s_{t-j} < 0$ $j=1, \dots, t$, ademais de refinarciar a débeda inicial B_0 .

Se iteramos a ecuación da restrición orzamentaria (1) cara o futuro con $t \geq 0$ obtense

$$B_t = \sum_{j=0}^{\infty} R^{-j} s_{t+j} \quad (2)$$

esta outra expresión permite sinalar que sostener un determinado nivel de débeda hoxe implica superávits no futuro. O valor da débeda pública hoxe é igual ao valor presente dos superávits futuros.

A restrición orzamentaria do goberno é intertemporal e establece un vínculo entre os niveis de débeda e os déficits ou superávits que un goberno pode realizar ao longo do tempo. Existen moitas sucesións de débedas e déficits que verifican a restrición orzamentaria do goberno pero ningún goberno pode evitar a restrición orzamentaria.

A expresión (2) sinala claramente que os déficits/superávits futuros xogan un papel determinante no nivel de débeda presente, e unha característica indubidábel do futuro é que non é facilmente predecible. Especialmente cando estamos interesados nos déficits ou superávits dun goberno xa que detrás dos déficits ou superávits hai decisións políticas moi complexas.

Daquela podemos considerar que os superávits futuros poden ser previstos so de forma imperfecta, isto leva a substituír na expresión (2) s_{t+j} por $E_{t-1}[s_{t+j}]$. Onde $E_{t-1}[\]$ representa a predición

dos superávits futuros do goberno baseada na información pública pertinente coñecida no momento t-1 polos posuidores de bonos. Estes bonos de un período de maduración son mercados no momento t-1 e se amortizan no momento t, logo é a información en t-1 a relevante para valorar os bonos que maduran en t. Daquela o valor da débeda do goberno podemos expresala como

$$B_t = \sum_{j=0}^{\infty} R^{-j} E_{t-1} [s_{t+j}] \quad (3)$$

Para obter implicacións máis prácticas da ecuación (3) é necesaria unha teoría sobre como os axentes forman as súas predicións sobre os excedentes dos gobernos adicados a servir a débeda. Aquí, pódese considerar a estratexia que habitualmente empregamos os economistas de modelizar as decisións como problemas de optimización. A estratexia de converter a escolla de sucesións de predicións nun problema de optimización é coñecida co nome de impoñer **expectativas racionais**. Esta é a estratexia seguida en Sargent (2011), nesta referencia e nas referencias que contén pódese obter máis información sobre as expectativas racionais.

Neste documento non se vai desenvolver máis a teoría sobre valoración de activos, chega mencionar que cando se anticipa a posibilidade de impagos na débeda a teoría pódese seguir desenvolvendo. Se en cada período existe unha probabilidade π (0,1) de que o goberno impague unha fracción ϕ (0,1) da súa débeda, o factor de desconto que compensa a un tenedor de débeda neutral ao risco será

$$R^{-1} = \tilde{R}^{-1} [(1 - \pi) + \pi(1 - \phi)] \quad (4)$$

onde -1 é o factor de desconto que se aplica a débeda libre de impago. Nótese que a maior fracción de impago, ϕ , e maior probabilidade de impago, π , menor é o factor de descontó -1 , o cal reduce o valor para un tenedor da débeda.

Nótese que as ecuacións (3) y (4) permiten entender como racionais as accións dos tenedores de débeda da coroa española que durante os anos anteriores a 1575 comenzaron a demandar un **premio de risco** de impago ao aceptar respaldo a emisión de novos asientos en forma de juros que proporcionaban un maior rendemento.

6 Os incentivos do goberno

O mercado de crédito internacional ten a característica da ausencia dun marco legal supranacional que obrigue ao cumprimento dos contratos de débeda. Como vimos no caso da España do século XVI, existen outros mecanismos para obrigar a cumprir cos compromisos a un goberno. Sen ir tan lonxe no tempo, en 2014 o goberno arxentino foi condenado por un tribunal de New York a pagar de forma preferente aos prestamistas que non se acolleron a reestruturación da débeda a que deu orixe o impago de 2002. O tribunal ordenou o embargo dos pagamentos que o goberno arxentino tiña contraídos con outros prestamistas nos EE.UU, moitos deles eran os que aceptaran a reestruturación da débeda dos anos posteriores ao 2002. A pesares destes mecanismos para forzar o cumprimento dos compromisos de pagamento, é evidente que as posibilidades que teñen os acredores estranxeiros dun goberno de recuperar algo do prestado son moito menores que as que teñen os acredores nunha quebra dunha empresa normal. Nos procesos legais de quebra ou suspensións de pagamentos os acredores teñen salvagardados pola xustiza unha serie de dereitos perfectamente regrados.

Daquela, se os acredores estranxeiros dun goberno teñen difícil reclamarlle aos gobernos o cumprimento das súas obrigas, por que existen prestamistas dispostos a prestarlle aos gobernos? Se os gobernos se preocupan da súa reputación como prestatarios internacionais, resulta evidente que os impagos na débeda danan esta reputación. Un goberno que quera manter acceso ao mercado de capital internacional terá que ser capaz de crear unha reputación de bo pagador. Pero hai máis que reputación, vexamos.

Os incentivos do goberno. Se un mira a porcentaxe que sobre o PNB representaba a débeda impagada polos países, observa que moitos destes impagos acontecen para niveis de débeda sobre PNB non moi altos. Os datos presentados no cadro 5 foron extraídos da monumental obra de Reinhart-Rogoff

Débeda/PNB no primeiro ano de impago	% do total de impagos
<40	19,4
41-60	32,3
61-80	16,1
81-100	16,1
>100	16,1

Cadro 5: Débeda soberana no momento do impago para países de renda media: distribución de frecuencia 1970-2008. Fonte: Reinhart-Rogoff (2009).

(2009) e amosan como máis da metade dos impagos producidos durante o período 1970-2008 foron realizados por gobernos con débedas que representaban menos do 60% do seu PNB. Isto parece suxerir que estes gobernos non se atopaban en situación de insolvencia. É dicir, que podían facer fronte ás súas obrigas de pago mais non o fixeron por decisión propia.

Para sinalar os incentivos que ten un goberno a suspender pagos consideremos primeiro os custos e beneficios que pode provocar a decisión dun goberno de impagar.

Nun mundo cambiante e incerto os países obteñen vantaxes de acceder ao mercado de capital internacional. O acceso ao mercado de capital permite que os gobernos podan axudar a paliar os efectos dunha recesión ou emprender proxectos de infraestrutura altamente produtivos mais tamén altamente custosos. Ao longo da historia tense considerado que a capacidade dun goberno para establecer institucións políticas capaces de manter o pago de grandes cantidades de débeda constituíu unha vantaxe estratéxica moi importante. Tense atribuído a Revolución Gloriosa de Inglaterra de finais do século XVII, o efecto de crear unha estrutura institucional que promoveu o pago de contratos de débeda, o cal proporcionou a Inglaterra unha vantaxe importante sobre o seu rival a Franza. Nese período a Franza estaba somerxida nunha etapa de impagos consecutivos. A habilidade inglesa para emitir débeda permitiulle reunir os recursos precisos para manter custosas guerras.

Un aspecto que terá en conta un goberno que estea considerando incumprir cos seus pagamentos de débeda internacional é que isto afectará ás transaccións comerciais de toda a economía. A maioría dependen de créditos bancarios a muy curto prazo para financiar os envíos antes de ser entregados aos destinatarios. Se un goberno incumpre o pago de grandes cantidades de crédito, os acredores poden exercer unha presión considerábel contra calquera entidade que intente financiar créditos comerciais dese país.

Outro aspecto importante que se pode ver afectado pola decisión de impago é o investimento estranxeiro directo. Se unha empresa estranxeira quere investir nun país cun goberno moroso terá razón para preocuparse de que a planta e o seu equipamento podan ser confiscados polo goberno. Se o investimento directo estranxeiro se reduce como consecuencia do impago dun goberno, tamén se perderá a transferencia de coñecemento que habitualmente acompaña a esta clase de investimentos.

Para visualizar mellor os diferentes efectos consideremos como pode ser o problema de decisión dun goberno benevolente no sentido de que trata de maximizar o benestar dos cidadáns. Este goberno ten que escoller en cada momento un nivel de gasto público, g . Para financiar este nivel de gasto público obtén recursos de gravar cun tipo impositivo τ a renda do país (Y), e de emitir débeda nominada en moeda estranxeira (B'). Ademáis, ten que decidir se fai fronte (z) ao pago da débeda estranxeira que ven-

$$\begin{aligned}
& \max_{g, \tau, z, e} E \left[\sum_{t=0}^{\infty} \beta^t U(c, g) \right] \\
& \text{s.a.} \\
& g - \tau \alpha(z) \theta(e) Y \leq e [R^{-1} B' - zB] \\
& z = \begin{cases} 0 & \text{se o goberno impaga a débeda.} \\ 1 & \text{se o goberno paga a débeda.} \end{cases}
\end{aligned} \tag{5}$$

ce nese momento (B) e escoller a taxa de troco entre a moeda estranxeira e a doméstica (e). O problema deste goberno podémolo escribir así:

onde os subíndices temporais das variábeis están omitidos. A restrición orzamentaria (5) é unha versión máis polo miúdo da expresión (1) para considerar os novos aspectos mencionados. En primeiro lugar, na expresión (5) aparece a taxa de troco da moeda estranxeira por moeda nacional, xa que a débeda está nominada en moeda estranxeira. No problema de decisión do goberno aparece o taxa de troco (e) como variable de elección o que suxire un sistema de taxa de troco fixa. Isto permite sinalar que os impagos de débeda soen ir asociados a devaluacións da moeda nacional. Xa foi comentado que os gobernos teñen diversas formas de expropiar recursos, e xerar inflación é unha forma de impago parcial sobre os pasivos do goberno que non están indexados sobre os presos ou a taxa de troco.

Na expresión (5) hai tamén dous factores que recollen os efectos negativos provocados sobre a renda do país das decisións do goberno de impagar ($\alpha(z)$) e/ou devaluar ($\theta(e)$). Istos efectos poden ter unha dura-
ción no tempo
diferen- te. Co-
mo se mencionou nos parágrafos anteriores, a decisión de impagar a débeda conleva consecuencias que afectan a produtividade da economía, daquela

$$\alpha(z) = \begin{cases} \alpha < 1 & \text{se o goberno impaga a débeda, } z = 0. \\ 1 & \text{se o goberno paga a débeda, } z = 1. \end{cases}$$

$$\theta(e) = \begin{cases} \theta < 1 & \text{se o goberno devalua.} \\ 1 & \text{se o goberno non devalua.} \end{cases}$$

Os efectos negativos dunha devaluación sobre a produtividade de economía estarán relacionados co feito de que moitas empresas Terán que renegociar contratos co exterior e terán dificultades para substituír inputs do exterior agora máis caros. Ademais, tras a devaluación o goberno pode incrementar os arancéis ás importacións ou fixar cotas sobre

o comercio. Medidas que incrementan as distorsións na economía e reducirán a produción. Así,

Observando agora máis despacio a restrición orzamentaria (5) parece claro que existirá un nivel de débeda para o cal os beneficios en benestar de impagar (maiores recursos para gastar) máis que compensen os custes en benestar de impagar (a baixada na recadación e a exclusión do mercado de capital internacional no futuro). Logo será ótimo para un goberno suspender pagos cando o nivel de débeda sobrepase ese límite.

Múltiples equilíbrios. En xeral, nesta clase de análises as entidades que empregan a débeda a curto prazo para financiar activos pouco líquidos, como podemos considerar os ingresos futuros por impostos, poden ser vulnerables a crises de confianza. A consideración de múltiples equilíbrios nos mercados de débeda permite dar unha explicación a universalidade desta clase de crises. Cando existen múltiples equilíbrios pequenos cambios nas expectativas dos axentes poden facer que os niveis de débeda para os que un goberno atopa ótimo impagar sexan moi baixos. Isto permite explicar porqué países con niveis de débeda baixos poden suspender pagamentos e outros países con niveis de débeda semellante ou superior non. Para unha análise da relación dos impagos de débeda e as devaluacións nun contexto de múltiples equilíbrios, pódese consultar Da Rocha, Giménez, e Lores (2013) e as referencias aí mencionadas.

Equilíbrios político económicos. Como xa se sinalou anteriormente, existe un forte vínculo entre os niveis de débeda presentes e os déficits ou superávits pasados e futuros que asuma un goberno. Dado que os déficits son o resultado de procesos políticos complexos, a literatura da economía política é unha forma de aproximarse ao problema natural. A competencia entre grupos de interés pode levar a decisións de gasto no curto prazo ou cambios nas regulacións que arrisquen a sostenibilidade da débeda no longo prazo. Alesina e Tabellini (1990) plantean mecanismos político-económicos que poden afectar á débeda pública.

7

Conclusións

Existen varias formas nas que un goberno pode expropiar recursos a sociedade. Unha desas formas é impagando a débeda pública.

As crises de débeda teñen como unha das súas principais características a universalidade. Teñen acontecido ao logo da historia en lugares, culturas, baixo institucións e sistemas políticos de toda clase.

Os gobernos, ao igual que todos nos, enfrentan unha restricción orzamentaria da que non poden fuxir. Daquela cando un goberno gasta os cidadáns pagamos, ben hoxe ou ben no futuro. Podemos pagar con impostos, ou sendo expropiados nalgunha das diferentes formas.

Os gobernos, ao igual que todos nos, responden a incentivos e esta é a causa final pola que os gobernos incumpren os seus compromisos.

Para saber más...

- Alesina, Alberto, e Tabellini Guido. “A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt”. *Review of Economic Studies*, 57, (1990), 403–414.
- Conklin, James. “The Theory of Sovereign Debt and Spain under Philip II”. *Journal of Political Economy*, 106, no3, (1998), 483–513.
- Da Rocha, Jose-Maria, Eduardo-Luis Giménez, e Francisco-Xavier Lores. “Self-Fulfilling Crises with Default and Devaluation”. *Economic Theory*, 53, no 3, (2013), 499–535.
- Munro, Jonh H. “The Monetary Origins of the “Price Revolution” Before the Influx of Spanish-American Treasure: the South German Silver- Cooper Trades, Merchant-Banking, and Venetian Commerce, 1470-1540”. Working Paper 99, University of Toronto, 1999.
- Reinhart, Carmen M., e Kenneth S. Rogoff. *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, 2009, 1ed.
- Sargent, Thomas J. “United States then, Europe now”. New York University and Hoover Institution. Nobel Lecture, 2011.

RESUMO

Os impagos na débeda pública son un fenómeno recorrente ao longo da historia. Dende o século XIX pódense distinguir varias vagas de faltas de pagamentos. O primeiro período coincide coas guerras napoleónicas. O segundo período estendeuse desde a década de 1820 até a década de 1840, durante este período chegaron a estar en impago a metade dos países do mundo, incluída toda América Latina. O terceiro destes períodos comezou a principios de 1870 e se prolongou durante 20 anos. O cuarto período de abundancia de impagos comezou coa Gran Depresión dos anos trinta do século XX e chegou até os anos cincuenta. O último gran período abarca as crises dos países emerxentes durante os anos oitenta e noventa.

As crises bancarias e as crises de débeda soberana están asociadas ao longo da historia.

Crises de inflación e crises de débeda soberana están asociadas ao longo da historia. A inflación é unha forma de impago parcial sobre pasivos do goberno. A inflación non esperada, e polo tanto non considerada nos contratos, fai que en termos reais o prestatario (neste caso o goberno) teña que devolver menos. Pola contra o prestamista sae prexudicado. Logo xerar unha alta inflación permítelle ao goberno-prestatario reducir a carga financeira que ten que soportar.

A aparición de institucións internacionais que sirven de garantía para os gobernos no mercado de crédito internacional (FMI, Banco Mundial etc) introduce unha situación de risco moral. O papel que esas institucións internacionais xogan nas transaccións financeiras facilitando o rescate dos gobernos morosos incentiva que estes asuman máis riscos. Isto favoreceu que a duración media dos episodios de falta de pagamentos reduciuse de forma estatisticamente significativa a metade tras a segunda Guerra Mundial.

As faltas de pagamento dos estados teñen carácter universal. Teñen acontecido ao longo da historia baixo toda clase de sistemas políticos e económicos.

O nivel de débeda pública ven determinado tanto pola acumulación de déficits e superávits do pasado como polas expectativas futuras sobre os déficits e superávits.

Os gobernos obteñen beneficios e incorren en custes cando suspenden pagamentos. Daquela existen niveis de débeda a partir dos cales é óptimo para un goberno non pagar.

ACTIVIDADES

O libro Reinhart , Carmen M. , e Kenneth Rogoff S. , con base en oito séculos de crise económica, é titulado Esta vez é diferente. Que quere dicir?

En Europa, no período 1550-1850 , e contando só as crises da débeda externa , o que é a valoración dos países coas máis altas " defaults "?

Cal son os principais actores nunha crise de débeda e como son os contrato que se incumpren?

É posible que unha xeración cambie os custes cos que se van a afrontar xeracións vindeiras?

Todo o mundo responde a incentivos. No futuro, tamén vai responder a incentivos. É por iso que hai algunhas promesas que un desexa facer , pero non pode. Ninguén vai crer no que se promete, porque saben que, máis tarde, non estará no seu interese cumprir. Antes de facer unha promesa, pense se vai poder mantela cando as circunstancias muden.

