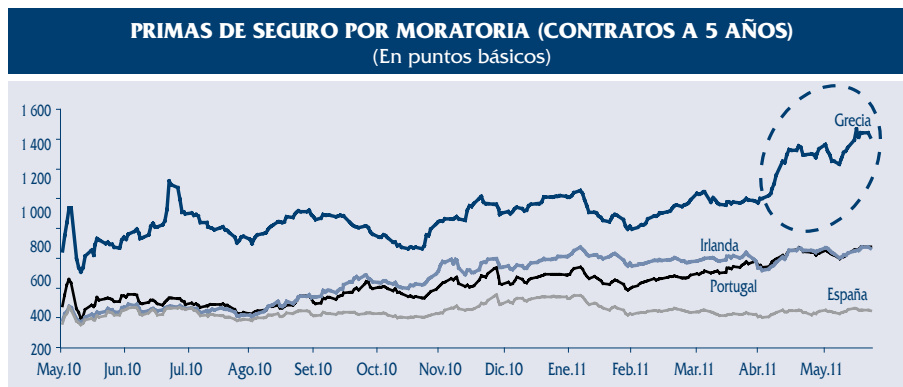


**RECUADRO 1  
DESARROLLOS RECIENTES EN LAS ECONOMÍAS CON PROBLEMAS DE DEUDA**

La volatilidad en los mercados internacionales del último trimestre ha estado asociada en parte al desarrollo de la crisis en los países de la Eurozona con problemas de deuda, Grecia, Portugal e Irlanda y, en menor medida, España. La falta de consenso dentro de la Unión Europea respecto al apoyo a otorgarse a dichos países, la preocupación sobre el tamaño de los ajustes fiscales requeridos por estas economías y su impacto social, en un contexto de crecientes costos de fondeo y difícil acceso al mercado internacional de capitales, exacerbaron la preocupación sobre la sostenibilidad fiscal de estos países, determinando una continua reducción de las calificaciones de riesgo, así como de la perspectiva del rating soberano, que por los temores de contagio se extendió incluso a otras economías de la región.

	S&P	Moody's	Fitch
<b>GRECIA</b>			
Dic.10	BB+	Ba1	BBB-
Mar.11	BB-	B1	BB+
May.11	B	B1	B+
<b>PORTUGAL</b>			
Dic.10	A-	A1	A+
Mar.11	BBB-	A3	A-
May.11	BBB-	Baa1	BBB-
<b>ESPAÑA</b>			
Dic.10	AAA	Aa1	AA+
Mar.11	AA+	Aa2	AA+
May.11	AA	Aa2	AA+
<b>IRLANDA</b>			
Dic.10	A	Baa1	BBB+
Mar.11	A-	Baa1	BBB+
May.11	BBB+	Baa3	BBB+

En **Grecia** primaron los temores de una posible reestructuración de la deuda y las dudas sobre el futuro de su economía aumentaron considerablemente. Los *spreads* soberanos mostraron un fuerte incremento a partir de la primera semana de abril, ante las especulaciones acerca del pedido de ayuda financiera de parte de Portugal y la dificultad de un nuevo paquete para Grecia, y alcanzaron, en lo que va del año, el nivel máximo el 23 de mayo (1 400 pbs.) cuando el oficialismo perdió las elecciones en España y S&P revisó la perspectiva de la deuda italiana de estable a negativa.





Luego del incremento de los *spreads* soberanos y la consecuente mayor brecha financiera, la posibilidad de una reestructuración de la deuda griega tomó mayor importancia. Aunque el gobierno y los organismos supranacionales negaban tal posibilidad, la incertidumbre en los mercados continuó aumentando por la percepción de que la deuda se mantenía en una senda insostenible y que los esfuerzos del gobierno no eran suficientes. Ante tal situación se habrían discutido varias posibilidades: una posible extensión en el periodo de maduración de la deuda (aproximadamente € 340 mil millones), que no habría prosperado por el posible “efecto contagio” que traería a la Eurozona. Luego de esto, y para dar una señal de compromiso, el gobierno continuó con los planes de privatización de activos públicos por entre € 3,5–5,5 mil millones en 2011 y € 4–6 mil millones en el año 2012.

En este contexto, hay cada vez mayor consenso de que al vencimiento del actual programa (mediados de 2013), la mejor opción sería un nuevo paquete de ayuda financiera por un año adicional, por parte de la Unión Europea y del Fondo Monetario Internacional (FMI), en el marco de los esquemas EFSF (Facilidad Europea de Estabilidad Financiera) y EFSM (Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera). Este esquema sería parecido al de la Iniciativa de Viena; es decir, los inversionistas voluntariamente deberán mantener sus posiciones en bonos griegos por el tiempo que dure el programa de ayuda financiera; comprando, incluso, nuevos bonos para reemplazar aquellos que tengan vencimientos dentro del periodo del programa.

En **Portugal**, luego que el Primer Ministro hizo pública su renuncia (23 de marzo de 2011) al no haber logrado aprobar un nuevo paquete de medidas de austeridad fiscal, la incertidumbre política se sumó a la grave situación fiscal generando mayor escepticismo sobre la viabilidad económica del país, particularmente considerando que el gobierno debía atender en el segundo trimestre vencimientos por € 5 mil millones que no podría hacer frente mediante financiamiento en el mercado.

Es así que el gobierno comenzó negociaciones con la Unión Europea y el FMI para un programa de ayuda financiera bajo el esquema del EFSM y el EFSF que culminaron con un acuerdo por € 78 mil millones (de los cuales € 26 mil millones serían aportados por el FMI), con una tasa de interés de 5 por ciento para los tres primeros años y de 5,2 por ciento en adelante (el programa sería de 7,5 años). El programa contempla mayores medidas de austeridad, incluso las rechazadas por el parlamento.

La situación en **España** se ha tornado más complicada luego que el gobierno perdiera la mayor parte de los gobiernos regionales en la reciente elección, generándose temores de que se revelen mayores déficit regionales. Asimismo, se reduce la legitimidad del gobierno para impulsar reformas adicionales que busquen sanear las cuentas fiscales.

Por otro lado, los niveles de desempleo continúan altos (21,3 por ciento en el primer trimestre) a pesar de que el crecimiento en dicho trimestre fue 0,3 por ciento. Esto sugeriría que los problemas en el mercado laboral son estructurales.

Respecto a **Italia**, S&P revisó la perspectiva a negativa, considerando que las proyecciones de crecimiento son débiles y al igual que el compromiso de llevar adelante reformas estructurales. En

---

**Bélgica**, Fitch revisó la perspectiva en la calificación de deuda de estable a negativa debido al ritmo lento de las reformas estructurales y la complicada situación política, dado que a 11 meses de las elecciones, los partidos políticos aún no han llegado a un acuerdo para instaurar el nuevo gobierno. Esto ha motivado una reducción en el ritmo de reformas requeridas para reducir los niveles de endeudamiento y déficit fiscal.

La magnitud del problema de deuda de estos países se puede medir por el excedente fiscal (resultado primario) que tendrían que generar para asegurar una situación de solvencia, es decir, que les resulte posible repagar la deuda pública.

INDICADORES DE SOLVENCIA (Porcentaje del PBI)				
	Resultado Primario		Deuda Pública	
	2010	Solvencia**	2010	2011*
Grecia	-4,9	7,8	143	152
Portugal	6,1	3,7	93	91
Irlanda	-29,2	1,8	96	114
España***	-7,3	n.a.	60	64

Fuente: Eurostat, WEO (abril de 2011) y Deutsche Bank.  
 (\*) Estimado para el año.  
 (\*\*) Suponiendo un ratio de deuda de 80% en 2020, un crecimiento de 4% y una tasa de interés de 5%.  
 (\*\*\*) A diferencia de los otros 3 países, España tiene un ratio de deuda de 60% inferior incluso al de Alemania (80%).

Las fórmulas de solución son aún una mezcla de ajuste fiscal y de mayor liquidez que permita recuperar los flujos voluntarios de financiamiento. Sin embargo, la discusión se amplía con la posibilidad de adoptar alguna modalidad de reestructuración que conlleve algún nivel de participación en el costo de los tenedores de bonos. Esta posibilidad crea incertidumbre sobre el impacto de un arreglo de este tipo debido a que por ejemplo<sup>4</sup> los bancos alemanes tienen cerca del 41 por ciento del total de deuda soberana griega, mientras que los bancos franceses cerca del 28 por ciento de la deuda de Grecia.

4 Según último informe trimestral del BIS (junio 2011), tabla 9E.

