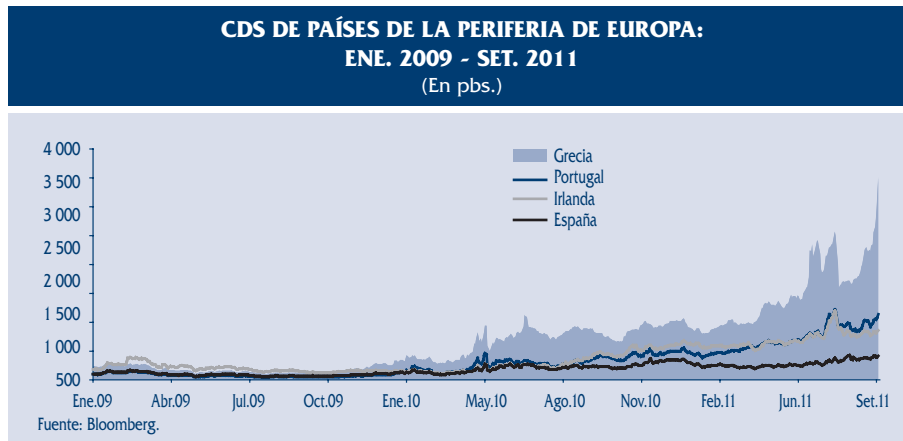


RECUADRO 1
ACENTUACIÓN DE LA CRISIS DE DEUDA EN LA EUROZONA

La situación financiera de algunas economías de la Eurozona se ha venido agravando desde el último Reporte de junio, en un contexto de deterioro de las perspectivas de crecimiento de la región. Los eventos que marcaron este periodo fueron el nuevo pedido de ayuda financiera para Grecia, los temores de contagio hacia España e Italia, la preocupación respecto a la exposición del sector bancario europeo en los países con problemas de deuda y lenta resolución de la crisis que ha mellado la credibilidad en las medidas planteadas por los líderes de la Eurozona.



1. Nuevo Programa de rescate a Grecia

La fuerte alza que desde junio se registra en los *spreads* de las primas por seguro de moratoria, sustentado en la percepción de una situación de insolvencia, forzó a Grecia solicitar un nuevo programa de ayuda financiera el 23 de junio. El nuevo programa prevé la participación del Fondo de Estabilidad Europeo (EFSF) y la participación voluntaria del sector privado. El EFSF proveería € 109 mil millones hasta mediados del 2014 y extendería el plazo de los vencimientos de los préstamos a Grecia de 7,5 años a entre 15 y 30 años. La participación del sector privado (PSP) incluiría intercambios de deuda por vencer por nueva deuda (a 15 o 30 años) y refinanciamiento a 30 años de la deuda al momento de su vencimiento. Se estima que dichas operaciones implicarían una reducción en términos de valor presente neto de 20 por ciento.

Los *spreads* soberanos comenzaron a corregir a la baja al conocerse la aprobación del paquete en la cumbre de los líderes del 21 de julio. Sin embargo, el impacto positivo fue temporal ya que la participación del sector privado, cuya meta era de 90 por ciento de los acreedores, a finales de agosto apenas sumaba el 50 por ciento del total. A ello, se agregó la incertidumbre entre los inversionistas respecto al precedente de la participación privada en eventuales reestructuraciones requeridas por los países con problemas de deuda (con o sin programas de ayuda).

También se sumaron problemas en la ratificación del acuerdo por parte de los parlamentos, de la Eurozona, varios de los cuales exigieron similar trato tras el acuerdo de Grecia con Finlandia para la

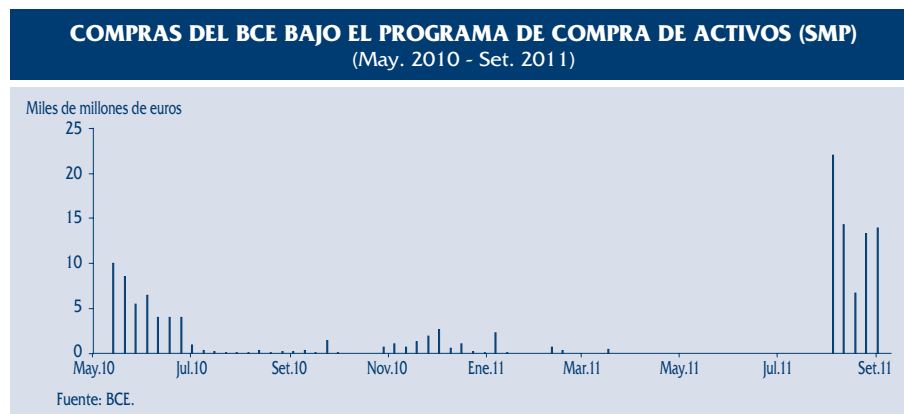




provisión de colaterales. Otros países se opusieron a tal exigencia ya que restaría liquidez a Grecia y aumentaría el riesgo de un nuevo paquete de ayuda.

2. Los temores de contagio hacia España e Italia

A los problemas de Grecia se sumaron las especulaciones sobre un probable pedido de ayuda financiera por parte de Italia y España. Las tasas de los bonos a 10 años de ambos países superaron el 6 por ciento (nivel al cual Grecia, Irlanda y Portugal solicitaron ayuda financiera), lo que llevó al BCE a intervenir comprando bonos de ambas economías en la primera quincena de agosto. Las compras, que alcanzaron niveles records desde la implementación del programa de compras de activos (€ 22 mil millones en una semana) posibilitaron que las tasas se mantuvieran estables en aproximadamente 5 por ciento.



Los problemas que desencadenaron este periodo de estrés son diferentes en ambas economías. Por un lado, en Italia, los niveles de deuda superaron el 110 por ciento del PBI en un contexto de perspectivas de crecimiento poco promisorias. En el caso de España, el déficit fiscal estaba cercano al 10 por ciento y el desempleo en la región continuaba en aumento superando el 20 por ciento. Algo común a ambas economías es la rigidez de los mercados de trabajo. No obstante, España ha venido adoptando políticas que buscan la flexibilización de este mercado.

Ante tal situación, tanto Italia como España anunciaron programas de austeridad que buscaban cerrar las brechas de déficit y reducir los niveles de deuda. En Italia se aprobó un paquete que preveía ahorros por € 47 mil millones (3 por ciento del PBI) que consistía en la liberalización del mercado de trabajo, reducción de gastos y aumento de algunos impuestos. En España, el gobierno propuso reformas constitucionales para incluir reglas fiscales en la constitución, tiempo atrás reformó el sistema de pensiones aumentando la edad de jubilación.

3. Sistema bancario europeo

Estos dos hechos -el pedido de Grecia de un nuevo paquete de ayuda y las especulaciones sobre Italia y España- hicieron que los problemas del sector financiero europeo se agudicen. Luego del recorte de la calificación soberana de EUA por parte de S&P, se temió que la siguiente economía en perder su calificación AAA sería Francia. Estas especulaciones se agudizaron al conocerse la

exposición de los bancos franceses en los países de la región. La exposición de la banca francesa en los países con problemas de deuda superaba el 17 por ciento del total de activos y la exposición de la banca alemana superaba el 16 por ciento. En este contexto, las acciones del sector bancario europeo se redujeron significativamente.

| EXPOSICIÓN DE BANCOS EN PAÍSES CON PROBLEMAS FINANCIEROS (Porcentaje del total de activos) | | | | | | | |
|--|--------|--------|---------|--------|----------|---------------|-----------------------------------|
| | España | Grecia | Irlanda | Italia | Portugal | Total (PIIGS) | Total activos* (US\$ billones) |
| Alemania | 5,2 | 0,9 | 3,7 | 5,0 | 1,2 | 16,1 | 4,3 |
| Estados Unidos | 2,2 | 0,5 | 1,3 | 3,2 | 0,6 | 7,7 | 8,3 |
| Francia | 3,8 | 1,4 | 1,2 | 10,1 | 0,7 | 17,2 | 4,7 |
| Japón | 1,0 | 0,1 | 0,8 | 1,6 | 0,1 | 3,5 | 2,8 |
| Reino Unido | 2,3 | 0,3 | 3,2 | 1,7 | 0,5 | 8,0 | 6,0 |
| Suiza | 1,0 | 0,2 | 0,8 | 1,3 | 0,1 | 3,5 | 2,6 |

* Incluye activos externos y otras potenciales exposiciones (derivados, garantías, etc.).
Fuente: BIS.

4. Buscando soluciones de largo plazo, pero mayor incertidumbre

En este contexto, se comenzaron a discutir nuevos mecanismos para solucionar la crisis de deuda de la Eurozona. Por un lado se sugirió el incremento del EFSF para que pueda hacer frente a pedidos de ayuda futuros. Según el *Royal Bank of Scotland* este fondo debería ser incrementado a € 2 billones efectivos para que pueda atender posibles pedidos de asistencia financiera de Italia y España (actualmente la capacidad efectiva es de € 440 mil millones).

Por otro lado, se viene discutiendo la emisión de bonos garantizados por todos los países de la región (Eurobonos) que buscaría reducir los costos de financiamiento de los países con problemas de deuda. Sin embargo, Alemania y Francia se han opuesto a ambas iniciativas por considerar que generaría mayores costos a las emisiones de ambos países.

La lenta resolución de la crisis viene mermando la confianza de los consumidores y de los inversionistas, disminuyendo las perspectivas de crecimiento de la Eurozona, incluyendo el de las mayores economías, lo que puede empeorar la situación de los países con problemas de deuda y ampliar el impacto negativo de la crisis por efecto contagio y deterioro del sistema bancario.

14. Con la acentuación de los temores de contagio hacia Italia y España, las primas de seguro por moratoria de estos países alcanzaron niveles máximos el 4 de agosto (390 y 430 pbs, respectivamente). Las intervenciones de compra de títulos soberanos por parte del BCE a niveles récord (€ 36 mil millones en dos semanas) lograron revertir esta evolución, aunque las primas de estas economías se estabilizaron en niveles aún altos.

El alza de los *spreads* soberanos europeos afectó al sector corporativo bancario europeo (por su exposición significativa en las economías con problemas de la

