

# Comentario Económico del día



Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

Enero 19 de 2011

## Crisis fiscal y resquebrajamiento del euro: un análisis probabilístico

Los análisis más recientes de la crisis fiscal europea revelan que se requieren acciones prontas y de gran envergadura para evitar un resquebrajamiento de la unión monetaria que se creara alrededor del Euro en 1999, cuando se introdujo al mercado a la relación 0.95 dólar/euro. Si bien los países que han sido objeto de apoyos de salvataje por parte del FMI y de la Unión Europea (incluyendo a Grecia, Irlanda, Portugal y España) en principio no deberían requerir colocar bonos de deuda pública en el mercado abierto hasta el 2013, la verdad es que las calificadoras y el mercado en general exigen pruebas más fehacientes de viabilidad fiscal.

Por ejemplo, estabilizar la relación deuda pública/PIB de Grecia a niveles inferiores al 160% al corte del 2015 exige que su déficit primario actual de -2% del PIB pase a un superávit de casi +6% del PIB. A pesar de los recortes presupuestales operacionales, del apretón en gastos de seguridad social y del incremento en los impuestos, esa mejoría de 8 puntos del PIB en la posición del primario fiscal de Grecia luce prácticamente imposible. De allí la conclusión, casi de perogrullo, sobre la necesidad de reestructurar (y ¿condonar?) buena parte de la deuda de Grecia, lo cual seguramente ocurrirá durante el presente año del 2011.

Dicho de manera simple: Grecia, a pesar del salvataje temporal 2010-2012, está quebrado fiscalmente hablando y su deuda luce impagable bajo las reglas de mercado vigentes. Algo similar ocurre con Irlanda: para evitar que su razón de deuda desborde el 135% del PIB en 2015, debe llevar su actual déficit primario de -15% del PIB a una posición de equilibrio. A su vez, Portugal y España requieren virajes de +6% del PIB en su primario para evitar desbordar el 100% del PIB en su relación de deuda (ver JP-Morgan, "A Way out of the EMU Fiscal Crisis", Dec-2010).

Dadas estas realidades financieras, surgen varias preguntas: ¿Estas elevadas probabilidades de reestructuración fiscal para Grecia e Irlanda (y probablemente Portugal) implican el resquebrajamiento monetario alrededor del Euro? ¿Cuáles son los mecanismos para enmendar o, en su defecto, abandonar la Zona Euro?

Hasta la fecha se van perfilando tres escenarios. El primero (con mayor probabilidad) es intentar una reestructuración "amigable" a través de subsidiar de forma generosa el "roll-over" de deuda pública,

**Continúa**



Administre sus cuentas a través de [www.citi.com.co](http://www.citi.com.co)  
y/o de CitiPhone **COMPLETAMENTE GRATIS.**



Productos y Servicios Financieros ofrecidos por Citibank - Colombia S.A. Citi y el diseño del arco es una Marca Registrada de servicios de Citigroup Inc. Citi Never Sleeps es una marca de servicios de Citigroup Inc.

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

usando dineros del FMI y la Unión Europea para ello. Por ejemplo, se estima que el financiamiento de Grecia se volvería viable durante 2013-2020 si se reduce la tasa de interés media cobrada sobre su deuda del esperado 9% a cerca del 4%. Esto implicaría llevar su costo de financiamiento a los niveles que enfrentaría Alemania; es decir, el “spread” de castigo de Grecia sería cercano a cero, en vez de los 500 pbs esperados para entonces o los 150 pbs actuales. En el caso de Irlanda el subsidio requerido sería de unos 400 pbs para llevar su costo también a los niveles de Alemania.

El problema con este esquema es que la propia Alemania puede no estar dispuesta a incurrir en semejantes subsidios o llegaría a condicionarlos tan fuertemente que no dejaría alternativa diferente a repensar los actuales arreglos cambiarios y monetarios de la Zona Euro. En el cuadro adjunto hemos realizado cálculos aproximados (subjetivos) sobre las probabilidades que hoy vemos de un eventual resquebrajamiento de la Zona Euro.

Por ejemplo, la probabilidad de abandono por parte de Alemania luce más bien baja (20%). Ello se explica por los elevados costos organizativos de una eventual “zona del nuevo-marco” (Alemania, Austria y Holanda) y, sobretodo, por su elevado riesgo de apreciación cambiaria (menor crecimiento) frente al resto de Europa. Este sería el resultado de enfrentar abundantes infuljos de capital debido al “flight-to-quality”. De forma similar, el abandono por parte de Italia, España y Francia tampoco luce muy elevado (30%), pues sacrificarían anclaje cambiario a cambio de riesgos inflacionarios no despreciables (entre otros factores, por la ilusión devaluacionista que han manifestado sus clases empresariales en períodos pre-euro).

La mayor probabilidad de abandono del euro (70%) proviene precisamente de los países más emprobleados fiscalmente: Grecia, Irlanda y Portugal. Si ellos no obtuvieran los subsidios de tasa de interés en el “rolling” de su deuda pública (antes explicados), estarían tentados a “licuarla” a través de mayor inflación y, marginalmente, sus nuevas monedas nacionales podrían devaluarse para ganar algo de mayor competitividad (pero seguramente su efecto no sería muy duradero). Bajo las actuales circunstancias, hemos calculado que la probabilidad (promedio ponderada por PIBs) de que la Zona Euro continúe bajo su versión actual es “tan sólo” del 71%, de allí el elevado nerviosismo del mercado y la volatilidad de los spreads de Grecia, Irlanda y Portugal, a pesar de los anuncios de salvataje recientes.

Resquebrajamiento de la Zona Euro: un análisis de probabilidades			
	Probabilidad (subjetiva) de Resquebrajamiento	Pros	Contras
<b>Alemania Holanda-Austria</b>	20% Unión nuevo marco alemán	Baja Costo Fiscal "Piggy Back"	Apreciación cambiaria
<b>España-Italia-Francia</b>	30%	Mayor crecimiento exportador	i) Devaluación. ii) Inflación. iii) Incrementos en servicio de deuda
<b>Grecia-Irlanda-Portugal</b>	70%	Mayor crecimiento exportador	i) Devaluación. ii) Inflación. iii) Inrrementos en servicio de deuda iv) Corridas bancarias...¿corralitos?"
<b>Zona Euro se mantiene (1-Probabilidad ponderada de resquebrajamiento)</b>	71%	Disciplina fiscal	Trampa de "no crecimiento"

Fuente: cálculos Anif con base en FMI.