

18 mayo 2010

## Soberanos/Euro Zona

### Efecto Contagio en la Euro Zona: Desafíos en Común y Diferencias Fundamentales

En consideración al destacado lugar dentro de los mercados financieros globales que ha llegado a ocupar el efecto de contagio derivado de la crisis griega, Fitch Ratings ha examinado algunas de las similitudes y diferencias clave de los perfiles crediticios soberanos de Grecia, Portugal, España, Irlanda e Italia (GPEII). La agencia considera que:

- Si bien los países GPEII, con excepción de Italia, comparten altos niveles de déficit fiscal, existen marcadas diferencias entre sus perfiles crediticios;
- De forma particular, Fitch está en desacuerdo con la conclusión de que todas estas economías enfrentan una “crisis económica común” debido a la falta de flexibilidad en la tasa de cambio dentro de la UME;
- En cambio, Fitch ve la crisis griega, ante todo, como una crisis de desempeño y credibilidad de la política fiscal particular a Grecia;
- Esto no desconoce que existen importantes desafíos relacionados con ajustes económicos y fiscales que afectan a todos los países GPEII, los cuales han sido reflejados en acciones negativas en las calificaciones soberanas de Irlanda y Portugal;
- Pero existen límites para las posibles comparaciones, y Fitch considera que los desafíos fiscales de los otros países GPEII son mucho más manejables.

Las similitudes más obvias se relacionan con el tamaño de los déficits fiscales (ver la siguiente tabla). Con la importante excepción de Italia, todos los países GPEII tienen déficits fiscales cercanos al 10% del PIB o más, siendo el promedio de la UE de un 6,3% del PIB. Irlanda y Grecia tienen los déficits más altos, apuntando a los mayores retos para estabilizar los ratios de deuda gubernamentales. Sin embargo, Fitch destaca que el déficit de Irlanda del año 2009 reflejó – hasta en un 2,5% del PIB – costos “únicos” de recapitalización bancaria, por lo que el déficit subyacente es menor. La decisión del gobierno italiano de no flexibilizar discrecionalmente la política fiscal en 2008 y 2009 ayudó a contener el déficit por debajo del promedio de la UE, contribuyendo a una mayor estabilidad en los spreads de bonos, a pesar de los altos niveles de deuda.

#### Indicadores crediticios seleccionados para 2009

(% PIB)	Grecia	Portugal	España	Irlanda	Italia
Déficit fiscal	13.6	9.4	11.2	14.3	5.3
Deuda gubernamental bruta	115.1	76.8	53.2	64.0	115.8
Deuda gubernamental neta <sup>a</sup>	109.8	72.6	41.8	46.8	110.5
Pagos de int. gubernamentales / ingresos (%)	13.5	6.9	5.2	6.2	9.9
Crecimiento PIB promedio (1995-2009, %)	3.2	2.0	3.1	5.8	0.9
Deuda bruta de hogares (2008)	59.9	105.6	87.8	113.4	53.2
Deuda bruta corporativa (2008)	66.4	157.3	136.1	165.8	75.5
Desempeño exportaciones (2000=100) <sup>b</sup>	82.3	95.8	97.2	119.8	70.0
Deuda externa neta	68.3	77.6	86.8	-53.5	39.8

<sup>a</sup> Deuda bruta menos activos financieros líquidos (moneda y depósitos)

<sup>b</sup> Exportaciones de bienes y servicios (en términos reales) en relación a mercados de exportación (promedio ponderado de importaciones entre socios comerciales)

Fuente: Eurostat, Fitch

Fitch Ratings | 101 Finsbury Pavement | London EC2A 1RS | +44 20 7417 4222 | www.fitchratings.com

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE.

Copyright © 2010 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein has been obtained from sources which Fitch believes are reliable, but Fitch does not verify the truth or accuracy of the information. The information in this report is provided “as is” without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security, not a recommendation to buy, sell or hold any security.

Sin embargo, y de forma incremental, los participantes de mercado también han derivado similitudes en términos de la debilidad en las perspectivas de crecimiento económico en el mediano plazo, enfatizando las preocupaciones generales respecto a la baja competitividad internacional de estas economías en el contexto su membresía a la UME, la exposición a la reducción de sus obligaciones ante la existencia de altos niveles de deuda en el sector privado (y de deuda externa), y el impacto de los ajustes fiscales sobre la demanda. Sin embargo, Fitch piensa que estas conclusiones respecto al crecimiento son demasiado simplistas: la realidad es que el desempeño real y proyectado del crecimiento varía mucho entre los países GPEII y, por ende, el decir que estos países enfrentan una crisis “económica” común resulta engañoso.

En primer lugar, con respecto a la competitividad, la mayoría de estos países ha visto una apreciación en sus tasas de cambio reales desde su incorporación a la UME. Esta apreciación ha sido acompañada por considerables déficits de cuenta corriente que se incrementaron en la segunda mitad de la última década. Una preocupación comúnmente expresada es que estos países necesitan de una fuerte baja en su tasa de cambio reales con el fin de restaurar el balance externo y, a menos que se produzca una depreciación en la tasa de cambio, esto sólo puede ocurrir en un escenario de inflación baja en relación a sus pares de la UME o de deflación, lo cual incrementa la presión para desendeudarse. Sin embargo, la necesidad de ajustes muy drásticos en la tasa de cambio real en todos los países GPEII no es tan obvia como se indica típicamente:

- En primer lugar, la apreciación de la tasa de cambio real puede ser sustentada por países donde los niveles de ingresos convergen con los de países más ricos, como ha sido el caso de España, Grecia e Irlanda;
- En segundo lugar, existe una débil correlación entre el comportamiento de la tasa de cambio real y el desempeño de las exportaciones, lo cual sugiere que la competitividad no relacionada con precios puede ser un factor más importante para el crecimiento de las exportaciones;
- En tercer lugar, uno de los principales beneficios de una devaluación en términos de suavizar el ajuste económico, es que permite una política monetaria más relajada, escenario que ya se encuentra habilitado gracias al Banco Central Europeo; y
- Finalmente, es probable que el nivel sostenible de flujos de capital y valores de activos y pasivos entre los diferentes países dentro de una unión monetaria sea alto si no existe el riesgo de tasa de cambio para los inversionistas dentro de la unión, lo que sugiere una necesidad menos urgente para restaurar el balance externo.

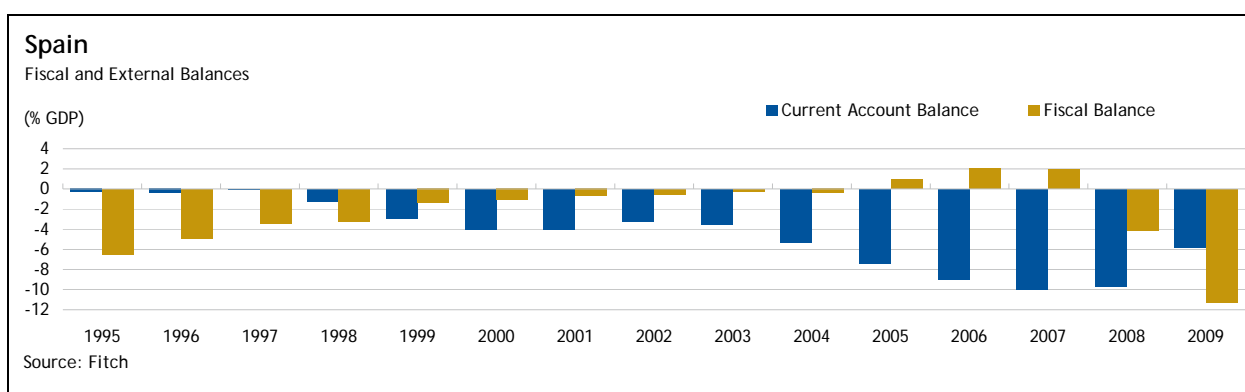
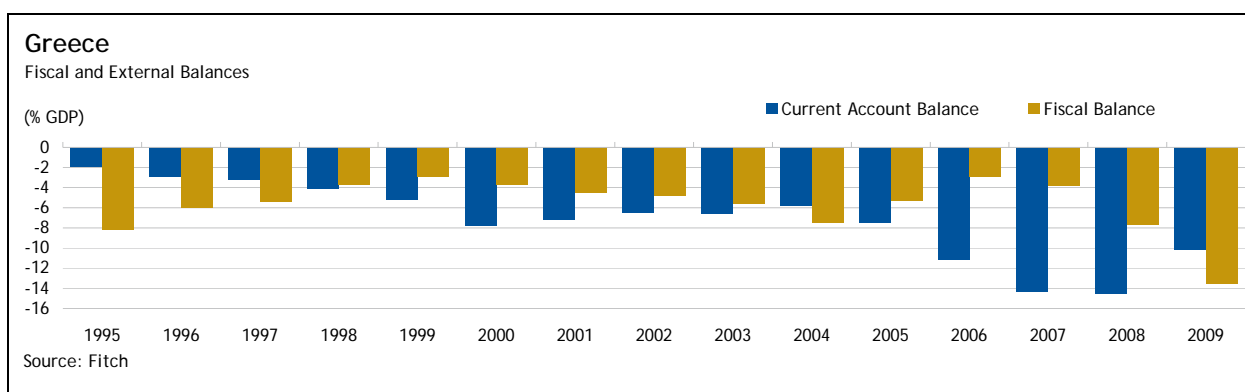
Fitch destaca que la zona euro en su conjunto sigue manteniendo una posición general de cuenta corriente ampliamente equilibrada, ya que las inversiones de la zona se encuentran completamente financiadas por los ahorros de la misma zona, mientras que los desbalances de cuenta corriente de países a nivel individual ya están en descenso.

En segundo lugar, si bien los considerables déficits de cuenta corriente y el alza de los pasivos netos internacionales son elementos compartidos por todos los países GPEII - con la excepción de Italia -, se han presentado diferencias muy importantes en términos del uso de los flujos de capital asociados (ver las siguientes tablas). De forma más llamativa, los déficits de cuenta corriente de España reflejaron principalmente las altas tasas de inversión del sector privado que incluían (pero no se encontraban dominadas por) la inversión residencial durante los pasados 10-15 años. Por el contrario, el déficit de cuenta corriente de Grecia se movió mucho más a la par del déficit fiscal que, junto a una reducida tasa de ahorro nacional, implica que una alta proporción de los flujos de capital externo se estaba utilizando para financiar gastos gubernamentales. Esto también se ve reflejado en los balances por sector, que muestran que los hogares y las compañías griegas tienen niveles de deuda comparativamente bajos, a pesar de la alta carga de la deuda externa general de la economía. No hay duda de que los altos niveles de deuda del sector privado serán una carga en las perspectivas económicas de España, Portugal e Irlanda, ya que los pagos de intereses se destinan principalmente a los inversionistas extranjeros. Pero en la medida que los flujos de capital anteriores fueron utilizados para financiar la formación de capital privado, es más probable que estos contribuyan al futuro potencial de crecimiento de la economía.

La cercana correlación entre los desbalances externos y fiscales refuerza la conclusión de Fitch: la crisis griega es, antes que nada, una crisis de manejo fiscal y de credibilidad de políticas fiscales, y no una crisis económica en sí. Esto se confirma al tomar los pasados 15 años en su conjunto, con lo que se

puede apreciar que el déficit fiscal de Grecia ha sido fácilmente, en promedio, el más alto de los países GPEII (con un 5,7% del PIB), a pesar de haber disfrutado de una de las tasas de crecimiento económico más rápidas, lo cual destaca la debilidad de la disciplina fiscal. Los gobiernos de Portugal e Italia, por otro lado, han contenido los déficits fiscales de manera mucho más efectiva que Grecia, a pesar de contar con tasas de crecimiento del PIB mucho más bajas, mientras que el robusto crecimiento en España e Irlanda estuvo acompañado por un fuerte pago de la deuda gubernamental hasta alcanzar niveles muy por debajo de los promedios de la UE para el año 2007. El análisis de Fitch también considera que el efecto multiplicador de la política fiscal tiene un impacto más potente en Grecia que en cualquier otro lugar (lo que refleja las bajas tasas de ahorro y la baja penetración de las importaciones), lo que sugiere que una política fiscal insosteniblemente relajada fue uno de los factores preponderantes que sostuvieron el crecimiento general de la economía griega.

A pesar de que los indicadores fiscales de Grecia resultan únicos dentro del grupo de países GPEII en términos de altos niveles de deuda, alto déficit y altos pagos de intereses en relación a los ingresos, los recurrentes problemas relacionados con la transparencia de datos revelados el año pasado minaron seriamente la confianza en las instituciones fiscales del país. Junto con el mal historial de ajustes fiscales de Grecia, incluso durante tiempos económicos favorables, esto ha contribuido de manera importante a la pérdida de credibilidad fiscal y a la consecuente necesidad de un paquete de apoyo externo liderado por FMI/UE. Estas son características únicas de Grecia.



## Analistas

Brian Coulton  
Paul Rawkins

+44 207 682 7497  
+44 207 417 4239

brian.coulton@fitchratings.com  
paul.rawkins@fitchratings.com