



Portugal: El nuevo escenario tras el anuncio del Mecanismo Europeo de Estabilización

Luego de que el 3 de mayo pasado se anunciara el plan de rescate para Grecia por US\$ 146 billones, se pensó que la calma retornaría a los mercados internacionales, al menos por algunos días. A pesar de las dudas respecto a la capacidad de Grecia para materializar un plan efectivo de austeridad fiscal, el paquete de ayuda permitía quitarle presión al país en sus obligaciones crediticias de corto plazo, con lo que se podía evitar un contagio mayor a otras economías europeas.

Estos buenos augurios duraron, sin embargo, sólo 3 días. El viernes 6 de mayo los mercados accionarios volvieron a caer fuertemente, a lo que se sumó un problema que hasta ese momento no había asomado en el caso de la crisis de la deuda europea: el spread Libor-OIS, que sirve como una medida de la disposición que tienen los bancos para prestarse entre sí y por lo mismo de su nivel de liquidez, subió de 0,121 puntos a 0,181 sólo entre el 6 y el 7 de mayo. Si bien esto no se compara con los 3,64 puntos que alcanzó este indicador en el momento más álgido de la crisis financiera en 2008, el salto que se produjo en sólo 24 horas es el más alto desde diciembre de 2008.

La importancia de esta señal radica en que precisamente es un indicio de un mayor grado de contagio de los sistemas financieros europeos por la crisis de deuda soberana que vive el continente. Ante este escenario, surgen señales de que el paquete de ayuda para Grecia no sería suficiente para calmar a los mercados, convencidos de que el problema sería más bien de carácter sistémico y había sobrepasado a la mera economía griega. A pesar de la dificultad que ha habido en

El nuevo escenario que enfrenta Europa tras el anuncio de este plan de estabilización financiera, ha dado muestras de que la solución de los problemas no pasa sólo por lo que suceda en Grecia, sino que depende también de la capacidad que tengan gobiernos como los de Portugal, España o Irlanda para implementar las reformas estructurales necesarias para reducir sus desequilibrios macroeconómicos.

los últimos meses para que las autoridades políticas y económicas de la Zona Euro tomen conciencia del problema que enfrentan y actúen en consecuencia, éstas lograron acordar en menos de 48 horas un denominado Mecanismo Europeo de Estabilización, que considera recursos por cerca de € 750 billones, 500 de los cuales provendrían de los países de la Zona Euro y 250 del Fondo Monetario Internacional. En conjunto con esto, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que iniciaría un proceso de compra de bonos soberanos, reabriendo además líneas de crédito con los bancos centrales de países como Estados Unidos, Inglaterra, Suiza y Canadá. Esto último, con el objetivo de poder proveer a los bancos europeos de las divisas que requieran para mantener funcionando los sistemas financieros. Ciertamente esta fue una señal oportuna del Banco Central Europeo, pero le impone un costo en materia de credibilidad no menor, en cuanto a su imagen de independencia.

La crisis de la deuda soberana en Portugal

El nuevo escenario que enfrenta Europa tras el anuncio de este plan de estabilización financiera, ha dado muestras de que la solución de los problemas no pasa sólo por lo que suceda en Grecia, sino que depende también de la capacidad que tengan gobiernos como los de Portugal, España o Irlanda para implementar las reformas estructurales necesarias para reducir sus desequilibrios macroeconómicos. El diagnóstico es relativamente similar en el caso de cada uno de estos países: altos niveles de deuda pública y privada, fuertes déficit fiscales de carácter estructural e importantes saldos negativos en sus cuentas corrientes.

Portugal ha ido acaparando cada vez más la atención de los mercados. Si bien su déficit fiscal (9,4% en 2009) y su deuda pública (77% del PIB) son menos dramáticos que los de Grecia, este país presenta una serie de debilidades que es importante considerar. En primer lugar, la economía de Portugal es, en términos relativos, una economía de poco tamaño: su PIB representa solo el 2% del de la Zona Euro, aún menos que Grecia. Esto hace que los inversionistas tengan muchas alternativas en dónde refugiarse para evitar los riesgos de Portugal. La escasa diversificación de la economía portuguesa tampoco contribuye a su posición dentro de la Zona Euro.

Una segunda debilidad proviene de la pérdida de competitividad que ha sufrido Portugal. Si bien Grecia también acarrea problemas en este ámbito, al menos su incorporación a la Zona Euro dio pie para que el país creciera durante algunos años a tasas considerables. La economía portuguesa creció en promedio entre 2001 y 2008 menos de un 1%, con un escaso aumento en la productividad. Pareciera que el impulso que le dio a Portugal el pertenecer a la Zona Euro se agotó incluso antes de la entrada en vigencia de la moneda única europea. Después de crecer a tasas razonables durante los años 90, el país redujo fuertemente su crecimiento desde el año 2000, sin poder recuperarse hasta hoy. Como complemento de esto último, los salarios nominales han crecido a una tasa promedio del 3% desde el año 2000, muy por sobre el promedio europeo y en franca desproporción respecto al aumento en la productividad y al crecimiento de la economía. Estos factores se han conjugado

para mermar la competitividad de la economía portuguesa.

Unido a lo anterior, se encuentra el marcado déficit en el saldo de cuenta corriente que muestra Portugal. Desde el año 2000, el déficit anual ha sido en promedio, cercano al 10% del PIB. Detrás de este desequilibrio, se encuentra precisamente la falta de competitividad de la economía respecto a sus pares de la Zona Euro. En Grecia los problemas de competitividad se explican principalmente por los altos costos laborales que enfrentan las empresas. Portugal suma a este factor el escaso grado de competencia en sus mercados internos. El Estado permite la existencia de monopolios en una serie de industrias, principalmente en el sector servicios, lo que se traduce en que parte importante del sector privado obtiene sus ganancias a través del ejercicio de poder de mercado, y no a través de mejoras en la productividad.

Es precisamente esta falta de competitividad la que se esconde detrás de los altos niveles de deuda acumulados tanto por el sector público como por el privado. En la mayoría de las industrias, la importación es más eficiente que la producción local, lo que lleva a elevar los niveles de endeudamiento externo. La falta de competitividad de las exportaciones hace que las empresas dependan de la demanda interna para desarrollarse, lo que también genera presiones de endeudamiento. Según el FMI, la deuda externa neta de Portugal representó el año 2008 un 96% del PIB, una cifra incluso superior a la de Grecia. Parte importante de la deuda portuguesa está en manos de bancos extranjeros, lo que explica también la creciente atención sobre el devenir económico de Portugal.

Según estimaciones del Institute of International Finance, Portugal mantiene obligaciones con bancos en el exterior por € 197 billones. Al igual que en el caso de Grecia, los bancos de Alemania y Francia forman parte de los principales acreedores. En conjunto, las instituciones financieras de estos países mantienen cerca del 30% del total de la deuda portuguesa. La principal diferencia respecto a Grecia proviene del rol que tienen los bancos españoles en la deuda portuguesa. Se estima que la exposición de estos bancos es de € 56 billones, casi el 30% de la deuda externa de Portugal. Este alto grado de exposición contrasta con los € 0,8 billones que mantienen los bancos españoles de la deuda externa griega. En este escenario, los riesgos de contagio para España son considerablemente mayores en el caso de que la crisis de Portugal siga escalando.

Los problemas de Portugal han provocado continuas bajas en la clasificación de riesgo del país en los últimos meses. Desde octubre de 2009, las agencias de clasificación de riesgo comenzaron a poner a Portugal en observación, haciendo ver que de no mediar medidas de ajuste fiscal el país se vería afectado en su clasificación. Estas amenazas se volvieron realidad el 24 de marzo pasado, cuando Fitch bajó su rating para la deuda soberana de Portugal al nivel AA-. S&P hizo lo propio el 27 de abril, bajando en dos posiciones la clasificación portuguesa hasta el nivel de A-. Por su parte, Moody's anunció el 5 de mayo que puso en observación a Portugal, con perspectivas de reducir su clasificación en 1 o 2 niveles en un plazo no mayor a los 2 meses.

El giro de la Zona Euro hacia una unión fiscal

A pesar de la compleja situación de Portugal, hay que mantener la cautela al comparar sus problemas con los que enfrenta Grecia. Portugal tuvo el año pasado un déficit fiscal de un 9,4% del PIB, mientras que su deuda pública escaló hasta los € 126 billones (77% del PIB). A pesar de lo alarmante de estas cifras, hay que recordar que la situación de Grecia es aún más dramática. Su déficit fiscal fue de un 13% del PIB el 2009, y su deuda pública se ubica en torno al 115% del PIB. De hecho, los problemas de Portugal serían aún peores si el gobierno no hubiese implementado un programa de austeridad fiscal ya desde antes de la crisis financiera internacional. Al menos en este aspecto, las autoridades de Portugal gozan de una credibilidad internacional superior a la de Grecia, lo que se puede transformar en un capital vital para salir de la crisis.

En concordancia con el plan de estabilización propuesto por las autoridades de la Zona Euro, Portugal anunció el 13 de mayo nuevas medidas para reducir sus desequilibrios fiscales. Entre éstas se cuenta una reducción en los salarios de los altos cargos de la administración pública, un aumento del impuesto a la renta y un alza del IVA del 20% al 21%. Con esto, se espera llevar el déficit fiscal a un 4,6% del PIB a finales de 2011. Si bien estas medidas son necesarias y bienvenidas, no son en ningún caso suficientes para enfrentar los problemas más estructurales de la economía portuguesa.

Para definir con mayor precisión las presiones que enfrentará Portugal, es necesario conocer los detalles del plan anunciado por las autoridades de la Zona Euro. En este sentido, existen pocas certezas respecto a los mecanismos que se utilizarán para canalizar el apoyo financiero anunciado. Dada la necesidad de que parte importante de la ayuda sea visada por los parlamentos de las principales economías europeas, el Banco Central Europeo jugará un rol clave en la estabilización de los mercados financieros a corto plazo. Esto explica la importancia de las medidas anunciadas por su presidente, Jean-Claude Trichet, en orden a proveer de suficiente liquidez a los bancos europeos y a realizar operaciones de compra de bonos soberanos de los países en riesgo de default. Estas medidas no requieren mayor tramitación política y pueden ser implementadas con relativa rapidez, lo que respondería a la urgencia con que se requiere estabilizar los mercados financieros de Europa.

Aunque la intervención del BCE parece necesaria, existen dudas respecto a la independencia con que ha actuado el instituto emisor europeo durante las últimas semanas. A pesar de que su presidente lo ha desmentido, es natural pensar que hayan existido fuertes presiones políticas por iniciar operaciones de compra de bonos soberanos, las que pueden llevar a poner en riesgo las metas de inflación que orientan el actuar del BCE. En medio de la crisis, este organismo pasará a servir de apoyo explícito a las políticas fiscales de la Zona Euro, lo que pone de manifiesto dudas sobre la autonomía con que está operando. El plan de rescate de Grecia ya implicó adaptar las reglas con que funciona el BCE para que pudiera, por ejemplo, canjear bonos soberanos griegos por liquidez en los mercados financieros.

Considerando que el BCE opera bajo el sistema de metas de inflación, cabe preguntarse hasta qué punto su rol en la crisis puede afectar su credibilidad al momento de tener que enfrentar una escalada de presiones inflacionarias.

Otro cambio en la institucionalidad económica de Europa que está sucediendo como consecuencia de la crisis, es el giro hacia un federalismo fiscal de facto que está tomando la Zona Euro con el Mecanismo Europeo de Estabilización. En la práctica, la señal que se le está enviando a los mercados es que las deudas soberanas de los miembros de la Zona Euro están aseguradas de manera colectiva, por lo que su riesgo de default es bajo. Una señal de esta magnitud, sin que existan los mecanismos necesarios como para asegurar que los miembros de la Zona Euro cumplirán con los compromisos fiscales que suscriben, puede hacer que los costos de planes de estabilización como el que se ha anunciado aumenten de forma significativa. El hecho de establecer mecanismos como este, hace también que se vuelva más difícil mantener la presión sobre gobiernos como el de Portugal para que implementen las reformas estructurales que se requieren.

Los recursos comprometidos para el plan de estabilización de la Zona Euro son, en cierta medida, de carácter permanente. Se fija en la práctica un precedente en términos de que las economías de la unión monetaria pondrán todos los recursos que sean necesarios para evitar que uno de sus miembros caiga en default. Si las responsabilidades crediticias de la Zona Euro son colectivas, es de suponer que el control de la política fiscal también lo debe ser. El paso que está dando Europa hacia una unión fiscal parece ser decisivo.


Conclusiones y proyecciones

Portugal comparte con Grecia un origen común de sus desequilibrios económicos y un diagnóstico similar respecto a cómo estos pueden ser enfrentados. Si bien las autoridades de la Zona Euro han dispuesto de los recursos necesarios para prevenir una caída en default a corto plazo, es clave comprender que la única alternativa a más largo plazo es que la estructura con la que funciona la economía portuguesa sea reformada profundamente, para eliminar rigideces y problemas de carácter estructural adquiridas durante las administraciones social democráticas.

La economía de Portugal se contrajo un 2,7% en 2009, mientras que se espera que este año presente un crecimiento levemente superior al 0%. Si Portugal no es capaz de retomar una trayectoria de crecimiento positivo, se puede producir una crisis de deuda a pesar de los recursos que ha anunciado la Zona Euro. Portugal debe reducir la brecha de competitividad que lo separa de las economías líderes de la región. Si esa brecha se mantiene, los incentivos para que los niveles de endeudamiento público y privado crezcan seguirán presentes, afectando con ello la estabilidad financiera de la Zona Euro.

Cuadro Nº 1

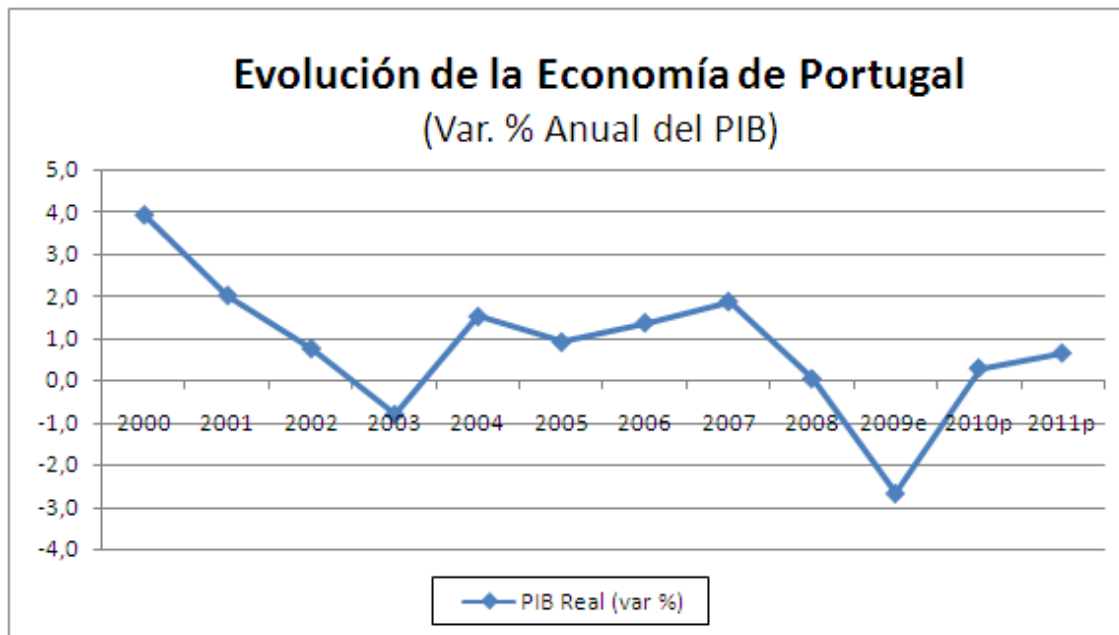
Índices Económicos de Portugal

 Portugal	2004	2005	2006	2007	2008	2009p	2010p
PIB Real (var %)	1.5	0.9	1.4	1.9	0.0	-2.7	0.3
Demanda Interna (var %)	4.7	4.6	3.5	4.3	3.8	-2.8	1.2
Consumo Privado (var %)	5.1	4.7	5.1	4.4	4.4	-2.5	2.1
Inversión (var %)	2.7	1.6	2.0	5.4	1.4	-13.6	-3.7
Balanza comercial (EUR Bill.)	-15.4	-18.5	-18.6	-19.5	-23.2	-19.0	n/a
Exportaciones (EUR Bill.)	28.8	30.7	34.5	37.6	37.9	31.1	n/a
Importaciones (EUR Bill.)	44.2	49.2	53.1	57.1	61.2	50.1	n/a
Cuenta Corriente (% del PIB)	-7.6	-9.5	-10.0	-9.4	-12.1	-10.1	-9.0
Inflación (%dic/dic)	2.6	2.5	2.5	2.4	2.7	-0.9	0.8
Balance Fiscal (% del PIB)	-7.6	-9.5	-10.0	-9.4	-12.1	-9.4	-9.0

Fuentes: JP Morgan, FMI.

Gráfico Nº 1

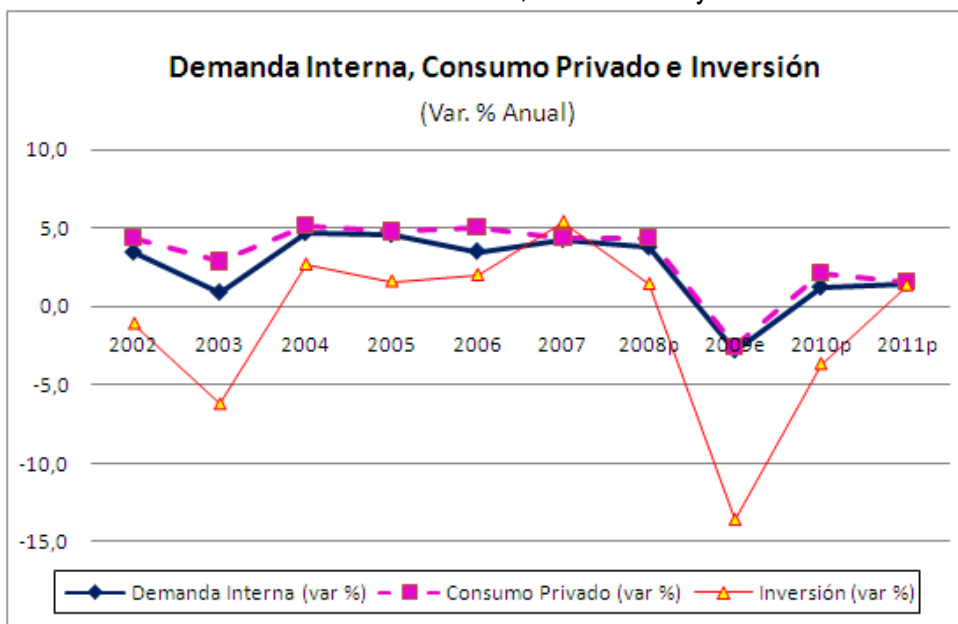
Crecimiento del PIB (var %)



Fuente: JP Morgan, FMI.

Gráfico Nº 2

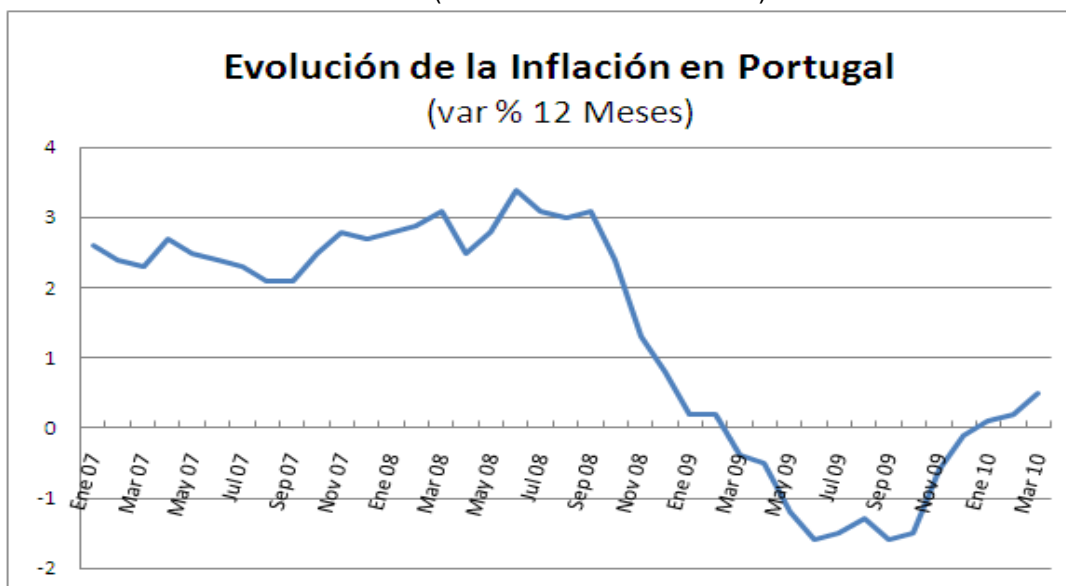
Evolución de la Demanda Interna, el Consumo y la Inversión.



Fuente: Eurostat.

Gráfico Nº 3

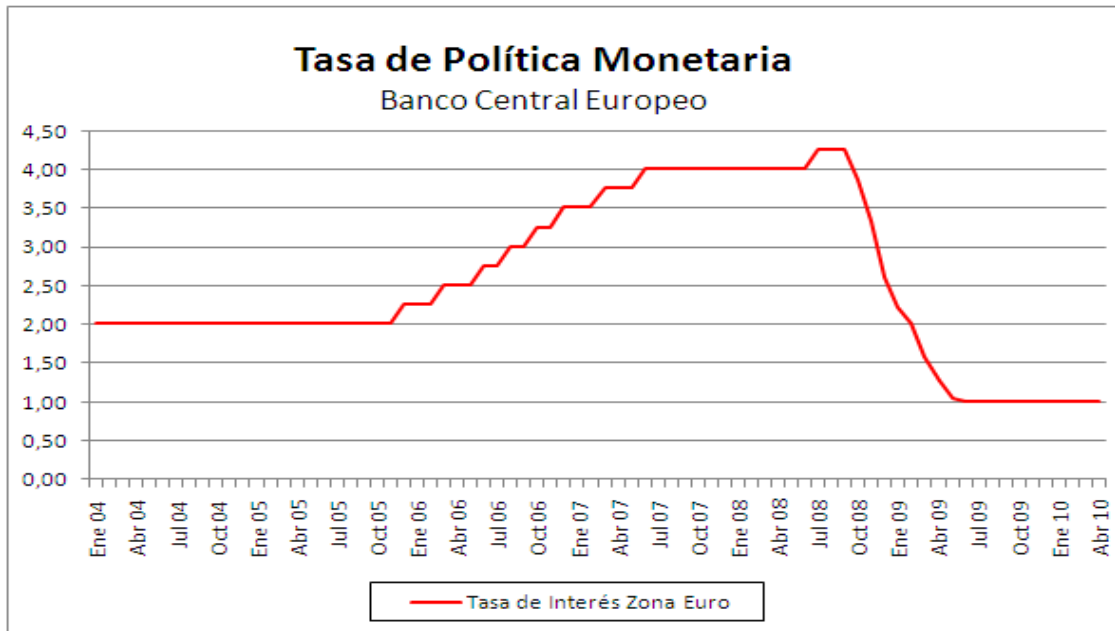
Inflación (variación % en 12 meses)



Fuente: Eurostat.

Gráfico Nº 4

Evolución Tasa de Referencia de Política Monetaria



Fuente: Banco Central Europeo.

Cuadro Nº 2

Proyecciones Tasa de Interés Zona Euro

Actual	Jun 10	Sep 10	Dic 10	Mar 11
1,00	1,00	1,00	1,00	1,25

Fuente: JP Morgan

Cuadro Nº 3

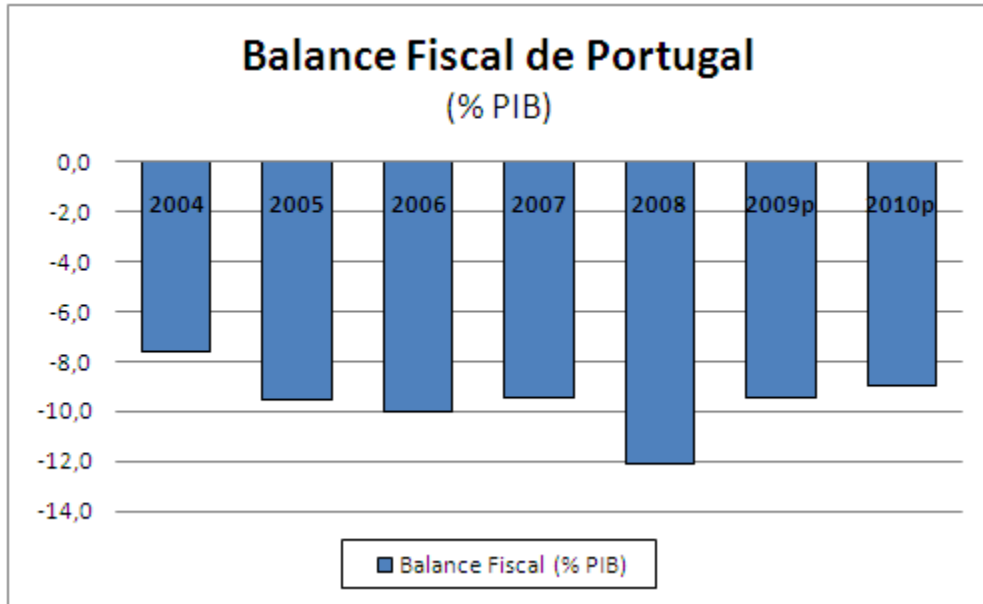
Clasificaciones de Riesgo

	Moody's	S&P	Fitch
Portugal	Aa2	A-	AA-

Fuente: JP Morgan

Gráfico Nº 5

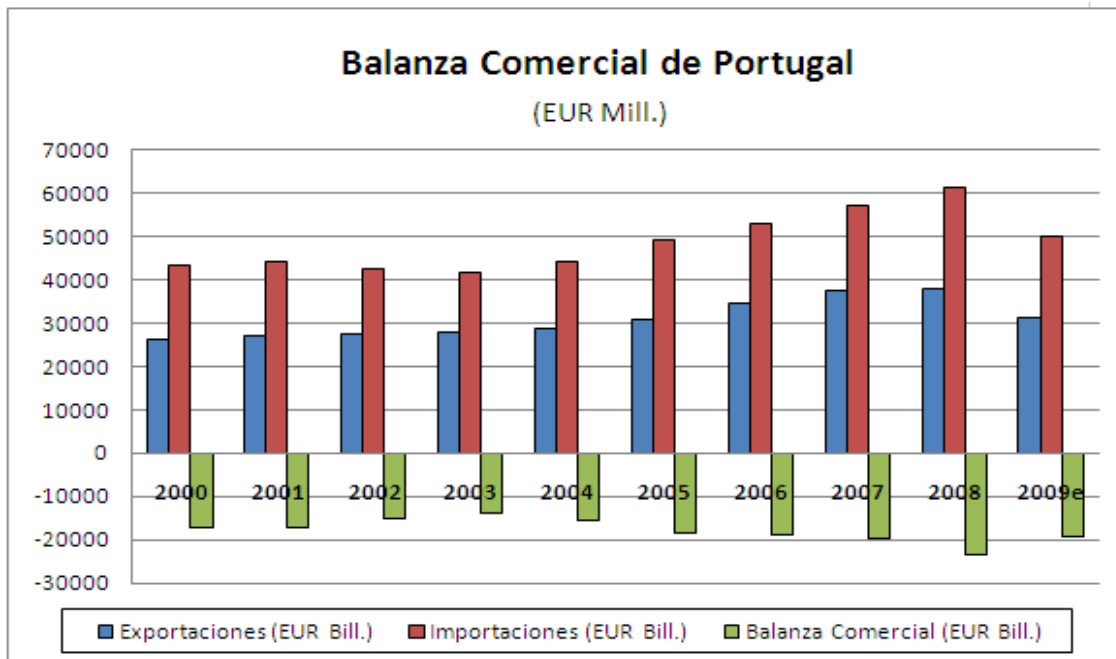
Balance Fiscal (% del PIB)



Fuente: FMI

Gráfico Nº 6

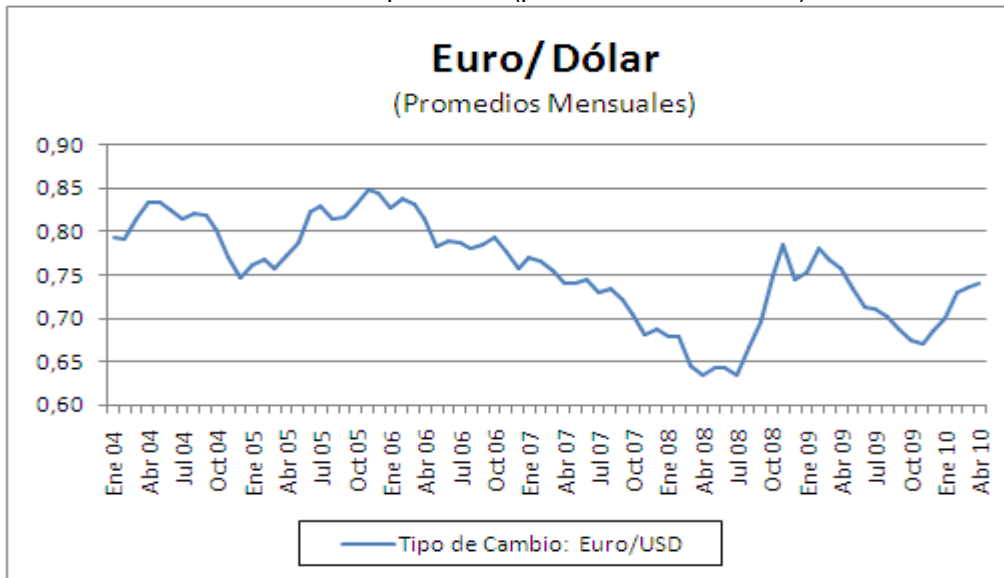
Balanza Comercial



Fuente: Eurostat.

Gráfico Nº 7

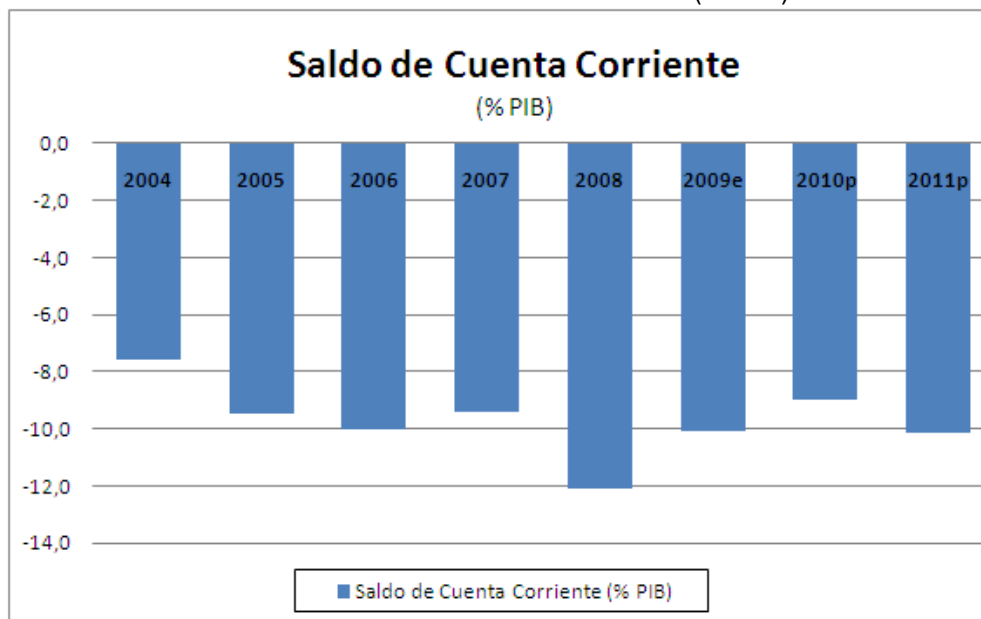
Tipo de Cambio
Paridad Euro por Dólar (promedios mensuales)



Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico Nº 8

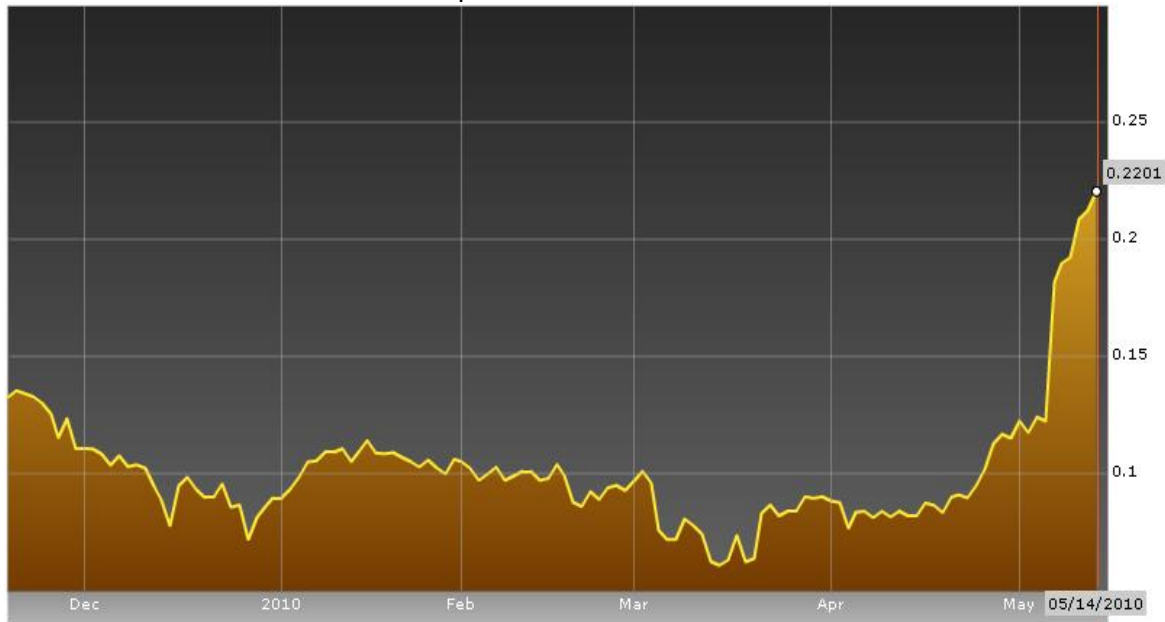
Saldo de Cuenta Corriente en Grecia (% PIB)



Fuente: FMI

Gráfico Nº 9

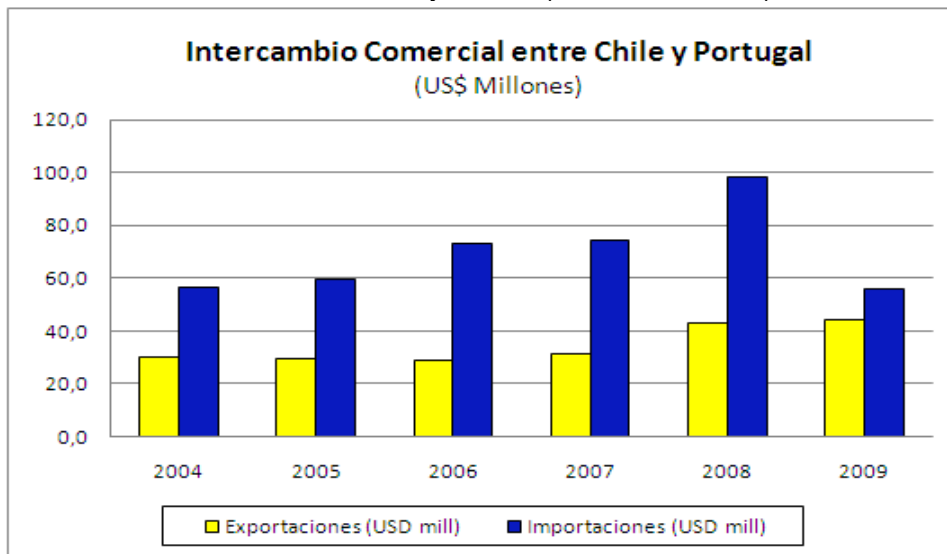
Evolución del Spread Libor-OIS a Tres Meses



Fuente: Bloomberg.

Gráfico Nº10

Comercio de Chile y Grecia (millones de USD)



Fuente: Banco Central de Chile.