

SERIE INFORME
ECONÓMICO

ISSN 0717-1536

Nº 208

JULIO 2010

**Crisis en Zona Euro:
Problemas Estructurales,
Abuso del Estado de
Bienestar y Exceso de
Gasto Público**

Centro de Economía Internacional*



INDICE

Resumen Ejecutivo	5
<hr/>	
I. Aspectos Generales	7
1.1. Urgente Reforma a los Estados de Bienestar	7
1.2. Problemas de Competitividad y sus Efectos sobre el Nivel de Endeudamiento	8
1.3. Los Problemas de una Escasa Coordinación Fiscal	9
1.4. Proyecciones y Conclusiones	10
<hr/>	
II. España: Avances en la Definición de una Estrategia Fiscal y de Competitividad Económica	11
2.1. Detalles del Plan de Austeridad Fiscal	11
2.2. Medidas aún Insuficientes	13
2.3. Proyecciones para la Economía Española	14
<hr/>	
III. Grecia: Rescate Financiero no Asegura Fin de la Crisis	15
3.1. Una Crisis con Orígenes Propios	15
3.2. Tardía Aceptación de la Ayuda Internacional	16
3.3. El Paquete de Rescate y los Compromisos de Grecia	17
3.4. Conclusiones y Proyecciones	19
<hr/>	
IV. Irlanda: Los Nuevos Desafíos de su Economía	21
4.1. Causas de la Crisis	21
4.2. Estrategias de Salida	21
4.3. Conclusiones y Proyecciones	22
<hr/>	
V. Portugal: Nuevos Escenarios tras el Mecanismo de Estabilización	23
5.1. La Crisis de la Deuda Soberana	23
5.2. El Giro de la Zona Euro hacia una Unión Fiscal	25
5.3. Conclusiones y Proyecciones	27

* Responsable: Francisco Garcés G., Ingeniero Comercial, Pontificia Universidad Católica de Chile. Estudios de postgrado en Universidad de Columbia. Director del Centro de Economía Internacional de Libertad y Desarrollo.



CRISIS EN ZONA EURO: PROBLEMAS ESTRUCTURALES, ABUSO DEL ESTADO DE BIENESTAR Y EXCESO DE GASTO PÚBLICO

Resumen Ejecutivo

La presente Serie Informe Económico corresponde al análisis hecho por el Centro de Economía Internacional de Libertad y Desarrollo, acerca de la complicada situación de la economía europea, específicamente de Grecia, España, Portugal e Irlanda.

En términos generales, lo que se plantea es que la Zona Euro está enfrentando en la actualidad el mayor desafío económico y político desde su fundación. Pese a que las características de la crisis europea difieren de país en país, es posible identificar, en todos los casos más críticos, patrones comunes que explican los desequilibrios que están en el origen de las dificultades que enfrenta esta unión monetaria. Si bien existen factores coyunturales, como la propia crisis financiera internacional que han generado presiones de mayor gasto público, los desequilibrios que se observan en la mayoría de las economías de la Zona Euro están directamente relacionados con falencias de carácter estructural.

Entre las principales causas de la actual crisis se menciona el desarrollo de Estados de Bienestar con beneficios y garantías desproporcionados para el tamaño de las economías, las amplias diferencias y caídas en los niveles de competitividad de los países de la Zona Euro y la falta de un marco institucional común que haga compatible la unión monetaria con una coordinación más estricta y coherente de las políticas fiscales dentro de este bloque de naciones. La crisis financiera internacional y la positiva presión de los mercados han hecho que estos problemas salgan a la luz con más fuerza, a pesar de que su origen se relaciona más con fallas estructurales de larga data que con el ciclo económico coyuntural actual.

La investigación sostiene que para que la Zona Euro pueda retomar un crecimiento sostenido de su economía deberá solucionar primero los problemas internos que aquejan a varios de sus miembros. Muchas de estas soluciones pasan por lograr reformar la estructura a través de la cual ha funcionado hasta ahora la unión monetaria, desarrollando mecanismos institucionales que permitan que los países se hagan responsables frente a sus pares de la gestión de una política fiscal prudente y de mejorar, mediante cambio estructural, su competitividad internacional.

(continúa en la página siguiente)



Además, se resalta la importancia de considerar hasta qué punto factores de política interna han influido en el irresponsable manejo fiscal, cuestionamiento que no debe dirigirse únicamente a las macro instituciones de la Zona Euro, sino también a las propias fuerzas políticas, principalmente el modelo económico y social de la Social Democracia europea, que durante los últimos años impulsaron las medidas que terminaron por deteriorar más rápidamente los fundamentos macroeconómicos de los países de la región.

CRISIS EN ZONA EURO: PROBLEMAS ESTRUCTURALES, ABUSO DEL ESTADO DE BIENESTAR Y EXCESO DE GASTO PÚBLICO

I. Antecedentes Generales

La Zona Euro está enfrentando en la actualidad el mayor desafío económico y político desde su fundación. Pese a que las características de la crisis europea difieren de país en país, es posible identificar, en todos los casos más críticos, patrones comunes que explican los desequilibrios que están en el origen de las dificultades que enfrenta esta unión monetaria. Si bien existen factores coyunturales, como la propia crisis financiera internacional que han generado presiones de mayor gasto público, los desequilibrios que se observan en la mayoría de las economías de la Zona Euro están directamente relacionados con falencias de carácter estructural.

Entre las principales causas de la actual crisis se encuentran el desarrollo de Estados de Bienestar con beneficios y garantías desproporcionados para el tamaño de las economías, las amplias diferencias en los niveles de competitividad de los países de la Zona Euro y la falta de un marco institucional común que haga compatible la unión monetaria con una coordinación más estricta de las políticas fiscales dentro de este grupo de naciones. La crisis financiera internacional y la positiva presión de los mercados han hecho que estos problemas salgan a la luz con más fuerza, a pesar de que su origen se relaciona más con fallas estructurales de larga data que con el ciclo económico coyuntural actual.

1.1. Urgente Reforma a los Estados de Bienestar

Parte importante de las presiones fiscales en los países europeos están directamente relacionadas con la evolución que han seguido los sistemas de protección

social en las últimas tres décadas en dicho continente.

Los Estados europeos han avanzado hacia niveles más amplios de coberturas en todos los aspectos de la política social. Esto ha aumentado las necesidades de financiamiento de los Estados, presionando hacia mayores grados de apalancamiento financiero. Países con marcos institucionales y normativos más avanzados, como Alemania, han logrado compatibilizar de mejor forma el desarrollo de una economía competitiva con políticas sociales amplias pero focalizadas y sujetas a mayores estándares de eficiencia y eficacia. Sin embargo, la falta de capacidad institucional y la desproporción entre el nivel de cobertura garantizada y el tamaño de las economías, terminó por convertir los Estados de Bienestar de Grecia, Portugal y España en un conjunto de prestaciones muchas veces capturadas por fuerzas políticas pseudo progresistas, grupos de interés o agrupaciones corporativas.

Uno de los aspectos de los Estados de Bienestar que mayores presiones fiscales genera son los sistemas de pensiones. Tal como sucedía en Chile antes de la reforma (de capitalización individual) de 1981, existen en países como Francia, España, Grecia y Portugal múltiples regímenes de jubilación, con características y garantías específicas según sea el tipo de profesión, el lugar de trabajo o el sindicato al que pertenezca cada empleado. Mientras que en la mayoría de los países la edad oficial de jubilación es de 65 años, en la práctica existen múltiples vías por medio de las cuales es posible acceder a una pensión incluso con menos de 60 años. Mientras que en Dinamarca y Suiza casi el 80% de la población entre 55 y 59 años es laboralmente activa, en España, Italia y Grecia esa cifra llega apenas a un 46%, 34% y 51%, respectivamente. Entre los países de la Zona Euro, existen, además, amplias divergencias en las edades



Tabla N° 1: Indicadores Económicos de la Zona Euro

Zona Euro	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p
PIB Real (var %)	2.2	1.7	3.0	2.8	0.6	-4.1	1.0	1.5
Demanda Interna (var %)	1.7	2.0	3.0	2.3	0.6	-3.0	1.3	1.9
Consumo Privado (var %)	1.5	1.9	2.1	1.6	0.4	-0.9	0.4	1.3
Inversión (var %)	1.9	3.4	5.8	4.8	-0.7	-10.6	1.6	4.0
Balanza comercial (EUR Bill.)	122.6	59.8	23.4	-12.7	53.2	110.1	133.1	n/a
Exportaciones (EUR Bill.)	1390	1515.1	1749	2157.3	1839.5	1703.8	1969.9	n/a
Importaciones (EUR Bill.)	1267.4	1455.3	1725.6	2170	1786.3	1593.7	1836.8	n/a
Cuenta Corriente (% del PIB)	0.8	0.1	-0.1	0.1	-1.8	-0.6	0.1	0.3
Inflación (%dic/dic)	2.3	2.3	1.9	3.1	1.6	0.9	1.2	1.5
Balance Fiscal (% del PIB)	-2.9	-2.7	-2.0	-1.7	-2.6	-4.3	-4.7	-4.5

Fuente: FMI, OCDE, Eurostat y JP Morgan.

promedio de jubilación. En Alemania esta cifra es de 61,3 años, mientras que en Francia es de 58,8 años y en Grecia de poco menos de 60 años.

Las presiones a las que son sometidos los aparatos fiscales de países europeos son también apreciables en el Índice de Libertad Económica elaborado año a año por la Heritage Foundation.

En el segmento de "Libertad Fiscal", que mide los costos que enfrentan las empresas, dada la estructura tributaria de un país, son muchas las naciones europeas que se encuentran en una posición incluso peor que países como Argentina, Brasil o Chile. En este indicador, que va desde 0 a 100 (en donde 100 representa máxima libertad fiscal), Grecia recibe 65,9 puntos, España 58.1 puntos y Francia 51,9 Puntos. En contraste, Chile se ubica muy por encima en el ranking, con 77,5 puntos. Incluso países como Brasil y Argentina, alcanzan puntajes de 68,4 y 69,5, respectivamente.

La reforma a los Estados de Bienestar urge como una medida indispensable para asegurar el éxito de los planes de ajuste fiscal que se han estado anunciando a raíz de la crisis de la deuda soberana. De todas formas, el poder de los grupos de interés, acostumbrados tras décadas de recibir amplios beneficios, dificultará cualquier intento de reforma. Éste es uno de los principales riesgos que enfrentan los planes de austeridad fiscal de países como Grecia y España.

1.2. Problemas de Competitividad y sus Efectos sobre el Nivel de Endeudamiento

Otro de los problemas que arrastra Europa es el importante diferencial que existe entre los países en materia de competitividad. Un primer síntoma de esto último se observa al analizar las cifras de los saldos de cuenta corriente de las economías europeas. Mientras que Alemania muestra sostenidos superávits en su









saldo de cuenta corriente, países como España, Portugal, Grecia e Irlanda tienen permanentes déficits, los que se mantienen independientemente de las fluctuaciones propias del ciclo económico. Al respecto, es el caso de Grecia el que mayor preocupación genera a simple vista. Entre 2007 y 2009 la República Helénica presentó un déficit promedio en su saldo de cuenta corriente del 13,4% del PIB, dando cuenta del gran nivel de gasto y de la existencia de anomalías en la forma en que este país se relaciona con el resto de las economías con las que interactúa.

Una variable relevante que se debe considerar cuando se observan desequilibrios externos en un país, es el nivel de competitividad que posee su economía. Es esperable que los países con altos niveles de competitividad tengan mayores ventajas para colocar sus productos en los mercados internacionales, convirtiéndose así en potencias exportadoras. Por otra parte, un déficit en términos de competitividad hace más difícil la inserción internacional de una economía. Típicamente, los países han utilizado en el pasado la política cambiaria como un fusible frente a desequilibrios en materia de competitividad con sus socios comerciales. Este instrumento permite mantener los equilibrios externos en niveles razonables a pesar de poseer, por ejemplo, costos laborales más altos que hacen menos competitiva a una economía. Dado que en la Zona Euro el instrumento de política cambiaria deja de ser válido, las economías deben interactuar asumiendo los efectos que provocan las amplias diferencias que se dan en materia de competitividad.

En este ámbito, las diferencias entre Alemania y el resto de las naciones europeas son abismantes. Hasta hace muy poco tiempo, este último país era la principal potencia exportadora del mundo, puesto que cedió recién el 2009 a China. Utilizando medidas como la productividad total de factores o los niveles de inversión en innovación, investigación y desarrollo, Alemania supera ampliamente a sus pares europeos. Esta situación es refrendada además por el Índice de Competitividad Global, elaborado por el Foro Económico Mundial. En su edición 2009-2010, este indicador muestra a Alemania en el séptimo puesto entre 133 economías. Más atrás en el *ranking* aparecen Irlanda en el puesto 25, España en el puesto 33, Portugal en el lugar 43 e Italia ocupando apenas el lugar 48. Estos últimos cuatro países son incluso superados por naciones como Chile, Malasia y República Checa. Aún más lejano en este *ranking* se ubica Grecia, solo en el puesto número 71. Al medir la competitividad a partir de un amplio rango de factores, que van desde el marco institucional de un país hasta su disponibilidad de capital humano, este indicador permite dar cuenta de las dramáticas diferencias que se observan en esta materia entre los propios miembros de la Zona Euro.

Como es de esperar, niveles de competitividad tan disímiles generan frecuentemente desequilibrios en los indicadores que miden la interacción de una economía con el resto del mundo. En el caso particular de la Zona Euro, tanto Grecia como Portugal, España, Irlanda e Italia mantienen importantes déficit en su saldo de cuenta corriente con Alemania. Dado que los países menos competitivos deben endeudarse para poder adquirir los productos que necesitan desde sus pares en mejor posición para competir a nivel internacional, se van generando crecientes presiones de aumento en los niveles de endeudamiento. En el caso de la Zona Euro, Grecia, por nombrar solo un ejemplo, entró en un espiral de aumento sostenido en sus niveles de deuda. Dadas las bajas tasas de interés que primaron en los mercados durante gran parte de la década pasada, los países pudieron continuar endeudándose para sostener sus niveles de gasto, conforme la competitividad se iba deteriorando paulatinamente. Si bien no es la única

Tabla N° 2: Crecimiento del PIB en la Zona Euro

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p
 Zona Euro	2.2	1.7	3.0	2.8	0.6	-4.1	1.0	1.5
 Alemania	0.7	0.9	3.4	2.6	1.0	-4.9	1.9	2.1
 España	3.3	3.6	4.0	3.6	0.9	-3.8	-0.7	0.9
 Francia	2.3	1.9	2.4	2.3	0.3	-2.5	1.7	2.1
 Irlanda	4.6	6.2	5.4	6.0	-3.0	-7.1	-0.7	3.0
 Italia	1.4	0.8	2.1	1.4	-1.3	-5.1	1.1	1.5
 Grecia	4.6	2.2	4.5	4.5	2.0	-1.9	-4.0	-2.5
 Portugal	1.5	0.9	1.4	1.9	0.0	-2.7	1.0	0.8

Fuente: FMI, OCDE, Eurostat y JP Morgan.

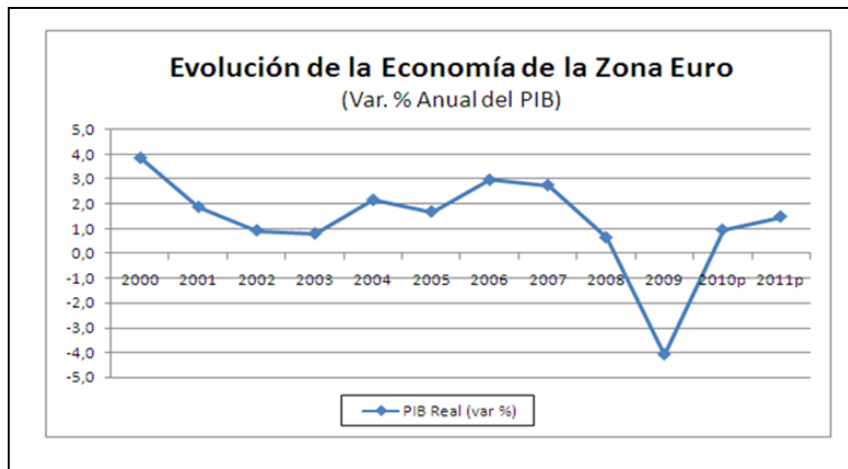
variable que explica la crisis que atraviesa Europa, el problema del diferencial en los niveles de competitividad permite comprender cómo una característica estructural de la Zona Euro va generando permanentes incentivos para que los países aumenten sus niveles de endeudamiento y pierdan así la necesaria prudencia que debe existir en el manejo de los equilibrios macroeconómicos de un país.

1.3. Los Problemas de una Escasa Coordinación Fiscal

Un tercer factor que explica el desarrollo de la crisis en Europa, es la falta de un mecanismo institucional a nivel de la Zona Euro que permita coordinar de manera efectiva la política fiscal de los distintos Estados miembros. Por ahora, los miembros de la Unión Europea están sometidos a la regla del Tratado de Maastricht, que impone un tope máximo para el déficit fiscal del 3% del PIB. El problema es que ante un escenario internacional muy volátil, una norma poco flexible, como la que fija el mencionado acuerdo, es rápidamente violada por los distintos países. De hecho, en el contexto de países que cuentan con sistemas de seguridad social desarrollados, gran parte de la respuesta fiscal contra cíclica en el caso de una crisis se produce de manera automática, por la vía de mecanismos como los seguros de desempleo o los subsidios a la contratación. Por este motivo, la Zona Euro requiere una institucionalidad que reconozca la interdependencia que existe entre las políticas fiscales de los distintos Estados miembros.



Gráfico N° 1: Crecimiento del PIB (variación % anual)



Fuente:FMI y JP Morgan.

De cierta forma, éste es el camino que se ha tomado cuando se diseña un paquete de rescate financiero para las economías más vulnerables, quedando ellas sujetas al cumplimiento de estándares en su política fiscal que serán fiscalizados por el resto de los países que conforman la Zona Euro. En la práctica, los Estados europeos han asumido una posición en la que son solidariamente responsables de los posibles desequilibrios que puedan surgir de manera doméstica en alguno de los Estados miembros. Esta garantía va de la mano con la posibilidad de exigir el cumplimiento de mejores estándares en la política fiscal de cada país. De facto, y saltándose toda la discusión que ha habido en los últimos años referente a la conveniencia de avanzar hacia una unión fiscal en Europa, la Zona Euro ha decidido que no puede estar disponible para dejar que alguno de sus miembros caiga en cesación de pagos. Simplemente el riesgo, para la Unión Monetaria y sus miembros, sería demasiado alto.

Si es que efectivamente la manera en que han reaccionado las autoridades de la Zona Euro, en esta crisis, sienta un precedente para posibles escenarios de crisis futuras, será necesario desarrollar un marco institucional que otorgue mayores certezas respecto a los deberes y derechos que adquieren los distintos Estados miembros al momento de ingresar a la unión monetaria europea. En definitiva, el avance hacia la estructuración de un federalismo europeo debe ir de la mano con una clara definición de los roles de cada uno de los actores

que participan en las decisiones. De lo contrario, los problemas de riesgo moral asociados al reciente paquete de rescate financiero pueden terminar afectando la estabilidad económica y financiera del conjunto o al proceso de recuperación económica.

1.4. Proyecciones y Conclusiones

Para que la Zona Euro pueda retomar un crecimiento sostenido de su economía deberá solucionar primero los problemas internos que aquejan a varios de sus miembros. Muchas de estas soluciones pasan por lograr reformar la estructura

mediante la cual ha funcionado hasta ahora la unión monetaria, desarrollando mecanismos institucionales que permitan que los países se hagan responsables frente a sus pares de la gestión de una política fiscal prudente.

Si bien aquí se han mencionado tres grandes desafíos que enfrenta la Zona Euro, es importante considerar hasta qué punto factores de política interna han influido en el irresponsable manejo fiscal. Un caso paradigmático es España: el Presidente Rodríguez Zapatero ganó su segundo mandato con un discurso basado en la idea de ampliar y profundizar el Estado de Bienestar español. Sin embargo, a menos de 2 años de dicha elección, el propio gobierno deberá echar marcha atrás en una serie de políticas sociales que formaban parte del programa de gobierno y que a poco andar demostraron ser insostenibles en términos fiscales.

En este sentido, el cuestionamiento no debe dirigirse únicamente a las macro instituciones de la Zona Euro, sino también a las propias fuerzas políticas, principalmente el modelo económico y social de la Social Democracia europea, que durante los últimos años impulsaron las medidas que terminaron por deteriorar más rápidamente los fundamentos macroeconómicos de los países de la región.

Si los planes de austeridad fiscal cumplen con los objetivos que se han trazado, se podrá ir recuperando

paulatinamente el equilibrio en el plano fiscal en la región. Luego de haberse contraído un 4,1% en 2009, se espera que el PIB de la Zona Euro crezca un 1,0% en términos reales el 2010. La recuperación de la economía global favorecerá de manera diferenciada a los países de la Zona Euro: Alemania y Francia, economías con un mayor potencial exportador, podrán percibir los beneficios de la recuperación del intercambio comercial. Por su parte, naciones como Grecia y España percibirán por segundo año consecutivo una contracción en su PIB. La posibilidad de ambos países de entrar en una fase sostenible de recuperación, dependerá de la capacidad que tengan para realizar los ajustes necesarios que permitan sentar las bases de la recuperación sobre fundamentos macroeconómicos más estables. Por ahora, no existen evidencias de que los planes de ajuste anunciados vayan a ser implementados con la consistencia, profundidad y celeridad que se requiere.

II. España: Avances en la Definición de una Estrategia Fiscal y de Competitividad Económica

El pasado viernes 28 de mayo la agencia clasificadora de riesgo Fitch redujo su clasificación para la deuda soberana de España de AAA a AA+. Esta modificación se produjo solo un día después de que el Parlamento español aprobara, por un escaso margen, el proyecto de ajuste fiscal propuesto por el gobierno. A diferencia de las degradaciones anteriores en la clasificación de riesgo que había sufrido España, Fitch argumentó que su decisión se fundamentaba en las menores perspectivas de crecimiento para la economía española como consecuencia del proceso de ajuste fiscal que el gobierno intenta llevar adelante. De esta forma, el mercado estaría reconociendo que España puede superar los problemas que enfrenta, pero que para hacerlo debe pagar un costo importante en términos de crecimiento.

Con todo, persisten aún dudas sobre la eficacia con que será implementado el plan de ajuste y sobre la real posibilidad de que se implementen las reformas necesarias para superar, más allá del desequilibrio fiscal

actual, los problemas estructurales y de competitividad de la economía española que pueden poner trabas al crecimiento económico futuro como elemento fundamental para reducir el desequilibrio fiscal y el endeudamiento público.

2.1. Detalles del Plan de Austeridad Fiscal

El jueves 27 de mayo el Parlamento español aprobó, por apenas un voto, el plan de austeridad fiscal presentado por el Presidente del Gobierno español, José Luis Rodríguez Zapatero. En concreto, la estrategia formulada por las autoridades españolas prevé recortes en el gasto público por US\$ 18 billones en un plazo de dos años. Más allá de los montos involucrados, la importancia del plan radica en que pone de manifiesto una voluntad política clara del gobierno español para hacer frente a los desequilibrios macroeconómicos del país. A pesar de la urgente necesidad de una medida como la anunciada, existían a nivel internacional serias dudas respecto a la voluntad que tendría el gobierno para asumir los costos políticos de reducir muchos de los beneficios sociales implementados precisamente durante la gestión de la actual administración. En este sentido, el ajuste fiscal anunciado representa un drástico giro en la política del Presidente Rodríguez Zapatero, por cuanto el discurso que ha guiado su gestión y mediante el cual ganó la elección de 2008, ha estado basado en la estructuración en un Estado de Bienestar más potente para España, con mayores garantías en todos los ámbitos de la política social. Este cambio de rumbo amenaza con infligir un duro golpe al capital político del actual jefe de gobierno español.

La posesión interna de elementos prudentes cercanos al gobierno y la salida del competente Ministro de Finanzas anterior, Pedro Solbes, no fueron suficientes para moderar la fuerte propensión al gasto del gobierno socialista español. La nueva ministra de la cartera, Elena Salgado, siguiendo obsecuentemente las instrucciones del Presidente del gobierno español, ha llevado a la economía española a una situación de alto riesgo de contagio.

La presión internacional ha sido un elemento clave para que España se haya decidido a aceptar un ajuste, cuyos



Tabla N° 3: Indicadores Económicos de España

España	2004	2005	2006	2007	2008	2009p	2010p	2011p
PIB Real (var %)	3.3	3.6	4.0	3.6	0.9	-3.8	-0.7	0.9
Demanda Interna (var %)	4.8	5.1	5.2	4.2	-0.5	-6.1	-1.1	0
Consumo Privado (var %)	4.2	4.2	3.8	3.6	-0.6	-4.9	0.5	1.0
Inversión (var %)	5.1	7.0	7.2	4.6	-4.4	-15.3	-5.5	-1.5
Balanza comercial (EUR Bill.)	-44.1	-66.9	-88.3	-105.4	-104.4	-62.0	-39.8	n/a
Exportaciones (EUR Bill.)	261.9	282.5	325.3	361.3	369.8	327.3	343.6	n/a
Importaciones (EUR Bill.)	306.0	349.4	413.6	466.7	474.2	389.3	383.5	n/a
Cuenta Corriente (% del PIB)	-5.3	-7.4	-9.0	-10.0	-9.7	-5.4	-4.1	-3.3
Inflación (%dic/dic)	3.3	3.7	2.7	4.3	1.5	0.4	0.8	0.6
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.3	1.0	2.0	1.9	-4.1	-11.2	-9.4	-7.0

Fuente: FMI, Eurostat, OCDE y Banco Nacional de España.

montos, metas y plazos resulten creíbles para los mercados. Tanto el Presidente Barack Obama como las autoridades de los organismos internacionales y, en particular, de la Unión Europea, han manifestado que la única salida de la crisis española pasa por lo que el Fondo Monetario Internacional ha denominado “reformas urgentes y decisivas”, en el sentido de que puedan modificar el carácter estructural de muchos de los problemas que enfrenta la economía española en la actualidad. En definitiva, el gobierno español debía responder mostrando una voluntad política clara al paquete de rescate por US\$ 750 billones diseñado por la Unión Europea. Ante este escenario, no quedó más alternativa que aceptar que el gobierno tendrá que asumir fuertes costos políticos hasta las próximas elecciones del año 2012.

El plan aprobado por el Parlamento considera una reducción del déficit fiscal, que el 2009 alcanzó un 11,2% del PIB, a un 3% del PIB para finales del año 2013. Por el lado del gasto, el gobierno ha debido recurrir a recortes presupuestarios en prácticamente todos los ministerios, dando además marcha atrás en muchas de las políticas sociales que habían marcado la gestión de la actual administración. Durante 2010, se espera ahorrar € 5.000 millones, mientras que dicha cifra subiría a € 10.000 millones el 2011. El mayor foco de ahorro estará puesto en una reducción de las inversiones en obras públicas, estimada en € 6.045 millones en los próximos dos años, afectando proyectos en el ámbito del transporte

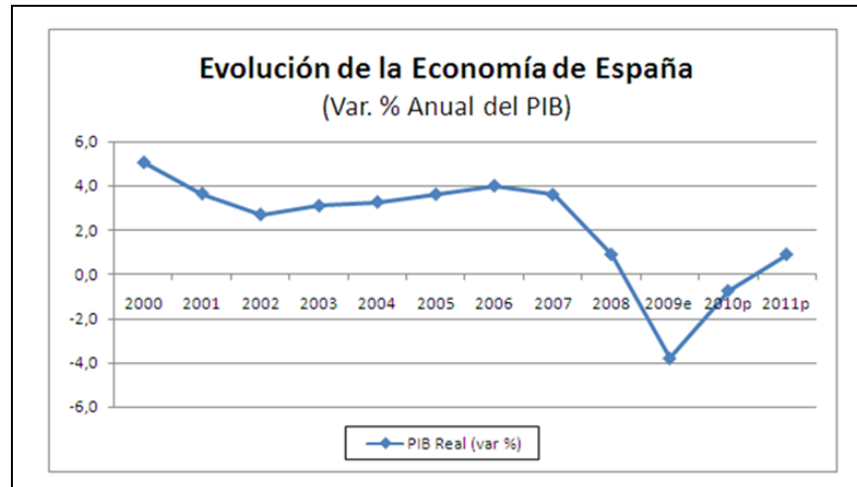
interurbano y de la infraestructura portuaria, principalmente. Por otra parte, los empleados públicos sufrirán un recorte salarial del orden del 5% en 2010, congelando además los salarios el año 2011. Esta medida incluye tanto a la administración central del Estado como a los órganos municipales y regionales de España. Junto con esto último, los miembros del gobierno verán reducidos sus salarios en un 15%, lo que se espera sea replicado por las autoridades de los gobiernos regionales y del Poder Judicial.

Uno de los puntos más importantes del plan de ajuste fiscal viene dado por el congelamiento de las pensiones para el año 2011. El gobierno estima que con esta medida podrá ahorrar € 1.500 millones, afectando de paso a unos 6 millones de pensionados. Otros ahorros provendrán de un reordenamiento presupuestario en el ámbito de la salud pública, la reducción de los fondos destinados a ayuda para el desarrollo en otros países, la eliminación del bono por hijo nacido y ajustes a nivel de las administraciones comunales y regionales. El gobierno eliminará también la llamada “deducción de 400 euros”, una de las principales promesas de campaña del actual mandatario español, y que consideraba el pago de € 400 en efectivo a cada contribuyente español. Desde su implementación en 2008, el costo de esta política fue de € 5.700 millones anuales, los que, acumulados, representan más de dos tercios de los recursos que el gobierno espera ahorrar con el plan de ajuste fiscal.

Esto es un ejemplo claro de la orientación que habían tomado las políticas públicas en España en el período previo a la crisis, con una expansión desproporcionada y sin ningún criterio de focalización del gasto público en programas sociales. Finalmente, el Presidente Rodríguez Zapatero ha debido reconocer que su idea de fortalecer el Estado de Bienestar estuvo en el origen de muchas de las presiones fiscales que provocaron el dramático deterioro del balance fiscal entre los años 2007 y 2009.

En el plano de los ingresos fiscales, se producirá un alza en el IVA y en el tramo de mayores ingresos del impuesto a la renta. Solo con la primera medida, se espera recaudar € 5.000 millones extra durante este año, aunque el principal efecto en el aumento de la recaudación debería observarse recién en 2011. No es un detalle menor el hecho de que el plan del gobierno se haya aprobado con apenas un voto a favor de diferencia en el Parlamento español. Esto da cuenta de cómo la crisis económica ha derivado en una mayor confrontación de las fuerzas políticas, lo que hace dudar de la capacidad que tendrá la actual administración para llevar adelante su agenda en los próximos dos años, considerando que no cuenta con una mayoría clara en el Poder Legislativo. Esto podría agravarse si se materializan los paros que ya se han anunciado en respuesta a los ajustes fiscales.

Gráfico N° 2: Crecimiento del PIB (variación % anual)



Fuente: OCDE.

2.2. Medidas aún Insuficientes

Tal como en el caso de los otros países europeos que enfrentan una crisis económica derivada de sus desequilibrios fiscales, las medidas de ajuste anunciadas por España son extremadamente necesarias, pero a la vez insuficientes para retomar una senda de crecimiento.

De hecho, la estrategia del gobierno se basa en supuestos relativamente optimistas respecto al crecimiento que presentará España tanto en el 2010 como en los próximos 3 años. Para elaborar el plan de austeridad fiscal, el Ministerio de Economía y Hacienda español se sustentó en una proyección de expansión del PIB de un -0,3% en 2010 y un 1,3% en 2011. Basta contrastar esto con las proyecciones recientemente publicadas por la OCDE, de un crecimiento del -0,7% y un 0,9% en 2010 y 2011, respectivamente, para que surjan dudas respecto a los flujos de recaudación fiscal que percibirá efectivamente el Estado español durante los próximos años.

El escenario de crecimiento económico de la economía de

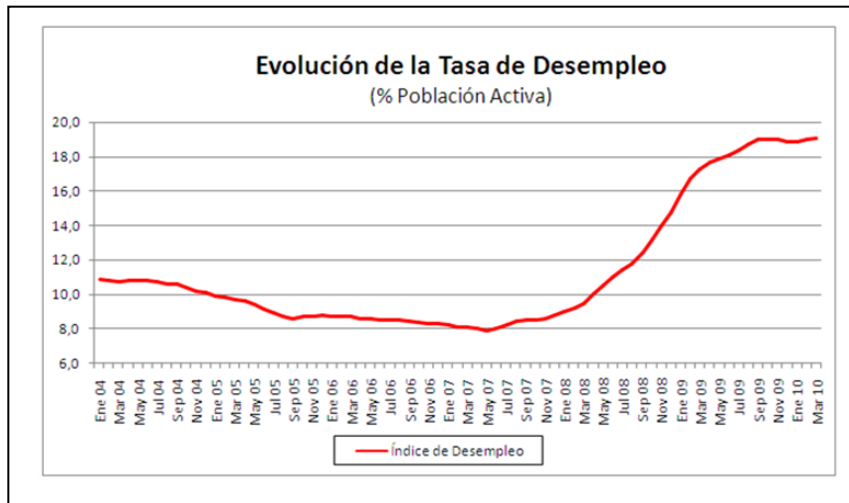
España podría mejorar si se implementaran reformas que aumentaran la competitividad de la economía. En último término, es clave comprender que la actual crisis por la que atraviesa la península ibérica en su conjunto, no es fruto de un problema de ciclo económico, sino que mayormente es un problema de carácter estructural. En esta línea, existe una alta expectativa por conocer los pasos que dará el gobierno español en la definición de una agenda insoslayable que permita que el país mejore sus niveles de competitividad.

Uno de los aspectos más relevantes en esta materia viene dado por el mercado laboral. A tal punto han llegado las rigideces en este mercado, que en un documento publicado el 24 de mayo pasado el FMI llegó a declarar que “el mercado laboral en España no funciona”, solicitando de manera urgente una reforma radical que disminuya la escasa flexibilidad laboral que deben enfrentar las empresas españolas.

De paso, el FMI propuso que el gobierno español reduzca las indemnizaciones por despido y modifique el sistema mediante el cual se dan las negociaciones colectivas con los sindicatos. Como resultado de la fuerte presión internacional, el gobierno español ha estado diseñando un proyecto que flexibilizaría, en parte, el mercado laboral.



Gráfico N° 3: Desempleo en España



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas de España.

La intención original de consensuar un proyecto junto con las uniones sindicales y los gremios empresariales parece haber fracasado, debido a la oposición de los trabajadores a continuar negociando con el gobierno tras el anuncio de los recortes salariales que forman parte del plan de ajuste fiscal. Ante esto, el gobierno deberá ahora sacar adelante el proyecto de reforma sin los apoyos que había esperado de parte de la sociedad civil, con el consecuente aumento en el riesgo de que la reforma al mercado laboral quede entrampada en la discusión parlamentaria.

El sistema financiero español es otro de los mercados que requiere con urgencia una reforma, dadas sus gravísimas fallas. Se ha llegado a caracterizarlo como un duopolio complementado por un conjunto de cajas de ahorro totalmente politizadas. Las cajas de ahorro, con importante presencia a nivel regional, operan bajo un marco legal que ha facilitado la creación de la burbuja inmobiliaria española. Son precisamente estas entidades las que arrastran los mayores desequilibrios en sus balances dentro del sistema financiero español, contribuyendo con ello a aumentar los niveles de riesgo sistémico en el país. El FMI ha sugerido que las cajas de ahorro deben tener la posibilidad de convertir su capital social en acciones, para mejorar de esta manera los niveles de transparencia del mercado. A su vez, se ha

propuesto que se eliminen las restricciones a las fusiones que pesan sobre estas instituciones financieras, las que a través de mecanismos de este tipo, podrían aumentar sus niveles de solvencia. Estas reformas deberían ir de la mano con una disminución de las influencias políticas que pesan sobre las cajas de ahorro, y que inciden directamente en la calidad de su gestión. Como se observa, estas propuestas van en la línea de poder hacer que las cajas dispongan de la mayor cantidad de opciones posibles para captar capital externo, de manera que puedan mejorar así su situación financiera. El Banco de España ya ha estado tomando medidas al respecto, permitiendo la fusión de algunas cajas de ahorro y obligando a

otras a cerrar sus operaciones por problemas de solvencia.

Otra situación que deberá abordar el gobierno español es el de una reforma al sistema de pensiones. El propio Presidente Rodríguez Zapatero propuso hace cuatro meses vincular de mejor manera la edad de jubilación a la expectativa de vida, retrasando en algunos años la edad actual en la que los trabajadores pueden optar al retiro. Desde que se propuso, este proyecto no ha fructificado, principalmente por la escasa voluntad política demostrada por el gobierno para avanzar en un proceso de reformas que reduzca el déficit financiero con que opera actualmente el sistema de pensiones español. Si bien no existen luces respecto a que este tema pueda volver a entrar en la agenda a corto plazo, es posible que nuevamente las presiones, tanto de la Unión Europea como de otros organismos internacionales, impulsen al gobierno a llevar adelante esta reforma.

2.3. Proyecciones para la Economía Española

La gestión de la crisis económica española se podría volver más difícil, dado el panorama político que enfrenta el gobierno del Presidente Rodríguez Zapatero, con un descontrol político y social. Dentro de su propia coalición

han surgido críticas respecto a un plan de ajuste que propone medidas que van en una dirección completamente contraria a lo que el propio Presidente había señalado durante su última campaña. En este sentido, la presión que pueda provenir desde el exterior seguirá siendo imprescindible para darle mayor legitimidad a medidas que se destacan por ser ampliamente impopulares. En términos de apoyo popular, las encuestas ya han comenzado a evidenciar el desgaste que está sufriendo la figura del Presidente del gobierno español, quien ha pasado a ubicarse 10 puntos por debajo del nivel de apoyo que muestra el líder de la oposición, Mariano Rajoy. A diferencia de lo que sucede en Portugal, en donde el plan de estabilidad fiscal recibió el apoyo unánime de la oposición, en España ésta ha tomado una posición crítica de las medidas adoptadas por el gobierno. Esto último es también un factor de riesgo adicional para las futuras medidas que se deban implementar en el proceso de estabilización de la crisis económica.

A pesar de sus problemas internos, España se beneficiaría en parte de las mejores perspectivas de crecimiento para la economía internacional si se controla la crisis europea. En este sentido, luego de haber experimentado una caída de un 3,8% del PIB el año 2009, este año la economía española se contraerá en torno al 0,7%. A pesar de la incertidumbre respecto al avance que tendrán las medidas de ajuste fiscal, tanto la OCDE como el propio gobierno español coinciden en proyectar un déficit fiscal cercano al 9,3% del PIB. Las autoridades españolas confían en que la senda de crecimiento que han mostrado las exportaciones desde mediados de 2009 seguirá el mismo curso a mediano plazo. Si el crecimiento de las exportaciones se traduce en un mejoramiento del saldo de cuenta corriente de España, se podría reducir la necesidad de financiamiento externo de la economía. Esto contribuiría a recobrar parte de los equilibrios perdidos en los últimos años.

Por último, España deberá enfrentar en las próximas semanas el desafío de legitimar su plan de austeridad fiscal en las instancias oficiales de la Unión Europea y la Zona Euro.

III. Grecia: Rescate Financiero no Asegura Fin de la Crisis

El pasado lunes 3 de mayo, Grecia anunció que finalmente recibirá el apoyo financiero que necesitaba a través de recursos tanto del Fondo Monetario Internacional como de la Unión Europea. Si bien el monto involucrado en la operación es más del doble de lo que se había estado esperando, éste solo permite darle más tiempo al gobierno para que se implementen las reformas a nivel local que permitan solucionar los desequilibrios estructurales de la economía griega.

Los problemas de Grecia tienen un origen principalmente doméstico y fueron exacerbados como consecuencia de la crisis financiera internacional. Por este motivo, este caso debe ser analizado considerando las particularidades que tiene en comparación a otras economías de la Zona Euro, varias de las cuales presentan ciertas analogías derivadas de un desequilibrio fiscal recurrente y un exceso de gasto y una pérdida de competitividad internacional substancial. En otras palabras, en períodos prolongados, se ha hecho caso omiso de las normas fiscales del Acuerdo de Maastricht, no solo por las economías marginales, sino también, por las economías centrales de la Unión Europea.

3.1. Una Crisis con Orígenes Propios

Si bien los problemas de Grecia han alcanzado mayor notoriedad en los últimos meses, la crisis económica que arrastra el país tiene antecedentes de larga data. Ya a fines de 2008, Grecia vivió un episodio de fuerte crisis política y social a raíz de una serie de protestas y paros masivos que buscaban impedir la aplicación de medidas de austeridad fiscal por parte del entonces gobierno conservador. Si bien muchos de los problemas de la economía griega son de origen local, la crisis financiera internacional amplificó el efecto de los desequilibrios domésticos, en particular a través de la restricción de los mecanismos de crédito, claves para un país que ya a inicios de 2009 mantenía una deuda pública en torno al 110% del PIB.



Tabla N° 4: Índices Económicos de Grecia

Grecia	2004	2005	2006	2007	2008	2009p	2010p
PIB Real (var %)	4,6	2,2	4,5	4,5	2,0	-1,9	-4,0
Demanda Interna (var %)	6,1	5,3	8,7	7,4	4,1	-1,0	0,0
Consumo Privado (var %)	6,6	8,1	8,8	6,4	6,5	-0,5	0,1
Inversión (var %)	2,7	-2,6	12,8	6,8	-4,2	-13,8	-2,2
Balanza comercial (EUR Bill.)	-30,1	-29,9	-34,1	-38,4	-43,5	-28,5	n/a
Exportaciones (EUR Bill.)	12,3	13,9	16,5	17,2	17,4	14,4	n/a
Importaciones (EUR Bill.)	42,4	43,8	50,7	55,6	61,0	42,9	n/a
Cuenta Corriente (% del PIB)	-5,8	-7,5	-11,2	-14,4	-14,6	-11,2	-9,7
Inflación (%dic/dic)	3,1	3,5	3,2	3,9	3,1	2,0	0,9
Balance Fiscal (% del PIB)	-8,0	-5,2	-3,9	-5,1	-11,9	-13,1	-8,9

Fuente:JP Morgan y FMI.

La menor actividad económica repercutió con fuerza en el nivel de empleo, aumentando así el descontento social. En octubre de 2009, las elecciones legislativas llevaron a un cambio de gobierno, asumiendo una coalición de izquierda liderada por George Papandreou. La nueva administración inició, a partir de su llegada al poder, una revisión de la situación financiera del país, lo que llevó a anunciar que la condición en que se encontraban de las finanzas públicas era más crítica de lo que hasta ese momento se pensaba.

Las autoridades griegas habían mantenido una proyección del déficit fiscal para el 2009 en torno al 3,7% del PIB, la que a su vez había sido validada por las autoridades de la Zona Euro. Sin embargo, en octubre se determinó que dicha cifra estaba fuertemente sub dimensionada, siendo en realidad el déficit esperado superior al 12,5% del PIB. Este brusco cambio en el escenario económico griego generó una fuerte pérdida de credibilidad, aumentando los temores que ya existían respecto a una posible proximidad al *default*. A partir de ese momento la crisis tomó un rumbo más severo, haciendo necesario un mayor involucramiento de las autoridades de la Zona Euro y de las principales economías europeas en la búsqueda de posibles soluciones al problema griego.

A partir del 10 de diciembre de 2009, se sucedieron en un plazo de solo 10 días bajas consecutivas en la clasificación de riesgo de la deuda soberana griega, por parte de las agencias Fitch, S&P y Moody's. Las dos primeras bajaron su clasificación de A- a BBB+, mientras

que la última lo hizo de A1 a A2. A estas alturas, la situación económica griega ya asomaba como la principal preocupación de la Zona Euro, justo en el momento en que economías como las de Alemania y Francia comenzaban a percibir los primeros efectos de la recuperación de la crisis financiera internacional. Como era de esperar, la baja en la clasificación de riesgo disparó los *spreads* de la deuda soberana griega, haciendo aún más sombrío el panorama para el país.

El cierre de las fuentes de crédito implicaba que no se podría acceder a los recursos necesarios para pagar los más de € 40 billones de vencimiento de deuda que enfrentaría el país durante el 2010. Es ante este panorama cuando las autoridades de la Zona Euro reaccionan con mayor claridad, con Alemania y Francia tomando la iniciativa en la búsqueda de soluciones. Esto tampoco es casualidad: más del 50% de la deuda externa de Grecia está representada por créditos con bancos alemanes y franceses, por lo que una caída en *default* de Grecia tendría importantes consecuencias en los sistemas financieros de ambos países.

3.2. Tardía Aceptación de la Ayuda Internacional

El primer anuncio oficial de que las autoridades europeas estaban preparando un plan para ir en ayuda de Grecia vino recién el 11 de febrero pasado, cuando tras una cita entre la Canciller Merkel, el Presidente Sarkozy, el Premier Papandreou y las principales autoridades de la UE, se definió que era indispensable llegar a un acuerdo que permitiese ir en ayuda de Grecia. Los aspectos técnicos del plan de rescate fueron definidos en una reunión de los ministros de finanzas de la UE el 16 de marzo, sin ser dados a conocer de manera oficial a la opinión pública. A pesar de la grave situación de Grecia, el gobierno local se mantuvo firme en su posición de no aceptar el apoyo europeo por un período de casi 2 meses. Esto se explica por el temor del gobierno griego a asumir los costos políticos de recurrir a la ayuda internacional,

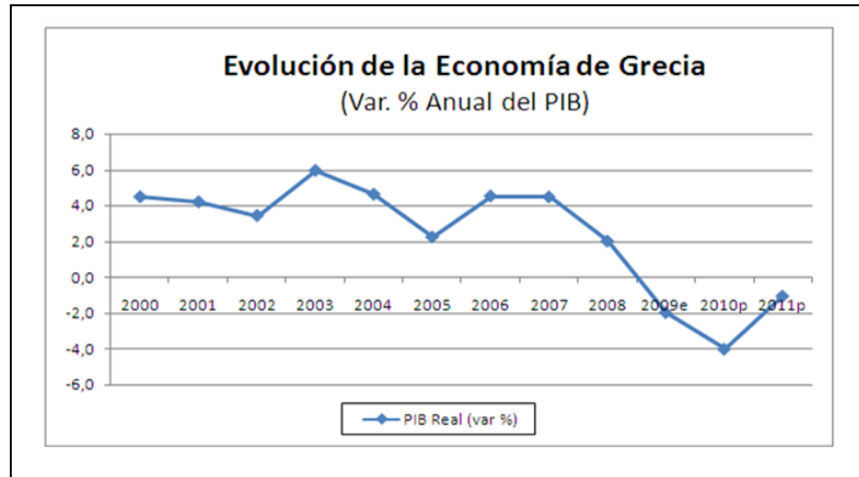
situación que cuenta con escasa aprobación de parte de la opinión pública interna. Una reacción más rápida del gobierno griego podría haber evitado nuevas bajas en la clasificación de deuda soberana.

Mientras se sucedían las negociaciones entre las autoridades europeas y el gobierno griego, este último logró emitir, con relativo éxito, dos series de bonos soberanos para pagar así parte de los casi € 20 billones de vencimiento de deuda pagaderos en el mes de abril. De esta forma, el 29 de marzo se emitió un bono a 6 años plazo con el que se recaudaron cerca de € 5 billones, mientras que el 13 de abril una nueva emisión generó ingresos fiscales por € 2,1 billones. Estas operaciones permitían alivianar la carga solo a muy corto plazo, por lo que lograron aminorar los temores de los mercados apenas por algunos días. Ya el 15 de abril, el Ministro de Finanzas griego pidió formalmente al Banco Central Europeo, al Fondo Monetario Internacional y a la Unión Europea negociar la implementación de un programa económico de largo plazo para superar la crisis.

Una nueva baja en la clasificación de riesgo de Grecia fue el factor que permitió que el gobierno local cediese finalmente a las presiones por acudir a los organismos internacionales en búsqueda de un necesario apoyo financiero. En efecto, entre el 9 y el 27 de abril pasados las agencias Fitch, Moody's y S&P rebajaron su clasificación de riesgo para la deuda soberana de Grecia, llevando el *rating* soberano a una posición apenas por sobre el "grado de inversión". Todas las agencias justificaron el cambio por la incertidumbre respecto al plan del gobierno griego para superar la crisis, parte de la cual estaba dada por la reticencia de este último a recurrir a la ayuda ofrecida por la comunidad internacional. Cuando el 23 de abril Grecia pide, finalmente, activar el mecanismo de ayuda, las opciones para el gobierno se habían agotado.

El apoyo financiero de la Unión Europea estaba disponible desde el 25 de marzo, cuando la Comisión Europea había

Gráfico N° 4: Crecimiento del PIB (variación % anual)



Fuente: JP Morgan, FMI.

aprobado en líneas generales el plan de ahorro y austeridad fiscal presentado por el gobierno griego. De esta forma, el pasado 3 de mayo pudieron salir a la luz pública los detalles del paquete de rescate, lo que ha sido seguido de una serie de análisis respecto a si los nuevos recursos de financiamiento, sumados al plan de ahorro del gobierno griego, serán suficientes para superar la crisis.

3.3. El Paquete de Rescate y los Compromisos de Grecia

Las condiciones bajo las cuales se dará la ayuda internacional, serán especialmente duras para la economía griega. Sin embargo, asumir estos costos es la única alternativa viable ante la posibilidad de caer definitivamente en *default*. Dentro de la información que ha trascendido respecto al plan de ayuda financiera, está el que éste considera recursos por US\$ 146 billones, los que se entregarían por la vía de créditos a lo largo de los próximos 3 años. Cabe destacar que esta cifra contrasta fuertemente con los US\$ 60 billones que se había estimado serían direccionados en ayuda de Grecia. Los recursos del fondo provendrán tanto de la Unión Europea como del FMI. Los miembros de la UE aportarían US\$ 106 billones, mientras que el resto sería dispuesto por el Fondo Monetario.



Es importante considerar que los recursos que se transferirán a Grecia no permiten solucionar el problema de fondo. En la práctica, estos recursos son más bien una solución temporal que cooperará a que Grecia reestructure su deuda, y a que pueda contar con el tiempo necesario para realizar los ajustes a nivel doméstico que la comunidad internacional le ha exigido. El problema económico de Grecia tiene tres aristas principales: el altísimo nivel de endeudamiento, el abultado déficit fiscal y la pérdida de competitividad que arrastra la economía hace ya varios años. De esta forma, el plan del gobierno para superar la crisis no debe poner su acento únicamente en la reducción de los desequilibrios fiscales, sino también en cómo generar mejores condiciones para competir en los mercados externos. Tanto la Unión Europea como el FMI han comprendido que ayudar a Grecia a superar el problema coyuntural del déficit fiscal no es suficiente, y que se requieren reformas estructurales profundas.

Por de pronto, el programa de austeridad fiscal espera ahorrarle al Estado unos US\$ 40 billones en los próximos 3 años, para llevar así el déficit fiscal a cifras cercanas al 2% del PIB el 2012, dentro de los límites que deben cumplir los países miembros de la Zona Euro. Entre las medidas que ha anunciado el gobierno, se encuentran un alza del IVA de un 19% a un 23%, así como un alza de un 10% en los impuestos específicos al alcohol, tabaco y combustibles. También se crearán nuevos tributos para la propiedad de bienes raíces, los productos de lujo y los juegos de azar. El gobierno espera concretar además un impuesto especial a las grandes empresas. Según estimaciones del *Institute of International Finance*, estos ajustes permitirían recaudar € 6,4 billones extra durante el 2010. De todas formas, esta cifra podría quedar sobreestimada si, tal como se espera, las proyecciones de crecimiento para la economía griega se siguen deteriorando.

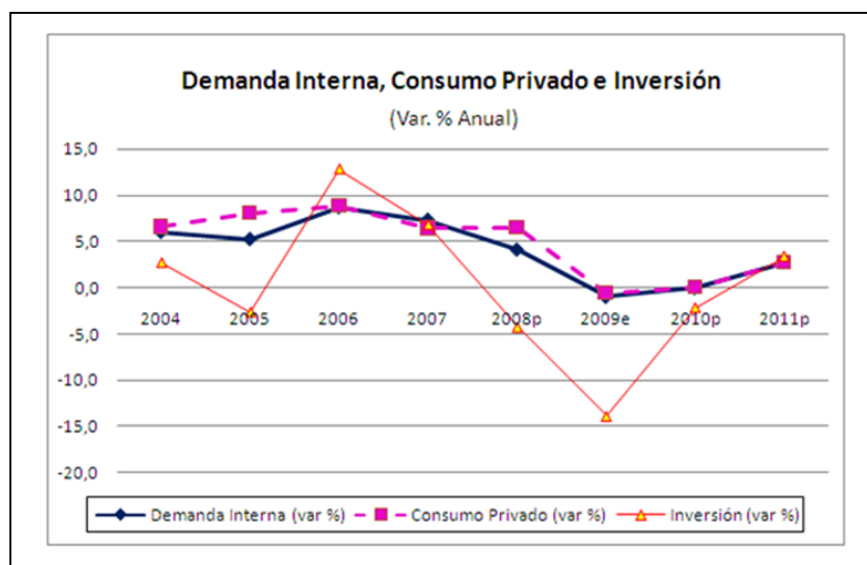
Por el lado del gasto, el gobierno ha propuesto reformas que, de materializarse, implicarían una reducción de carácter permanente en

el gasto público. Una primera medida considera congelar por tres años los salarios de los funcionarios públicos, así como paralizar los procesos de contratación de más personal. El Estado griego es el principal empleador del país, absorbiendo casi el 40% de la mano de obra. Por este motivo, es esperable que medidas, como el congelamiento de los salarios a los funcionarios públicos, tengan un efecto negativo en términos de mayor efervescencia social.

Una de las mayores cargas para las finanzas públicas de Grecia está representada por el sistema de pensiones del país. En Grecia opera un sistema de pensiones de reparto, el que ha sido imposible de reformar debido a las presiones de grupos como las uniones sindicales. De todas formas, el gobierno ha propuesto reducir las pensiones al grupo de mayores ingresos, aumentar la edad de jubilación e imponer mayores requisitos a quienes optan a una jubilación en términos de los años mínimos de cotización exigidos para cobrar una pensión completa.

El plan considera además una serie de medidas relacionadas con la estructura de la administración pública. Se espera que el Estado reduzca su participación en empresas públicas o mixtas, obteniendo así mayores ingresos por la venta de estos activos. También se

Gráfico N° 5 : Evolución de la Demanda Interna, el Consumo y la Inversión



Fuente: Eurostat.

reducirá el número de municipios y entidades locales de 1.300 a 340, con lo que se espera lograr una administración más eficiente de los recursos públicos. Por último, se liberalizarán profesiones que han estado bloqueadas por rígidas reglamentaciones gremiales, facilitándose además el despido con una indemnización menor a la que hasta ahora podrían optar los trabajadores. El grado de avance de las distintas reformas será controlado por las autoridades europeas a través de fiscalizaciones trimestrales.

Si bien el compromiso de Grecia con estas reformas ha sido un requisito básico para acceder a los recursos de los que dispondrá gracias al FMI y a la UE, existen motivos para mantener la cautela frente al éxito que pueda tener el gobierno en implementar estas medidas. Grecia mantiene serios problemas de gestión en su aparato público, caracterizado por altos niveles de corrupción y una fuerte captura de las agencias estatales por parte de diferentes grupos de interés. Por otro lado, la crisis griega se podría agravar en el caso de que la conflictividad social que se ha visto en las últimas semanas derive en un escenario de mayor inestabilidad para el gobierno. El éxito del paquete de ayuda a Grecia depende de que este país se mantenga substancialmente unido desde el punto de vista político y como un interlocutor válido frente a la comunidad internacional y, en consecuencia, legitimado a nivel interno. En este sentido, el desafío que enfrenta el gobierno es significativo.

Es sabido que la sociedad civil griega es particularmente escéptica de la cooperación internacional. Debido en parte a una larga historia de intervenciones extranjeras en el país, son muchos los actores políticos y sociales que no están dispuestos a que organismos, como el FMI, ejerzan algún grado de influencia en la política económica local. Junto con vencer estas barreras, el gobierno deberá mantener el apoyo del Parlamento, lo cual requerirá llegar a acuerdos con la heterogénea gama de actores políticos que lo componen. El sistema político griego se ha debatido en los últimos cien años entre una fuerza de centro izquierda y una de centro derecha, que han dominado el escenario político. Sin embargo, ambos grupos se han caracterizado por las relaciones de clientelismo que generan con los grupos de interés y por públicos escándalos de corrupción. Por otro lado, Grecia es el único país de Europa occidental en el que se

mantiene vigente un Partido Comunista de carácter estalinista y con un apoyo considerable en términos de votación popular (8% en las elecciones parlamentarias de octubre pasado). En definitiva, el gobierno deberá superar importantes obstáculos políticos en el camino de implementación de sus reformas, los que implican un serio y continuado riesgo para el éxito de las mismas.

3.4. Conclusiones y Proyecciones

El paquete de ayuda por US\$ 146 billones aprobado en conjunto por el FMI y la Unión Europea para Grecia es un paso importante para sentar las bases de un proceso de estabilización de la economía de este país. De todas formas, hay que entender este aporte como un instrumento de corto plazo, cuyo valor no está en solucionar el problema de fondo, sino básicamente en dar un mayor margen de tiempo para que el gobierno griego pueda implementar reformas estructurales a las instituciones locales que permitan retomar los equilibrios macroeconómicos, en un horizonte de 3 ó 4 o más años plazo.

De todas formas, no hay certezas de que el plan de austeridad fiscal vaya a tener éxito. La fragilidad de las instituciones griegas puede hacer que la implementación de las medidas propuestas sea particularmente difícil. Un ejemplo de esto son las cuantiosas alzas de impuestos: Grecia carece de un sistema judicial y de un aparato fiscalizador suficiente como para asegurar que la recaudación fiscal aumente como se espera. Es posible esperar que los potenciales ingresos por nuevos impuestos se vean afectados por los altos niveles de evasión tributaria y corrupción.

Por otra parte, en ningún caso la ayuda internacional o las reformas internas evitarán que el nivel de endeudamiento del país siga aumentando. Se espera que para 2014 la deuda pública griega se ubique en torno al 150% del PIB, debido a la necesidad de cubrir el déficit fiscal que se mantendrá al menos hasta ese año y a la reestructuración de la deuda ya contraída. Con todo, los US\$ 60 billones de financiamiento internacional de los que se había hablado en un comienzo habrían sido totalmente insuficientes para el tamaño del desafío. Esos recursos apenas habrían alcanzado para refinanciar la deuda de



2010, y ya para el 2011 se habrían requerido nuevos y mayores recursos.

A largo plazo, la única salida para Grecia está en retornar a una senda de crecimiento económico que permita generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones crediticias del país. A corto plazo, los necesarios ajustes tendrán un efecto negativo en términos de crecimiento, esperándose que el 2010 el PIB se contraiga en torno al 4%. Uno de los factores más críticos será la necesaria reducción de los salarios. Ellos han crecido en Grecia a una tasa desproporcionada respecto al crecimiento de la economía y de la productividad. Esta burbuja deberá ser reventada si el país pretende recuperar la competitividad en costos de su economía.

Esta crisis está dejando además de manifiesto un problema estructural de creciente falta de competitividad que tiene la Zona Euro. Muchas economías del sur y del este de Europa, como Grecia, presentan un importante déficit en la balanza comercial con Alemania, la principal economía del grupo. Este déficit alcanzó el año pasado los € 4,8 billones. Alemania impulsó durante los años 90 una política centrada en disminuir sus costos laborales, con aumentos salariales muy por debajo del promedio europeo. Esto tuvo un doble efecto en la balanza comercial: por un lado, las exportaciones alemanas se volvieron más competitivas en términos relativos, mientras que los menores aumentos relativos de los salarios hicieron que las importaciones desde otros países disminuyeran. Antes de la entrada en vigencia del euro, países como España o Francia solían suplir las brechas de competitividad en costos con Alemania a través de la política cambiaria, herramienta que ya no está disponible bajo el esquema de una moneda única. Al aumentar la brecha de competitividad entre las economías europeas, el euro ha tenido un rol importante en el aumento del endeudamiento de países como Grecia. Esta característica estructural que ha manifestado la Zona Euro durante la crisis, deberá ser analizada a futuro, debido a las implicancias que puede tener para la estabilidad financiera de la unión monetaria.

Los mercados y gobiernos deberán estar atentos a los posibles contagios que se puedan producir a nivel europeo a partir de lo que sucede en Grecia. De producirse un contagio, éste podría darse a través de dos

vías principales. La primera se relaciona con el mercado de deuda soberana. Si Grecia cayera en *default*, los *spreads* de deuda de países como España y Portugal aumentarían considerablemente a la par con la aversión al riesgo de los inversionistas. Esto tendría como consecuencia que dichos países deberían pagar retornos más altos por los instrumentos de deuda emitidos, contando además con canales de financiamiento más restringidos. Una segunda vía de contagio se puede dar a través de los sistemas financieros en los cuales los bancos son acreedores importantes del gobierno griego, como sucede con los bancos franceses y alemanes. No hay datos públicos sobre el grado de exposición de la banca europea al gobierno de Grecia, pero se estima que unos € 76 billones de la deuda pública griega podrían estar en manos de la banca privada de la Zona Euro. Ambas vías potenciales de contagio dependen de la credibilidad que tengan a nivel internacional las políticas que siga el gobierno griego. Dada la compleja situación política y social a nivel doméstico, no es posible asegurar que el mero apoyo financiero del FMI y la Unión Europea podrán evitar una crisis de escala mayor.

Finalmente, la Zona Euro deberá entrar en un debate respecto a la conveniencia de pasar de una mera unión monetaria a una unión de carácter fiscal. Si las economías de la región no están dispuestas a tolerar que uno de sus miembros caiga en situación de *default*, la única alternativa es generar mecanismos más eficientes de control de la política fiscal a nivel regional. Esta última presenta divergencias dramáticas entre los miembros de la Zona Euro, por lo que una solución a largo plazo de problemas como los de Grecia implica repensar de forma profunda la actual unión monetaria.

IV. Irlanda: Los Nuevos Desafíos de su Economía

La situación de la Zona Euro ha pasado por momentos de alto riesgo, debido a las gravísimas crisis surgidas en España, Grecia, Irlanda y Portugal. Estas economías fueron muy golpeadas por la crisis mundial dado sus déficit fiscales y su deuda pública, que supera a veces su PIB. Irlanda es uno de estos países y ha sabido

implementar políticas y planes de rescate con la intención de ir superando el estado de crisis y tener la mejor posición dentro de los deteriorados panoramas europeos.

4.1. Causas de la Crisis

Irlanda es una de las economías que fueron gravemente afectadas por la crisis *sub-prime*. A la vez, es uno de los países con las mayores tasas de crecimiento de largo plazo en Europa. Al ser una economía pequeña y abierta, estas altas tasas de crecimiento son muy buenas socialmente, pero tienen un conflicto, estas tasas provienen de deudas, dado que existe un déficit en la cuenta corriente, aunque la balanza comercial se muestra positiva. Esta razón hace que la economía de Irlanda se vea sumamente afectada por la crisis.

Este gran crecimiento es impulsado por la demanda interna, cuando Irlanda se unió a la Zona Euro e incluyó al euro como su moneda.

Con este suceso empezó a aumentar el *stock* de crédito de las familias en Irlanda (se puede apreciar que desde el 2003 era un 38% del PIB y en el 2008 era de un 82%), lo cual provocó un gran endeudamiento de las familias, creando la base de una burbuja inmobiliaria.

Aunque existía un gran crecimiento gracias a las exportaciones, cuando Irlanda se unió a la Zona Euro el sector inmobiliario comenzó a tomar un gran auge, donde los precios de las casas subieron en un 300% entre el 2002 y 2006. Esta burbuja inmobiliaria hizo que los inversionistas dejarán de lado el sector exportador que representaba una gran parte del PIB para invertir en estos activos de alto riesgo.

En definitiva, cuando explotó la burbuja inmobiliaria existían muchos activos sucios en la economía irlandesa que forman gran parte de la deuda de las familias, por el contrario de España donde fue por el sector

industrial. Esta burbuja provocó una gran crisis económica con una fuerte deflación en el año 2009, lo cual hizo que la economía irlandesa se detuviera y provocara una fuerte caída en los precios de activos y bienes.

4.2. Estrategias de Salida

Irlanda es la economía que tiene la mejor posición dentro de las otras economías en riesgo de la Zona Euro. Esto se debe a que cuando comenzó la crisis, Irlanda fue la primera en reaccionar a principios del 2009. En cambio, España, Grecia y Portugal han comenzado a hacer planes de austeridad fiscal solo recientemente.

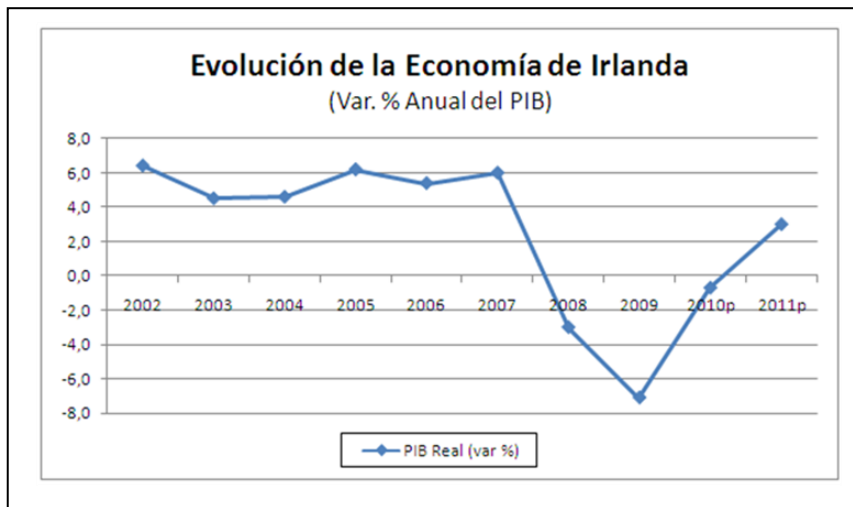
Los planes de austeridad fiscal contemplan el aumento de impuestos, disminución de los salarios y también despidos dentro del sector público del país. De esta manera, se puede lograr reducir el nivel de gasto público y de gasto, en general, facilitando el ajuste de la economía. Dada la reacción que ha tenido el gobierno en términos de estructurar un plan de rescate financiero, las proyecciones de crecimiento de la economía irlandesa para el año 2011 se han ido ajustando al alza. De esta forma, se espera una expansión del PIB negativa, de un -0,7% para 2010 y de un 3% para el próximo año. De todas formas, y tal como sucede en el resto de los países europeos en crisis, la variable política jugará un rol importante en el proceso de implementación de los planes de ajuste que se han

Tabla N° 5: Índices Económicos de Irlanda

Irlanda	2004	2005	2006	2007	2008	2009p	2010p	2011p
PIB Real (var %)	4.6	6.2	5.4	6.0	-3.0	-7.1	-0.7	3.0
Demanda Interna (var %)	4.4	8.5	6.0	4.0	-4.5	-13.4	-5.1	0.5
Consumo Privado (var %)	3.5	6.6	6.4	5.6	-0.7	-7.2	-2.7	0.6
Inversión (var %)	9.6	14.8	3.9	2.1	-15.6	-29.7	-19.2	-1.0
Balanza comercial (EUR Bill.)	34.5	33.0	28.4	27.5	28.4	37.4	n/a	n/a
Exportaciones (EUR Bill.)	84.2	88.1	86.6	88.7	85.5	82.1	n/a	n/a
Importaciones (EUR Bill.)	49.7	55.1	58.2	61.2	57.1	44.6	n/a	n/a
Cuenta Corriente (% del PIB)	-0.6	-3.5	-3.6	-5.3	-5.2	-2.9	-0.4	1.4
Inflación (%dic/dic)	2.4	1.9	3.0	3.2	1.3	-2.6	-1.1	0.1
Balance Fiscal (% del PIB)	1.4	1.5	2.9	0.1	-7.3	-14.3	-11.7	-10.8

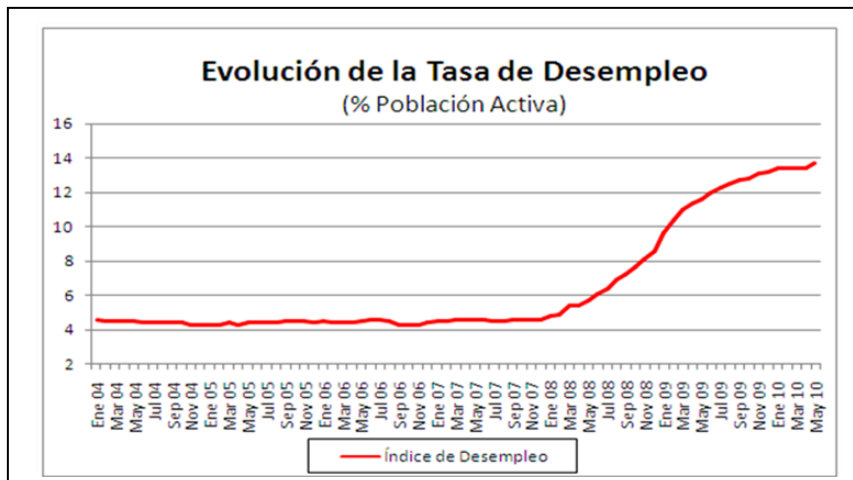
Fuente: FMI. OCDE y Eurostat.

Gráfico N° 6: Crecimiento del PIB (variación% anual)



Fuente:OCDE.

Gráfico N° 7: Desempleo en Irlanda



Fuente: Eurostat.

propuesto hasta el momento.

También tienen un plan de rescate financiero (NAMA, *National Asset Management Agency*), donde un banco estatal compra estos activos tóxicos de otros bancos para poder ayudar al sistema financiero. Este plan es muy controvertido, dadas las diferentes opiniones existentes en el país. Una de las corrientes de opinión cree que los bancos deben hacerse cargo de sus malas decisiones. Según esta tendencia, el alza de los impuestos iría en rescate de las instituciones bancarias, las cuales contribuyeron a crear esta crisis, en tanto, los

contribuyentes no deben pagar los errores de estas instituciones. Otra corriente ha creído que deben rescatar a los bancos, ya que si no se pueden sustentar por ellos mismos la quiebra llevaría a que la crisis sea más profunda y difícil de superar.

4.3. Conclusiones y Proyecciones

Irlanda tomó buenas y prontas decisiones, lo que ha derivado en un duro ajuste de su economía, según el cual el año 2011 podría alcanzarse un crecimiento positivo, proyectado en un 3%. Para ese año también se pueden esperar leves mejorías en términos de la demanda interna (0,5%) y el consumo privado (0,6%), dado que gran parte de la caída de la demanda de Irlanda, proviene del consumo privado.

La cuenta corriente comienza a dar saldos positivos a partir del año 2010 con un 1,4% y la inflación empieza a mejorar con un 0,1%. El desbalance fiscal que venía con cifras negativas desde el 2008 ha comenzado a bajar desde fines del 2009, mostrando leves mejorías, aunque se mantiene aún en niveles insostenibles.

La capacidad que ha tenido Irlanda para enfrentar sus desequilibrios macroeconómicos de manera más efectiva que el resto de los países europeos, se explica en gran parte por su anterior experiencia de adecuadas políticas públicas, que lo condujeron en el pasado a altas tasas de crecimiento. Asimismo, ello se explica por el compromiso demostrado por el gobierno respecto de la búsqueda de soluciones efectivas a la crisis. El gobierno de Irlanda ha tenido también una mayor disposición que sus pares del viejo continente a asumir los costos políticos del ajuste fiscal, lo que ha repercutido favorablemente en la economía del país. Aún así, queda bastante por hacer en cuanto al

ajuste fiscal de deuda pública, competitividad internacional y ocupación.

V. Portugal: El Nuevo Escenario tras el Mecanismo 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, solo 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 solo 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 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 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.

5.1. La Crisis de la Deuda Soberana

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 solo 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 con que reducir sus desequilibrios macroeconómicos. El diagnóstico es relativamente similar en el caso de cada uno de estos

Tabla N° 6: Indicadores 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

Fuente: JP Morgan, FMI.



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 escaso 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 donde 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.

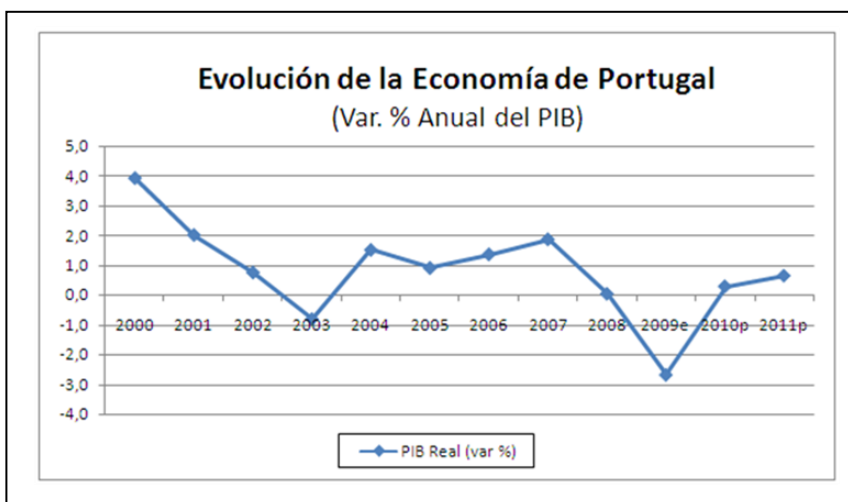
Unido a lo anterior, se encuentra el marcado déficit en el saldo de cuenta corriente que muestra Portugal. Desde el año 2000, el déficit anual ha sido, en promedio, cercano al 10% del PIB. Detrás de este desequilibrio, se encuentra precisamente la falta de competitividad de la economía respecto a sus 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

Gráfico N° 8: Crecimiento del PIB (variación % anual)



Fuente: JP Morgan, FMI.

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 rebajó la clasificación de Portugal en dos escalones desde Aa2 a A1, el 13 de julio pasado.

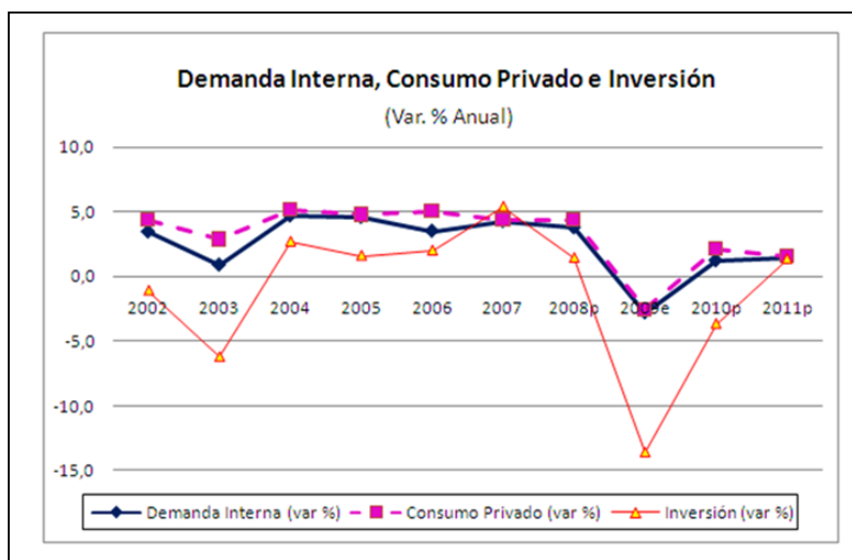
5.2. El Giro de la Zona Euro hacia una Unión Fiscal

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.

Gráfico N° 9: Evolución de la Demanda Interna, el Consumo y la Inversión



Fuente: Eurostat.



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. Cabe señalar también que estas intervenciones del Banco Central Europeo tienen un costo no menor en cuanto a la credibilidad para el BCE.

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 han 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 éste, 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 y necesario.

5.3. Conclusiones y Proyecciones

Portugal comparte con Grecia un origen común de sus desequilibrios económicos y un diagnóstico similar respecto a cómo éstos 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-demócratas.

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.



Serie Informe Económico Últimas Publicaciones

- N° 207** **Propuestas para la Determinación
del Salario Mínimo**
Susana Jiménez
Junio 2010
- N° 206** **Crecimiento Económico, Precios
de la Energía e Innovación Tecnológica**
Gonzalo Blümel, M. de la Luz Domper
y Ricardo Espinoza
Junio 2010
- N° 205** **Latinoamérica 2010 y su Heterogéneo
Panorama Económico, 2ª parte**
Francisco Garcés
Mayo 2010