

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

95

Marzo de 2010



Editorial: Tras el aceptable crecimiento económico en 2009, ¿qué se puede esperar para 2010?

Actualidad: Grecia y España: beneficios y retos de pertenecer a una unión monetaria

Indicadores económicos

FEDESARROLLO

Calle 78 No. 9-91

Tel.: 325 97 77

Fax: 325 97 70

A.A.: 75074

<http://www.fedesarrollo.org.co>

Bogotá, D.C., Colombia

Tarifa postal reducida

Resolución No. 0930 de diciembre 11 de 1996

Permiso No. 1068

DIRECTOR EJECUTIVO

Roberto Steiner

TENDENCIA ECONÓMICA

Editor

Roberto Steiner

INVESTIGADORES

María Alejandra Arias

David Forero

Alejandra González

DISEÑO Y DIAGRAMACIÓN

Consuelo Lozano | Formas Finales Ltda | formas.finales@gmail.com

IMPRESIÓN

La Imprenta Editores S.A.

Calle 77 No. 27A-39

laimprenta@etb.net.co

Bogotá, D.C.

Impresa y hecha en Colombia

Printed and made in Colombia

Tras el aceptable crecimiento económico en 2009, ¿qué se puede esperar para 2010?

La cifra de crecimiento económico publicada por el DANE la semana pasada señala que la economía colombiana entró en la fase de recuperación. En el último trimestre de 2009 el PIB registró un crecimiento anual de 2,5%, lo que llevó a que en el año completo la economía creciera 0,4%, ligeramente por encima de las expectativas del mercado¹. El crecimiento estuvo explicado principalmente por la dinámica del gasto público, con un aumento anual de 2,5% en el consumo del gobierno y de 33,9% en la inversión en obras civiles.

En razón a la enorme incertidumbre sobre el comportamiento de la economía global en el contexto de la peor crisis financiera internacional en 60 años, hubo grandes dudas sobre la evolución económica de nuestro país durante 2009. Al iniciarse el año se tenía la percepción de que la crisis afectaría solamente al mundo desarrollado y que países emergentes como Colombia lograrían aislarse en gran medida de la recesión internacional. Así, a principios de 2009 las proyecciones de crecimiento de la economía colombiana para dicho año se ubicaban entre 1,8 y 3,8%; la de Fedesarrollo era de 2,8%.

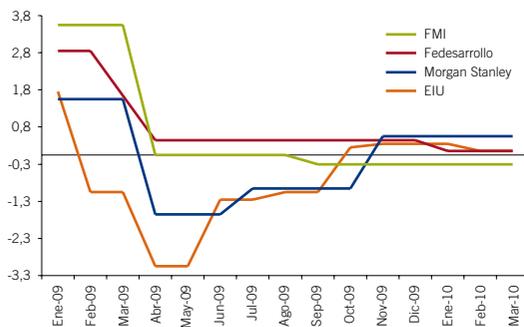
Cuando durante el primer trimestre de 2009 se tuvo claridad de que la crisis originada en el mercado hipotecario norteamericano iba a ser de una dimensión global que quizás no tenía antecedente histórico, fue necesario revisar a la baja la proyección para nuestro país. Hubo algunas revisiones verdaderamente drásticas, según las cuales en 2009 la economía colombiana se contraería más de 3% (Gráfico 1). Fedesarrollo nunca tuvo una opinión tan negativa. Nuestra percepción de que la economía tenía buenos "fundamentales" -en particular, una exposición moderada al riesgo cambiario de parte del gobierno y las empresas; un sistema financiero sólido y bien supervisado; y un esquema de libre

¹ La última encuesta del diario Portafolio a 37 analistas económicos arrojó un estimativo promedio de crecimiento económico para 2009 de 0,16%. Ver: http://www.portafolio.com.co/economia/economiahoy/confianza-por-leve-crecimiento-en-2009_7472770-3



flotación de la tasa de cambio- nos llevó a reducir nuestra proyección de crecimiento apenas a 0,4%, proyección que mantuvimos inalterada hasta enero de este año, cuando la redujimos ligeramente a 0,1% en gran parte debido a nuestra lectura de los eventos en Venezuela.

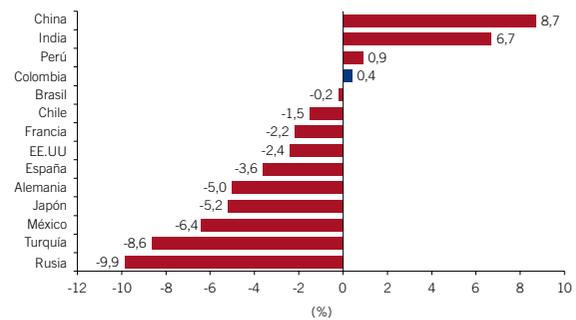
Gráfico 1
COLOMBIA: PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO PARA 2009



Fuente: Latin Focus, FMI, proyecciones de Fedesarrollo.

Sin duda alguna el buen resultado que en términos comparados obtuvo la economía colombiana en 2009 (Gráfico 2) se debe en gran parte a que, quizás por primera vez en su historia, el país estuvo en capacidad de instrumentar una serie de políticas públicas de corte claramente contra-cíclico. Así, el gobierno dejó operar los estabilizadores automáticos, permitiendo que la caída en los ingresos fiscales producto de la postración en la actividad económica privada se tradujese en un mayor déficit fiscal y no en una contracción equivalente del gasto público. En consecuencia, y como ya se mencionó, el consumo y la inversión pública fueron componentes particularmente dinámicos de la demanda agregada en 2009. De otra parte, y gracias a que la inflación se encontraba bajo control y a que la exposición cambiaria de diferentes agentes económicos no era muy elevada, el Banco de la República redujo

Gráfico 2
CRECIMIENTO ECONÓMICO 2009



Nota: La información de Rusia y Turquía corresponde al promedio del crecimiento hasta el tercer trimestre de 2009.

Fuente: Oficinas de estadística y Banco Central de cada país.

agresivamente su tasa de interés (en 650 pbs durante el año) y permitió que la tasa de cambio flotara libremente. Esto último determinó que durante la parte más álgida de la crisis internacional, la tasa de cambio pasara de \$1.966 en diciembre 2008 a \$2.513 en febrero 2009.

Si bien el crecimiento en 2009 fue ligeramente superior al estimado entre otros por Fedesarrollo y el propio Banco de la República, pensamos que el proceso de recuperación a partir de este año va a ser lento, debido a que no se vislumbran como dinámicas las principales fuentes de demanda. El año pasado la priorización del gasto público en obras de infraestructura fue la principal fuente de crecimiento, pero en enero de 2010 el gobierno anunció un recorte en el gasto público para este año equivalente a 1,1% del PIB para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, con lo cual el estímulo fiscal de 2009 no se repetirá durante el año en curso. De allí se desprende que en 2010 el turno para dinamizar la actividad económica tendría que estar a cargo del consumo de los hogares, la inversión privada y las exportaciones². Infortunadamente, hay motivos que

² En promedio entre 2002 y 2009 estos rubros de la demanda registraron una participación de 66,4%, 16,8% y 17%, respectivamente, en el PIB.

llevan a pensar que la dinámica de estos componentes no será lo suficientemente buena como para que el proceso de recuperación de nuestro país sea tan fuerte como el que experimentarán otras economías de la región. El FMI, por ejemplo, estima que este año Chile, Brasil, México y Perú crecerán 4%, 4,7%, 4% y 5,8% respectivamente, mientras su proyección para Colombia es de apenas 2,5%.

El consumo de los hogares, que en 2009 creció 0,1%, se verá beneficiado por el efecto rezagado de la reducción de tasas de interés, pero este efecto podría ser contrarrestado por la precaria situación del mercado laboral y por el hecho de que los hogares enfrentan la recuperación con altos niveles de endeudamiento. El Banco de la República estima que la carga financiera de los hogares³ fue 22,4% en 2009, cifra que en 2002 alcanzaba apenas 13%. Esta elevada carga financiera quizás sea la razón por la cual el lento aumento del crédito de consumo (que al mes de enero crecía tan solo 2,8% en términos reales) se deba primordialmente a problemas de demanda por parte de los hogares, no a restricciones de oferta por parte del sistema financiero⁴. La incertidumbre de los hogares se manifiesta en los resultados de la Encuesta de Opinión al Consumidor (EOC) en la cual la disposición a comprar bienes durables, aunque registra una recuperación frente a los niveles mínimos alcanzados en plena crisis, se encuentra en niveles bajos. En febrero la disposición a comprar vehículo se ubicó en -6,9% frente a un máximo de 22,4% en octubre de 2006 y un mínimo de -17,6% en abril de 2009. En el mismo mes la disposición a comprar vivienda fue 25,8%, frente a un máximo de 50,6% en mayo de 2006 y un mínimo de -1,7% en noviembre de 2008. Todo lo anterior nos lleva a estimar un crecimiento del consumo privado de 1,4% en 2010.

En el caso de la inversión se debe tener en cuenta que ésta viene de un largo periodo de expansión (aumentó en promedio de 12,2% durante 2001-2008) y que, debido a la desaceleración económica, la utilización de la capacidad instalada se encuentra en niveles históricamente bajos (p.ej. en noviembre de 2009 el índice calculado por Fedesarrollo se ubicó en 68,1%, en comparación con un promedio de 71% para el periodo mayo 1997 - noviembre 2009 y un nivel máximo de 76,5% en noviembre de 2006). En razón a ello, no hay motivos para pensar que en el futuro inmediato el sector privado esté ávido de aumentar su capacidad instalada a través de mayores inversiones. Así, estimamos que en 2010 la inversión privada crecerá 2,6%. En razón a que la inversión pública se contraerá 0,8%, proyectamos que en 2010 la inversión total aumentará 2,1%.

Por su parte, el comportamiento de las exportaciones estará determinado por el hecho de que comerciamos mucho con los países que se recuperarán de manera lenta -entre estos EE.UU y la Unión Europea- y muy poco con las economías más dinámicas como China e India. A pesar de que existe la percepción de que la recuperación global en 2010 será mejor a lo que se esperaba hace pocos meses, lo que haría que las exportaciones se dinamizaran más, este optimismo está sustentado en el crecimiento que pueden experimentar las economías asiáticas que son precisamente con quienes comerciamos muy poco. Por otro lado, falta esperar qué va a pasar con la segunda ola de efectos de la crisis que actualmente golpea a varias economías europeas -Grecia, Portugal, y España entre otras- y las repercusiones que se puedan dar en toda Europa. Adicionalmente, las exportaciones hacia Venezuela continuarán muy deprimidas. Peor aún, dada la

³ La carga financiera se define como la suma de pago de intereses y amortizaciones sobre los salarios, (intereses + amortizaciones)/salario.

⁴ Banco de la República. Reporte de la situación del crédito en Colombia. Diciembre 2009.

continua entrada de inversión extranjera directa al sector minero-energético y la monetización de recursos externos por parte del gobierno para financiar su desbalance fiscal, no se vislumbra una devaluación de la tasa de cambio que pueda compensar, así sea parcialmente, el escaso dinamismo de nuestros principales socios comerciales. En estas condiciones, estimamos que, tras registrar una contracción de 8,2% en 2009, las exportaciones totales se incrementarán 1,7% en 2010.

La consideración conjunta de estos factores nos lleva a estimar un crecimiento de la economía colombiana de 2,1% en 2010, ligeramente inferior al consenso de los analistas y a la proyección del gobierno en su Marco Fiscal de Mediano Plazo (2,5%). En estos momentos, y de cara al mediano plazo, pronosticamos tasas de crecimiento del PIB de 3,6% en 2011 y de 4,5 en 2012⁵.

⁵ Estas estimaciones naturalmente se hacen dentro de un rango probabilístico. El detalle de los mismos se describe en la publicación Prospectiva Económica.

Grecia y España: beneficios y retos de pertenecer a una unión monetaria

La economía mundial se está recuperando luego de la fuerte recesión y la crisis del sistema financiero en los países desarrollados, y las perspectivas de crecimiento son mejores que las que se observaban un año atrás. Aun así, el optimismo no es generalizado a través de regiones. En el caso de Europa, las políticas fiscales expansionistas que se adoptaron para contrarrestar la crisis han vuelto impacientes a los inversionistas, con la expectativa de ver hasta qué punto son capaces los gobiernos de sostener niveles de déficit fiscal y de deuda pública particularmente elevados. Los problemas con uno de sus miembros, Grecia, están poniendo en la mira de los mercados financieros a países, como Portugal, que no cuentan con una posición de deuda pública sostenible. Además, la crisis puso en evidencia las rigideces que se fueron acumulando durante toda la década en países como España, debilidades que habían quedado ocultas tras la continua entrada de capitales y los buenos resultados en materia de crecimiento que antecedieron a la crisis. La actual situación se estaría convirtiendo en la "segunda ola" de efectos de la crisis financiera, en la que, luego de superar los problemas de liquidez en el sistema bancario y financiero, se comienza a poner en duda la sostenibilidad de las finanzas públicas.

La crisis en estos países puede retroceder el proceso de recuperación europea. Por ello, en este artículo de Actualidad comenzaremos con una breve reseña del proceso de integración comercial y monetaria de Europa, resaltando los beneficios que han obtenido los países periféricos. A continuación describiremos los sucesos recientes, que han incrementado la incertidumbre de los mercados financieros acerca de la sostenibilidad financiera de Grecia y España, entre otros. Finalmente, discutiremos el papel que

pudo haber jugado en el surgimiento de los desbalances actuales el ingreso de estos países a la unión monetaria, las razones por las cuales el proceso de recuperación se vislumbra como problemático y la posibilidad de contagio a otras economías de la zona euro.

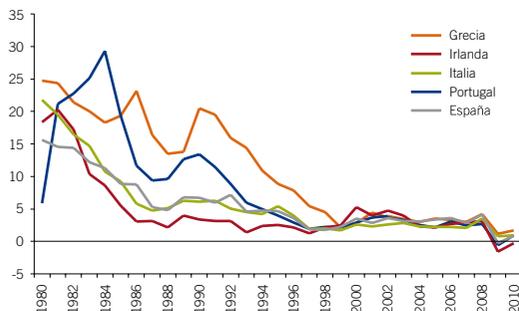
La integración monetaria de Europa

La integración económica y política de Europa tiene antecedentes lejanos. En 1957 se conformó la Comunidad Económica Europea, con seis miembros: Alemania, Bélgica, Francia, Italia, Luxemburgo y Países Bajos. El objetivo inicial fue el de fomentar el comercio entre los países miembros, lo que se logró en 1968 con la eliminación del arancel entre los signatarios y la adopción de un arancel común para productos procedentes de otros países. La CEE fue creciendo paulatinamente y en 1993, luego de la caída del Muro de Berlín, fue remplazada por la Unión Europea (UE), inicialmente compuesta por 12 miembros.

Ya para ese entonces se había planteado la profundización del concepto de integración comercial, lo que se materializaba en la idea de crear una moneda común: el euro. La unión monetaria es la etapa más avanzada de la integración regional y facilita las "cuatro libertades" de circulación: bienes, servicios, personas y capitales. Contar con una moneda común genera dos beneficios principales: la supresión de los costos de transacción del comercio y la eliminación de la incertidumbre inherente a la variación de los tipos de cambio. Los efectos colaterales son múltiples. La disminución de la incertidumbre cambiaria permite reducir la prima de riesgo, lo que fomenta la inversión. Además, se elimina la segmentación de los mercados financieros y se facilita el crecimiento del mercado regional. Una sólida moneda común tiene efectos potenciales positivos sobre el desempeño de los países que la adoptan.

El ingreso a la UE, con la consecuente liberalización del comercio, fue la principal causa del dinamismo que durante los últimos veinte años presentaron los países europeos históricamente más pobres. Por ejemplo, en el periodo 1995-2007 Irlanda experimentó una tasa de crecimiento anual de 7,4%, al mismo tiempo que su desempleo se redujo de 15,7% a 4,5%. Gracias al establecimiento de la unión monetaria, países con tasas de inflación históricamente elevadas “importaron” las instituciones monetarias de economías estables como Alemania. Así, Irlanda, Italia, Portugal, Grecia y España vieron reducir su tasa de inflación de un promedio de 20% en 1980 a cerca del 2,6% en 2007 (Gráfico 1). Evidentemente, estos beneficios no han estado exentos de costos. Los problemas por los que están atravesando Grecia y España son dos ejemplos, muy diferentes entre sí, de los problemas y retos que puede acarrear la entrada a una unión monetaria.

Gráfico 1
INFLACIÓN EN ALGUNOS PAÍSES
DE LA UNIÓN EUROPEA



Fuente: FMI.

Grecia: pagando las consecuencias de vivir al debe

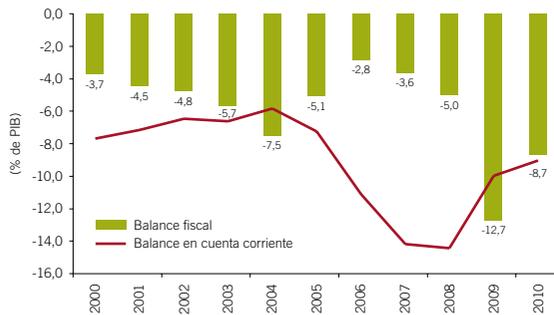
El escenario de la economía griega es el típico caso de riesgo moral: el país aprovechó las ventajas de pertenecer a la UE para sostener una política fiscal laxa durante toda

la década. El hecho de que dicho país pudiera mantener durante largo tiempo indicadores precarios sin despertar el temor en los mercados financieros, respondía en gran parte al respaldo que brindaba su pertenencia a la UE. La sola entrada a este selecto grupo implicaba una aceptación implícita de Europa de las políticas internas de Grecia, lo que reducía la percepción de riesgo por parte de los inversionistas. Además, el hecho de que un potencial *default* se percibiera como muy costoso para Europa en términos fiscales y de deterioro de una buena tradición de cara a los inversionistas, hacía pensar que en el peor de los casos los otros miembros de la unión instrumentarían un plan de salvamento financiero. Esto permitió a Grecia endeudarse al mismo costo que los países más prósperos y disciplinados, en un momento en que sus indicadores macroeconómicos y financieros eran mucho peores a los que presentaban, por ejemplo, los países latinoamericanos, a los cuales el mercado sí estaba disciplinando mediante el cobro de una prima de riesgo más elevada.

Entre 2001 y 2008 el gobierno griego mantuvo un déficit fiscal que promedió 5% del PIB. En parte como consecuencia de ello, durante el mismo período el desbalance en cuenta corriente alcanzó 9,1% del PIB, déficit que justo antes del estallido de la crisis financiera internacional se acercaba a un asombroso 15% del PIB (Gráfico 2). Es evidente que Grecia llegó a la crisis en una situación de altísima vulnerabilidad, en claro contraste con lo que al mismo tiempo sucedía en varias economías emergentes de América Latina, incluida Colombia. Para financiar los déficits gemelos, Grecia hubo de recurrir a contratar masivamente deuda externa, la cual alcanzó 113% del PIB en 2009.

En el momento en que estalló la crisis internacional, a finales de 2008, la aversión al riesgo se disparó y los mercados financieros se volvieron más atentos y sensibles a los indicadores de sostenibilidad de las finanzas públicas de las diferentes economías. La demanda por títulos de

Gráfico 2
BALANCE FISCAL Y EXTERNO EN GRECIA



Fuente: FMI.

deuda soberana de países como Irlanda, Italia y Portugal comenzó a caer, lo que se tradujo en una menor financiación para esos países y en un incremento de las tasas de interés que tenían que pagar. Grecia no fue ajeno a este proceso. En un principio, intentó sostener la confianza de los mercados maquillando sus cifras fiscales, con una estimación del déficit fiscal para 2009 de 6,7% del PIB. La sorpresa fue mayúscula cuando, a principios de este año, el gobierno aceptó que el déficit iba a ser mucho mayor, alrededor de 13% del PIB. El financiamiento externo se tornó más difícil, las agencias calificadoras degradaron su percepción de riesgo y los títulos del gobierno comenzaron a ofrecerse a tasas variables en razón a que el mercado ya no aceptaba tasas fijas. Para el 4 de febrero de este año los títulos de deuda de Grecia llegaron a ofrecer un interés de 7,1%, 400 puntos básicos por encima de los bonos alemanes, la principal referencia europea.

Para intentar calmar el temor de los mercados y como respuesta a la presión política de los demás países de la UE, el gobierno se comprometió a disminuir el déficit fiscal a 8,7% del PIB en 2010 y a 3% en 2012, el nivel aceptado en los estamentos de la UE. Esto ha obligado al gobierno a congelar salarios públicos, incrementar impuestos como el IVA y proponer una ley de incremento de la edad de

jubilación, en virtud a que el pago de pensiones públicas alcanza 11% del PIB. Estas medidas han calmado temporalmente a los inversionistas, que le están dando un compás de espera al país mientras se concreta el programa de apoyo bien sea de la UE y/o del FMI. Este compás de espera no oculta el hecho de que Grecia sigue enfrentando un grave riesgo de *default*; en dos meses debe conseguir recursos por US\$27 mil millones para refinanciar la deuda de corto plazo que vence entre abril y mayo.

A Grecia el único camino que le queda es apretarse el cinturón y adoptar medidas drásticas de austeridad fiscal. El desbalance externo, el alto déficit fiscal y el elevado saldo de deuda pública se suman a un desalentador panorama de crecimiento. Actualmente, el plan presupuestal apunta a un crecimiento de 1,5% en 2011 y de 1,9% en 2012. Sin embargo, la eliminación del estímulo fiscal y su remplazo por una contracción de la demanda pública puede demorar de forma considerable el proceso de recuperación. De mantenerse en recesión y no presentarse una reactivación de la actividad privada, Grecia entraría en un círculo vicioso en el que, a falta de ingresos tributarios, el gobierno se vería forzado a reducir aún más el gasto, lo que contraería la demanda agregada, reduciría el crecimiento y afectaría aún más los ingresos del Estado. Por otra parte, los incrementos de la tasa de interés del BCE, que se espera ocurran en los próximos meses pueden revertir los tímidos intentos de recuperación de la demanda interna.

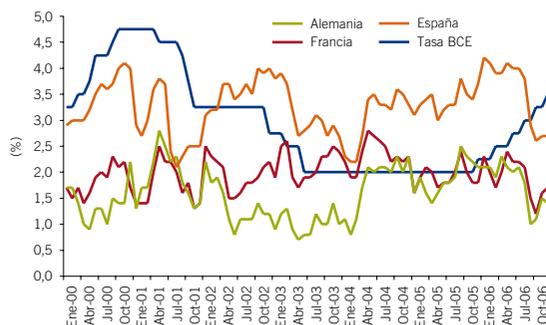
España: las consecuencias de una gigantesca burbuja hipotecaria

España representa un caso distinto. El principal problema de la economía española fue que los costos domésticos y los precios internos se alejaron de forma sostenida de aquellos del resto de Europa. Mientras que en España la demanda interna era muy dinámica, el BCE implementaba medidas monetarias expansivas en virtud a que las principales economías de la zona del euro (Alemania y Francia)

observaban bajas tasas de crecimiento y escasa presión inflacionaria (Gráfico 3). A pesar de un manejo adecuado de la política interna -incluida la visionaria introducción de provisiones contra-cíclicas en el sistema financiero- el país ibérico confrontaba una política monetaria expansionista cuando su propio ciclo económico sugería lo contrario. En parte para contrarrestar esa política monetaria expansionista, España obtuvo balances fiscales neutrales o incluso positivos en el período 2001-2007, en claro contraste con lo que estaba sucediendo en Alemania y Francia (Gráfico 4). En ese proceso, España redujo el nivel de deuda pública como porcentaje del PIB desde 50% en 2000 a 32% en 2008.

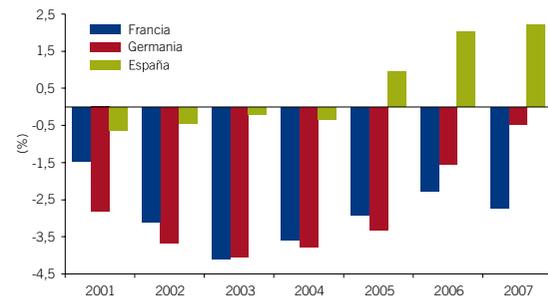
La falta de sincronización del ciclo económico y la relación de la política monetaria causaron una exacerbación de la fase de auge en España, con lo que se generaron numerosas debilidades de cara a la crisis financiera internacional. En primer lugar, los altos índices de inmigración y el buen panorama de crecimiento gestaron una burbuja

Gráfico 3
**INFLACIÓN EN ESPAÑA, FRANCIA Y ALEMANIA Y
TASAS DE INTERÉS DEL BCE (2000-2006)**



Fuente: BCE.

Gráfico 4
**BALANCE FISCAL DE ESPAÑA, FRANCIA
Y ALEMANIA (% DEL PIB)**



Fuente: BCE.

de grandes proporciones en el mercado inmobiliario, financiada por la entrada de capitales desde el resto de Europa. Al tiempo que el mercado inmobiliario contribuyó fuertemente al crecimiento, esta burbuja trajo consigo un incremento acelerado de la deuda de los hogares. Segundo, las rigideces salariales y los altos costos de contratación y despido han generado, como en Colombia, un mercado laboral segmentado. Por un lado están los trabajadores calificados, asociados a sindicatos, que reciben prestaciones sociales y tienen poder de negociación en cuanto a salarios. Por el otro, están los trabajadores no calificados, como es el caso de los jóvenes y los inmigrantes, que en muchos casos reciben salarios por debajo del mínimo y no cuentan con acceso al mercado laboral formal. La indexación de los salarios y el poder de negociación de los sindicatos llevaron a un notable incremento de los costos laborales para las empresas¹.

Se generó así un escenario de alto crecimiento, elevada inflación y pérdida de competitividad. Entre 2000 y 2008 el precio de los bienes y servicios producidos en España

¹ En 2009, en plena crisis, los salarios en España se incrementaron en 3%, al mismo tiempo que el desempleo se disparó. En Reino Unido, en donde se generó una burbuja inmobiliaria similar a la española, la posibilidad de reducir el salario permitió que el desempleo se incrementara sólo 2 puntos porcentuales, de 5,5% a 7,6%.

se incrementó en 35%, comparado con un incremento de apenas 10% en Alemania. El crecimiento de la economía se basó principalmente en un *boom* de crédito que impulsó la demanda interna, unido a la fuerte entrada de capitales que financiaba el déficit en cuenta corriente y ocultaba la baja competitividad de la industria nacional. En el mismo período, la productividad laboral mostró un incremento anual de apenas 0,2%. En el momento en que estalló la crisis, las debilidades de la economía se hicieron evidentes. La suspensión de los flujos de capitales y la turbulencia financiera como consecuencia de la crisis de hipotecas *subprime* en Estados Unidos hicieron estallar la burbuja inmobiliaria española, afectando a los hogares con un elevado endeudamiento hipotecario, mientras que las rigideces del mercado laboral originaron un impresionante aumento de la tasa de desempleo, que pasó de 8,3% en 2007 a 18% en 2009. La caída de los ingresos tributarios y el incremento del costo de servir la deuda llevaron a un déficit fiscal de 11,4% del PIB en 2009, lo que ha alarmado a los inversionistas.

A la economía española no le resulta posible compensar la fuerte caída en su competitividad mediante la forma más tradicional y efectiva: una devaluación. Así se supusiera que en el momento de ingresar a la UE el valor de la peseta con respecto al euro se encontraba cercano al equilibrio, las rigideces en cuanto a costos de producción generaron durante toda la década una sobrevaloración de los bienes y servicios españoles con respecto a los producidos en otros países. La devaluación de la peseta hubiera contrarrestado este proceso, al abaratar el precio relativo de las exportaciones españolas. Al estar anclada al euro, y sin modificar las rigideces internas, la única forma para España de recuperar cierto nivel de competitividad sería mediante un doloroso y lento proceso de deflación relativa. Es decir, lograr que mediante una prolongada recesión su nivel de inflación sea consistentemente menor al de sus socios dentro de la UE.

¿Es extensible a toda Europa?

Si bien la situación de España y Grecia contiene ingredientes especiales que no se observan en otros países, si se miran las cifras fiscales de los miembros de la UE la situación es verdaderamente preocupante. Adicionalmente el contagio entre los países de la UE se agrava a través de tenencia de la moneda común. Hoy día ningún país de la UE tiene una posición de deuda que se pueda considerar sostenible. Los altos saldos de deuda pública y los balances fiscales (primarios) deficitarios se combinan con un bajo nivel de crecimiento (comparado con la tasa de interés) que no facilita una reducción futura de la carga de la deuda. En el Cuadro 1 se pueden observar las proyecciones para 2010 del déficit fiscal, la deuda neta y el crecimiento del PIB menos la tasa de interés del financiamiento público. La tabla está organizada desde el país que muestra los mejores números (Alemania) hasta el país cuya sostenibilidad se encuentra más en entredicho (Grecia). La moratoria de algún país de la UE sería un evento catastrófico para la confianza del mercado respecto de la sostenibilidad fiscal de otros países de la región. Economías como la de

Cuadro 1
SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA EN LA UNIÓN EUROPEA

	Balance primario, ajustado cíclicamente (% del PIB)	Deuda neta (% del PIB)	Crecimiento PIB menos costo de financiación (%)
Alemania	-1,2	54,7	-0,5
Holanda	-1,4	36,5	-0,6
Bélgica	1,3	85,4	-0,6
Italia	2,2	100,8	-1,0
Francia	-3,8	60,7	-0,7
España	-4,3	41,6	-3,0
Portugal	-2,7	62,6	-2,3
Gran Bretaña	-6,7	59,0	-1,5
Irlanda	-7,0	38,0	-5,1
Grecia	-4,6	94,6	-3,2

Fuente: The Economist.

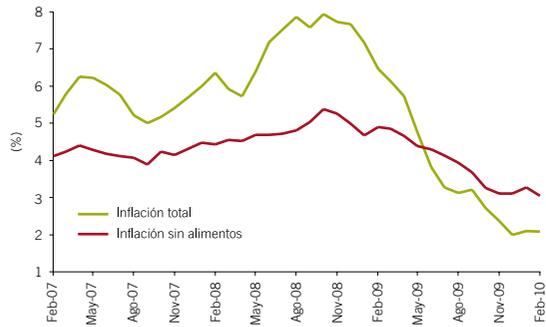
Portugal, que alcanzaría un déficit fiscal de 8,3% del PIB en 2010 (9,3% en 2009) se verían fuertemente afectadas de frenarse su acceso al financiamiento externo².

Dado este panorama, a principios de febrero comenzó a tomar fuerza la idea de un plan de salvamento financiero (*bail out*) por parte de otros miembros de Europa, con el fin de evitar a toda costa una moratoria de Grecia. La presión recayó sobre Alemania, el país con mayor músculo financiero en Europa y uno de los defensores a ultranza de la UE. La idea de utilizar recursos públicos para salvar al gobierno de otro país no cayó bien en Alemania, donde Grecia es visto como un país derrochador que se aprovechó de la situación para endeudarse de forma exagerada, a la

espera de encontrar apoyo en otros países en el momento de la crisis. A estas alturas la solución más factible es que, tal y como tuvieron que hacerlo varios países emergentes en anteriores crisis, Grecia suscriba un programa de ajuste con el FMI. De ser ese el caso, habría que concluir que, contrario a lo que se pensaba hace apenas tres años, el FMI continúa siendo una pieza fundamental dentro de la arquitectura financiera internacional; que al euro le falta tiempo para retar al dólar como la principal moneda de reserva del mundo; y que, afortunadamente, por ahora no hay evidencia de que los problemas que aquejan a Europa estén afectando la recuperación norteamericana y las buenas perspectivas para la mayoría de economías emergentes.

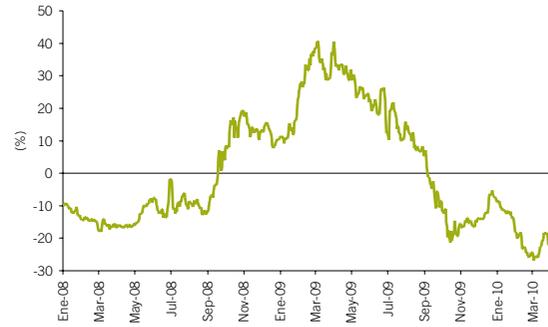
² El 24 de marzo la calificadora Fitch rebajó el rating de la deuda soberana de Portugal debido a su elevado déficit fiscal.

INFLACIÓN ANUAL - TOTAL Y SIN ALIMENTOS



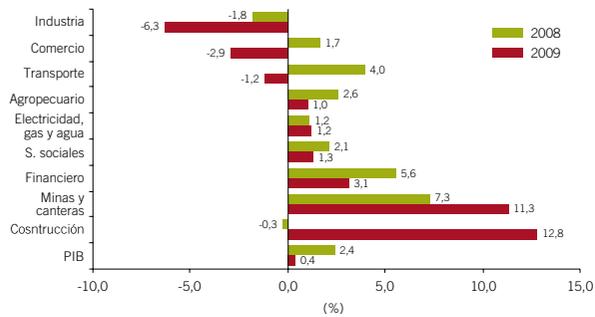
Fuente: DANE, cálculos de Fedesarrollo.

TASA DE CAMBIO - DEVALUACIÓN ANUAL



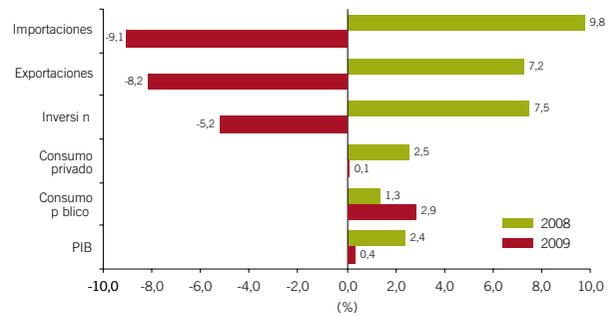
Fuente: DANE.

CRECIMIENTO RAMAS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA



Fuente: DANE.

CRECIMIENTO COMPONENTES DE OFERTA Y DEMANDA

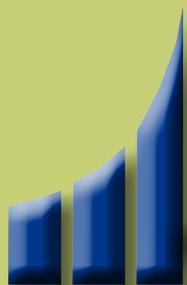


Fuente: DANE.

PROYECCIONES PIB COLOMBIA (CRECIMIENTO REAL ANUAL, %)

Institución	Proyección PIB (%)	
	2010	2011
Fedesarrollo	2,1	3,6
Consensus (promedio)	2,6	3,7
Más alto	4,1	5,0
Más bajo	1,5	2,5
Desviación estándar	23,6	17,0

Fuente: *Latinamerican Consensus Forecast*.



FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social