



Cumbre de Bruselas: Implicancias y Repercusiones

En la cumbre realizada el pasado 8 y 9 de diciembre en Bruselas, los 27 estados de la Unión Europea no lograron un acuerdo unánime para modificar el tratado de Lisboa a fin de alcanzar una solución comprensiva y el anhelado salvataje del euro, mediante medidas que apunten a reforzar la disciplina presupuestaria y el control de la deuda en la Zona Euro, que conformen una unión fiscal.

Entre las medidas propuestas por Alemania y Francia se contemplaban sanciones automáticas a los socios incumplidores del acuerdo fiscal.

Alemania rechazó categóricamente la idea de emisión de eurobonos, ante la posibilidad de que esta acción tenga un efecto sobre la apreciación de sus bonos soberanos y los convierta en avales de deudas de otras economías más débiles, que no cumplen. Este mismo elemento podría afectar a la deuda soberana de Francia, que ya se encuentra en una posición bastante expuesta, especialmente sus bonos de "refugio AAA".

La calificadora de riesgo Moody's informó, a mediados de noviembre, la posibilidad de rebajar la calificación de éstos y, además, recientemente, el 15 de diciembre, rebajó la calificación de 3 instituciones financieras francesas entre las que se encuentran Dexia Crédit Local y de Dexia Banque Internationale, que sufrieron una baja desde la calificación "A3" a "Baa1". Por ello, a falta del instrumento de eurobonos o de una fuente de liquidez de última instancia, es urgente definir mejor el rol del Banco Central Europeo.

En el curso de estas negociaciones, cuatro países se desmarcaron del acuerdo, entre ellos y el más importante es el Reino Unido. Hungría, Suecia y República Checa, también, argumentando los dos últimos que debían consultar a sus

La principal preocupación del mercado es la posibilidad de que la crisis bancaria y de deuda soberana se deteriore hasta el punto que un país importante entre en default, detonando la destrucción de la moneda única (el euro), y causando de paso, una recesión extensa en el tiempo.

respectivos parlamentos la adopción de tal medida. Esto no se resolverá, en consecuencia, antes de marzo del próximo año.

Por su parte, la actitud de David Cameron, especialmente en lo formal, abrió una grieta en la unidad europea y ha sido fuertemente criticado, por lo que se califica como “falta de solidaridad” para avanzar hacia un acuerdo conjunto. Se argumentó, con razón, que el Reino Unido se opondría a cualquier medida o reforma si no se daban garantías respecto a sus mercados de servicios financieros en particular, sobre no imponer un posible impuesto sobre las transacciones internacionales, lo que afectaría fuertemente a la condición de centro financiero de la City de Londres, que a pesar de no ser el mayor del mundo, sí cuenta con el mayor nivel de transacciones internacionales.

Luego de estos hechos, Cameron concurrió el lunes 14 de diciembre al Parlamento, en donde 57 diputados liberal demócratas de su coalición, se negaron a apoyar una moción parlamentaria que elogiaba la actuación de Cameron, el cual, finalmente, salió adelante con 278 votos a favor y 200 en contra. En declaraciones posteriores, Cameron señaló “no me disculpo por defender al Reino Unido”, sin embargo ha habido un intento de acercamiento posterior, al expresar el interés en la mejora de la Zona Euro en su conjunto, lo cual Ángela Merkel rescató positivamente como gesto o señal positiva.

Ante la reducción de los países dispuestos o con capacidad legal de cooperar en los acuerdos, se está pensando en un universo de 23 posibles países, pero la base del acuerdo fiscal sería adoptado por los 17 países pertenecientes a la Zona Euro, más los países europeos que quieran sumarse a él. En todo caso, este proceso de constituir una unión o un acuerdo fiscal, aparece ya como algo engorroso y lento.

La regla fiscal y sus implicancias

Al rechazar la creación de eurobonos como alternativa, se acordaron medidas para que el Banco Central Europeo pueda intervenir de forma más activa, inyectando mayor liquidez y mejorando el control de la inflación y se adelantó, también, para julio de 2012 la entrada en vigencia del Mecanismo de Estabilidad Europea (ESM), que cuenta con una capacidad de 500.000 millones de euros que serán revisados antes de su puesta en marcha. Además se mantendrá el fondo temporal de rescate (FEEF) hasta mediados del 2013, que cuenta con 250.000 millones de euros descontando la ayuda ya brindada a Grecia, Portugal e Irlanda.

Lo más importante de la cumbre europea es que bajo el liderazgo de Ángela Merkel y Nicolás Sarkozy, se planteó una reforma clave para la continuidad de la unión monetaria y la supervivencia del euro de las naciones de Europa. Ésta consiste en que los países incorporen en su constitución una “regla fiscal”, que acepta un déficit

fiscal máximo de un 3% del PIB, poniendo una meta de déficit estructural¹ de 0,5% del PIB y respecto a la deuda, un límite de un 60% del PIB, que en caso de ser sobrepasado, tendría sanciones automáticas y con ello se plantean, también, mayores responsabilidades de vigilancia para la Comisión de la Unión Europea.

Estas cifras límite de déficit y deuda, son básicamente los límites de Maastricht, que se incumplieron repetidas veces, incluso por Alemania, en el pasado.

El problema de implementación de la regla fiscal fortalecida radica en que un nuevo tratado o la modificación del Tratado de Lisboa podrían derivar en profundos conflictos legales, debido a que las resoluciones podrían contradecir reglas adoptadas en tratados anteriores en la Unión Europea o aún vulnerar principios democráticos.

Otra implicancia radica en la división que se puede producir en Europa: por un lado, los países del norte de Europa junto a Alemania, que son quienes presentan menor riesgo debido a su baja deuda y una mayor capacidad de pago, mientras que el otro grupo lo representarían los países del sur de Europa que son los más endeudados y que tienen mayor riesgo de incumplir la “regla fiscal” si la adoptan. También existen otros elementos de riesgo político que afectan el posible cumplimiento de esta regla como sucede en el caso de Francia, donde Sarkozy ha perdido la mayoría en el senado francés, a favor de los socialistas, quienes, a su vez, se oponen a limitaciones legislativas al gasto y déficit fiscal nacional.

La directora del FMI, Christine Lagarde, sin embargo, destacó el progreso en tres áreas. En primer lugar señaló, el acuerdo alcanzado para mejorar la disciplina fiscal y fortalecer la coordinación de la política económica en la Zona Euro. En segundo lugar, la decisión de acelerar la entrada en vigor del Mecanismo de Estabilidad Europea (ESM) del tratado, lo cual ayudará a reforzar el “firewall”, o muro, contra el contagio financiero. En tercer lugar, el compromiso de los miembros de la UE para proporcionar recursos adicionales para el FMI, de hasta 200 millones de euros (unos US\$ 270 millones). Estos recursos están destinados a mejorar la capacidad del FMI para cumplir con sus responsabilidades sistémicas en apoyo de su membresía global, que es especialmente importante dada la actual desaceleración económica global y las tensiones de los mercados financieros.

A estos recursos, destinados a fortalecer el FMI, podrían agregarse contribuciones de economías de Asia y del Medio Oriente, que cuentan con amplias reservas internacionales y fondos soberanos de inversión. Sin embargo, esto último en la práctica no resulta fácil, por el nivel de riesgo que genera la crisis y la recesión económica y por las exigencias de los países potencialmente contribuyentes de

¹ El déficit estructural es el saldo presupuestario de un país sin tener en cuenta los gastos e ingresos de carácter cíclico. Sus distintas formas de cálculo supondrán un problema adicional para la Unión Europea.

estos recursos, respecto a información y reforma del propio Fondo Monetario Internacional.

El avance más importante en último término, dentro del marco de la cumbre, ha sido la aceptación del Banco Central Europeo de otorgar una liquidez más amplia a la banca europea, con menores requisitos de garantía y a la tasa de política monetaria que actualmente es del 1%. Los gobiernos de la Zona Euro y los bancos centrales de fuera, como Banco de Japón, Banco de Reserva de Australia, Banco de Canadá, Banco Nacional de Suiza y otros, están todos cooperando y buscando fórmulas y mecanismos para otorgar liquidez y evitar el colapso de alguna institución financiera o algún refinanciamiento de deuda soberana. Para el 2012 se estima que los vencimientos y refinanciamientos de deuda soberana en la Zona Euro serán de unos 720 billones de euros.

Los bancos están también bajo fuerte tensión de liquidez por vencimientos y retiros de pasivos y además, por nuevas exigencias de capital, por parte de los reguladores. Como ejemplo, se puede mencionar que el Banco Santander requeriría, hoy día, unos US\$ 15 mil millones de recapitalización, pero esas cifras pueden ser mayores, dependiendo de la dinámica financiera de la crisis y la recesión.

Otro hecho importante y más bien negativo, es la demora en anunciar y ejecutar medidas concretas para combatir la crisis en Italia y España. Adicionalmente, esas medidas o políticas son, principalmente, de austeridad, pero tienen poco contenido estructural para mejorar la productividad y restaurar el crecimiento, elementos esenciales para reducir los defectos fiscales y el endeudamiento.

En la cumbre europea de Bruselas tampoco hubo un énfasis sustancial en medidas de ajuste estructural, sino más bien, en cuanto a disciplina fiscal y liquidez. Respecto a la disciplina fiscal, se observó una cierta complejidad para generar las instituciones que la establezcan como institucionalidad eficaz en la Unión Europea y aún en la Zona Euro. En lo referente a la liquidez, que es esencial y de sobrevivencia, se tuvo más éxito aunque de una manera ambigua, porque surgió la iniciativa que se comentó anteriormente, de otorgar, a través del BCE liquidez amplia y a mediano plazo (3 años) a tasa baja de 1%, sólo a los bancos. Sin embargo, los bancos europeos pueden obtener liquidez del BCE y comprar bonos soberanos que rinden 6 o 7%, con un costo de fondos de 1% del BCE y generar garantías.

En definitiva, el hecho financiero más importante post crisis se produjo el 22 de diciembre, cuando el Banco Central Europeo licitó US\$ 637 billones al 1%, con vencimiento de 3 años y bajo requerimientos de garantías.

Esta operación de liquidez sustancial ha sido un alivio importantísimo como inyección de liquidez y en cuanto permite a los bancos deudores un carry trade vía compra de bonos soberanos, que les genera vía spreads de 5 o 6 puntos

porcentuales de ingresos significativos.

Por ahora, lo que se vislumbra a futuro es una lenta implementación de medidas de austeridad y disciplina fiscal en la Eurozona, complementada por un monitoreo intenso de la liquidez, para evitar excesivo estrés en los mercados o el colapso de alguna institución financiera.

En la Zona Euro, la información económica actual señala una tendencia para algunas economías, de encaminarse a una recesión o un estancamiento, que puede ser duradero.

En el corto plazo, y en este momento, las mejores noticias económicas y las señales de vitalidad de la economía norteamericana, a través de mejoras en el mercado habitacional, en la industria y en el consumo, han generado un rally en los mercados de acciones.

La última información sobre crecimiento económico en el tercer trimestre fue de 1,8%, algo inferior al 2% esperado. En cuanto al empleo, las cifras más recientes son positivas, referentes a solicitudes de subsidios de desempleo. En la víspera de Pascua, el Congreso americano aprobó una extensión por 2 meses para las reducciones de impuestos sobre planillas de remuneraciones, lo cual es positivo para la economía de ese país y una victoria política para el Gobierno de Obama. El Presidente pidió también al Congreso que prolongue el recorte de impuestos y de los seguros sociales para todo el 2012.

Por el momento, la volatilidad que está situación de “muddling through” de la crisis financiera seguirá adelante con volatilidad, de acuerdo a la información económica del día.

La principal preocupación del mercado es la posibilidad de que la crisis bancaria y de deuda soberana se deteriore hasta el punto que un país importante entre en default, detonando la destrucción de la moneda única (el euro), y causando de paso, una recesión extensa en el tiempo. Nuriel Roubini, en un artículo reciente dice: “Si las grandes economías del mundo intentan patear la lata a lo largo del camino, por otro año más, la lata se tornará muy pesada y eventualmente, puede golpear y derribar una muralla”.

Para el 2013, cuando menos podría enfrentarse una “doble caída” en recesión en los Estados Unidos, un escenario desordenado en la Zona Euro y un aterrizaje brusco en China.

Las proyecciones de CEPAL de fines de año para América Latina son de un crecimiento económico de 3,7% para el 2011 y Chile crecería un 6,3% el 2011 y sólo un 4,2%, por efecto de la crisis, el 2012.

Cuadro Nº 1

Indicadores Económicos 2010				
Datos generales	Unidad	Euro Zona	Unión Europea	Estados Unidos
Población	millones	331,4	501,5	310,1
Ratio participación laboral	%	71,4	71,0	74,6
PIB	trill €	9,2	12,9	11,8
PIB per cápita	mil €	27,6	25,6	37,9
Ahorro Inversión				
Ahorro bruto	% PIB	18,8	18,1	12,5
Formación bruta de capital	% PIB	19,1	18,6	15,4
Gobierno				
Gasto	% PIB	50,9	50,6	38,1
Déficit (-)	% PIB	-6,2	-6,6	-10,7
Deuda Bruta	% PIB	85,3	80,2	78,2
Externo				
Exportaciones	% PIB	22,7	15,5	12,6
Importaciones	% PIB	22,0	15,9	16,1
Balance de cuenta corriente	% PIB	-0,5	-0,8	-3,2
Deuda externa bruta	% PIB	120,3	--	98,0

Fuente: Estadísticas Diciembre 2011 Banco Central Europeo.

Cuadro Nº 2

Formación Mecanismo de Estabilidad Europea (ESM)

	Contribución %	Acciones	Capital (mill €)
Alemania	27,15	1900248	190024,8
Francia	20,39	1427013	142701,3
Italia	17,91	1253959	125395,9
España	11,90	833259	83325,9
Países Bajos	5,72	400190	40019,0
Bélgica	3,48	243397	24339,7
Grecia	2,82	197169	19716,9
Austria	2,78	194838	19483,8
Portugal	2,51	175644	17564,4
Finlandia	1,80	125818	12581,8
Irlanda	1,59	111454	11145,4
Eslovaquia	0,82	57.680	5768,0
Eslovenia	0,43	29.932	2993,2
Luxemburgo	0,25	17.528	1752,8
Chipre	0,20	13.734	1373,4
Estonia	0,19	13.020	1302,0
Malta	0,07	5117	511,7

Fuente: European Council Press Releases

Cuadro Nº 3

CDS (5 años)

Fecha	Inglaterra	Suecia	Hungría	República Checa	Alemania	Francia	Grecia	Italia
15-12-2011	98,81	80,88	583,71	175,67	105,89	237,07	3535,66	573,49
15-11-2011	95,05	65,56	613,56	191,35	97,09	233,94	3535,66	591,54
15-10-2011	92,67	58,99	514,00	128,72	95,37	183,26	3535,66	450,67
15-09-2011	79,41	53,10	458,34	123,14	82,88	169,28	5047,45	450,65
15-08-2011	76,66	52,49	398,38	114,58	76,71	147,03	1744,51	345,02
15-07-2011	77,17	33,36	310,07	95,30	58,55	112,34	2428,76	302,03
15-06-2011	66,25	24,00	270,89	75,94	41,06	79,01	1769,18	178,49
15-05-2011	54,85	21,85	247,50	76,65	37,38	71,17	1241,98	150,28
15-04-2011	55,21	24,00	247,70	77,73	44,82	71,91	1221,92	142,57
15-03-2011	57,17	31,14	296,34	86,89	46,50	80,83	1006,70	164,32
15-02-2011	61,34	33,94	308,96	87,52	53,23	91,00	894,23	180,27
15-01-2011	72,10	33,45	376,32	90,37	59,35	104,53	940,18	206,20
15-12-2010	66,57	32,40	373,34	90,41	52,20	98,67	931,69	197,16

Fuente: Bloomberg

Cuadro Nº 4

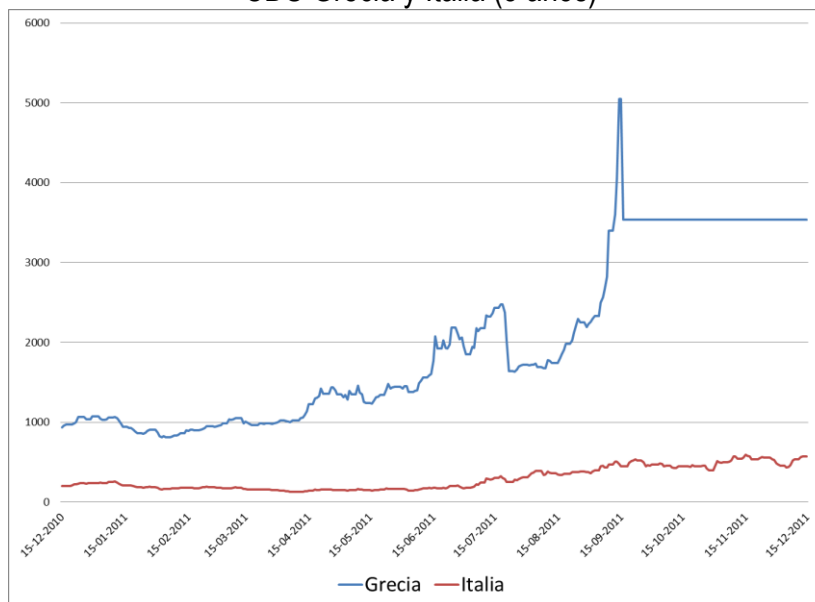
Deuda países Zona Euro

	2007	2008	2009	2010	2011p	2012p
Alemania	50,178	49,746	56,375	57,555	57,174	56,995
Austria	41,168	41,967	49,479	52,36	52,537	53,933
Bélgica	73,286	73,748	80,044	81,146	79,938	80,218
Chipre	--	--	--	--	--	--
Eslovenia	--	--	--	--	--	--
España	26,52	30,484	41,901	48,749	56,048	58,707
Estonia	-5,562	-3,325	-1,31	-0,963	-1,682	0,667
Finlandia	-72,521	-52,163	-62,488	-64,488	-59,748	-56,948
Francia	59,551	62,27	71,987	76,5	80,985	83,545
Grecia	105,412	110,721	127,1	142,757	153,083	175,432
Irlanda	11,166	24,58	42,309	78,042	98,751	104,64
Italia	87,347	89,186	97,132	99,351	100,439	100,704
Luxemburgo	--	--	--	--	--	--
Malta	--	--	--	--	--	--
Países Bajos	21,655	20,456	22,98	27,663	30,641	32,599
Portugal	63,658	67,361	78,79	88,698	101,809	107,572
Eslovaquia	--	--	--	--	--	--

Fuente: FMI

Gráfico N° 1

CDS Grecia y Italia (5 años)



Fuente: Bloomberg

Gráfico N° 2

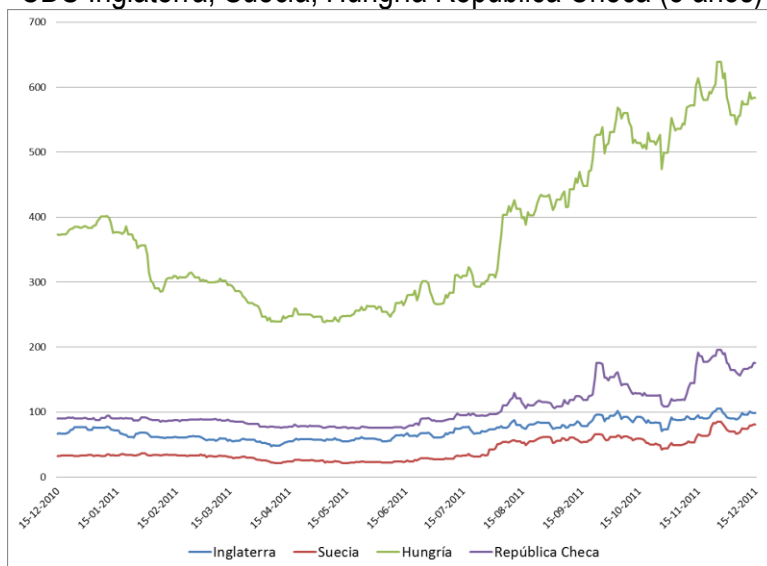
CDS Alemania y Francia (5 años)



Fuente: Bloomberg

Gráfico N° 3

CDS Inglaterra, Suecia, Hungría República Checa (5 años)



Fuente: Bloomberg

