

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Febrero 21 de 2012

De la 'Unión Monetaria' a la 'Unión Fiscal... existe un largo trecho

Casi una década después de instaurada la 'Unión Monetaria' (UM), que vio nacer el euro en 1999 a la tasa de 0.94/dólar, los efectos de la laxitud monetaria y de los excesos fiscales están al borde de acabar con dicha UM. La teoría de la UM desarrollada por Mundell (premio Nobel de 1999) se fundamentaba en la teoría de la "ley de un sólo precio", bajo el supuesto de la libre movilidad de los factores de producción.

Sin embargo, hoy se hace evidente que existen dos problemas teórico-prácticos que están probando difícil la sostenibilidad de la UM alrededor del euro: i) desde el punto de vista puramente monetario-financiero, está claro que la política dictada desde Frankfurt por el Banco Central Europeo puede resultar exitosa en "anclar las expectativas de inflación" y, aun así, fracasar en evitar burbujas hipotecarias, como las generadas en España; y ii) se requiere también que la política fiscal vaya alineada con la política monetaria-financiera, o de lo contrario ocurrirá una "dominancia fiscal", la cual puede desbarrancar la UM. Esto último es lo que ha venido ocurriendo en 2011-2012, con los contagios fiscales que emanan de la llamada "periferia" (Grecia, Portugal, Irlanda) y de países con riesgo sistémico como Italia y España.

La historia inicial de 2002-2007 lucía exitosa, cuando el euro inclusive se apreció fuertemente frente al dólar, al pasar del US\$0.9/€ hasta llegar a US\$1.6/€ a inicios del 2008. Sin embargo, el estallido de la crisis financiera-fiscal llevó a una pronunciada devaluación del euro hasta llevarlo a la franja US\$1.2-1.3/€ (ver gráfico adjunto).

Así, contener el posible resquebrajamiento del euro pasa, en este momento, por lograr organizar urgentemente una "Unión Fiscal" (UF) que complemente la disciplina monetaria con la presupuestal. ¿Por qué entonces no se creó, una década atrás, una Junta Fiscal Independiente que realizara a nivel fiscal lo que hizo con relativo éxito el Banco Central Europeo (BCE) a nivel monetario?

La respuesta tiene que ver con la "economía política" de constituir una UF: es prácticamente imposible ceder *ex ante* la autonomía presupuestal, pues ello raya con ceder los principios del "Estado Nación". Ahora, enfrentando la crisis, ello se intentará hacer de forma forzada y ya vemos cómo en Atenas se grita que "abajo la bota alemana". En esto la "periferia" no debe llamarse a engaños, pues una UF efectiva implica contar con poder de veto presupuestal conferido a través de una entidad supranacional (la Unión Europea). A cambio de ello, esta nueva UE pasaría a "disfrutar" de garantía supranacional en la emisión de Eurobonos, que es

Continúa

**CRÉDITOS DE LIQUIDEZ
Y CARTERA ORDINARIA.**

Dos excelentes alternativas
para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa.

www.bancoavillas.com.co

Somos  **AV**
GRUPO

Somos  **Banco AV Villas**

Director: Sergio Clavijo

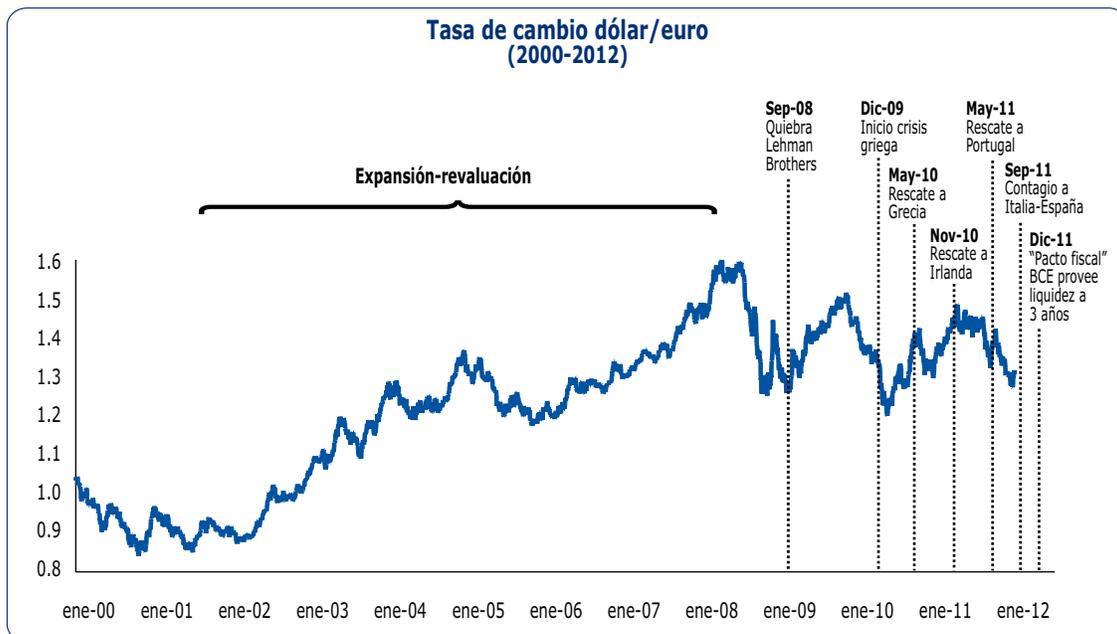
Con la colaboración de Nelson Vera

precisamente lo que hoy está reclamando el mercado para continuar haciendo el “rolling” de la deuda a tasas del 4%-5% y no del peligroso 6%-7% que vimos en las semanas de mayor tensión.

Anif había mencionado, a principios de 2011, que la probabilidad de rompimiento de la Zona Euro, tal como la conocemos hoy (con todos sus miembros), era del orden del 70% (ver *Comentario Económico del Día* 19 de enero de 2011). Posteriormente, con el recrudecimiento de la crisis y las continuas fallas en las metas fiscales de Grecia, elevamos dicha probabilidad al 90% (ver *Comentario Económico del Día* 6 de septiembre de 2011).

A este respecto vale la pena aclarar que existen dos formas de rompimiento del euro con resultados muy diferentes. Si lo que ocurre es una cesación de pagos ordenada, aceptando recortes “voluntarios” del 70% en el principal, la Troika (UE-FMI-BCE) habría evitado un rompimiento abrupto, abandonando Grecia el euro de forma “amigable” y sin mayores riesgos de contagio sistémico. En cambio, si lo que ocurre es un “repudio” de dicha deuda, por incapacidad de estructurar la Troika un arreglo amigable, entonces existe un elevado riesgo de incapacidad de Italia y España para continuar refinanciando su deuda, precisamente por ese temor a recortes “involuntarios”. Esto tendría serias consecuencias sobre la solidez financiera global, especialmente tras haber entrado en el quinto año de dificultades, donde el coletazo sobre los mercados emergentes también sería significativo.

En síntesis, la UE parece no tener alternativa diferente a tratar de fraguar una UF que complemente la UM, para lo cual ha venido impulsando un renovado “pacto fiscal”, como el firmado a finales de 2011. Dicho pacto habla de: i) aplicar reglas fiscales para lograr déficits estructurales inferiores al -0.5% del PIB; ii) sanciones automáticas para quienes eleven sus déficits (no ajustados) por encima del 3% del PIB; y iii) establecer programas fiscales con convergencias a relaciones de Deuda Pública/PIB por debajo del 60% en el horizonte 2016-2020.



Fuente: elaboración Anif con base en Bloomberg.