

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

Septiembre 6 de 2011

## Probabilidades de resquebrajamiento del euro: ¿Camino al euro-Plus?

Los pronunciamientos franco-alemanes de mediados de agosto de 2011, en el sentido de no ampliar el cupo del fondo de salvamento fiscal de la zona euro (EFSF), agravaron la crisis mundial, después de haberse dado una tenue recuperación tras la superación del *impasse* de la deuda de los Estados Unidos (ver *Comentario Económico del Día* 17 de agosto de 2011). En efecto, la cumbre Merkel-Sarkozy dio dos mensajes clave: 1) los países que quieran mantenerse fieles a la Zona euro tendrán que trabajar para estar en capacidad de honrar nuevamente los principios del Acuerdo de Maastricht a partir del 2013 (o sea, niveles de deuda convergiendo hacia un tope del 60% del PIB y déficits fiscales inferiores al 3% del PIB); y 2) se abre la posibilidad de que la unión monetaria vire hacia una *Zona euro-Plus*, lo cual puede interpretarse como el inicio de una escisión en la unión monetaria que se había establecido en 1999.

En línea con esta idea de generar una *Zona euro-Plus*, Alemania y Francia han salido a aplaudir los esfuerzos de ajuste fiscal de Italia y España, en plenas elecciones para sustituir a Berlusconi y Zapatero, respectivamente. Cabe recordar que el disparador del segundo paquete de salvataje para la periferia (Grecia, Irlanda y Portugal) fue precisamente los ataques especulativos sobre Italia y España, llevándolos a las peligrosas tasas de interés del “rolling” de su deuda del 5-6% (ver *Comentario Económico del Día* 4 de agosto de 2011). Después vendrían los ataques directos a la propia Francia, lo cual requirió que las calificadoras reiteraran el triple-AAA del país galo, para evitar el contagio proveniente de Estados Unidos.

¿Cuáles son las probabilidades de rompimiento de la Zona euro y, por lo tanto, del surgimiento de una Zona euro-Plus, excluyendo de ella a la periferia? Anif había adelantado un ejercicio de este tipo en los inicios del 2011, concluyendo entonces que la probabilidad de continuar con la Zona euro intacta era de un 71%, a pesar de los serios problemas de la periferia (ver *Comentario Económico del Día* 19 de enero de 2011). Hemos revisado nuestros cálculos, tomando en cuenta la necesidad de ese segundo paquete de salvataje y de la “cesación de pagos técnica” de julio de 2011 por parte de Grecia. Ahora concluimos que la

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](http://www.bancoavillas.com.co)

Somos  GRUPO AVAL

Somos  Banco AV Villas

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

probabilidad de abandono (forzado o voluntario) de la Zona euro por parte de la periferia se ha elevado del 70% al 90% (ver cuadro adjunto). La probabilidad de contagio y abandono por parte de España e Italia de dicha Zona euro también se ha elevado del 30% al 40%, pero se mantiene dentro de límites “razonables” tras el espaldarazo de Merkel-Sarkozy de las semanas pasadas. Claramente vemos una Alemania y Francia comprometidas con la Zona euro, luego mantenemos baja la probabilidad de abandono por parte de estos países, manteniéndola en sólo un 20%.

El conjunto de estas cifras nos indican que la probabilidad-conjunta de mantener la Zona euro (incluida la periferia) se ha reducido del 71% a sólo el 55% tras los delicados sucesos de julio-agosto de 2011. Nótese que el surgimiento eventual de la Zona euro-Plus (con probabilidad del 90%) implicaría también un gran esfuerzo de ajuste fiscal por parte de Italia y España, donde el abandono voluntario o expulsión ocurriría por cuenta de la periferia.

Las ventajas de una Zona euro-Plus, especialmente para Italia y España, es que pasarían a disfrutar de una reducción de sus actuales “spreads”, pues en ese caso seguramente se hablaría de una recapitalización del EFSF, mejorando las garantías de estas deudas soberanas. En cambio, la periferia entraría en el debate de devaluación-inflación y sus deudas sólo estarían acotadas dentro del tipo de Plan-Brady que se armó en julio para dicha periferia. Además, se requeriría poner a funcionar un Acuerdo de Maastricht reforzado, antes de pensar en que la nueva Zona euro-Plus esté en capacidad de emitir deuda soberana de forma unificada, que es lo que están esperando los mercados globales para volver a la calma.

Resquebrajamiento de la Zona euro: un análisis de probabilidades				
	Probabilidad de resquebrajamiento (ene-11)	Probabilidad de resquebrajamiento (sep-11)	Pros	Contras
<b>Alemania-Francia Holanda-Austria</b>	20%	20%	Baja Costo Fiscal "Piggy Back"	Apreciación cambiaria
<b>España-Italia</b>	30%	40%	Mayor crecimiento exportador	i) Devaluación ii) Inflación iii) Incrementos en servicio de deuda
<b>Grecia-Irlanda-Portugal</b>	70%	90% Euro-Plus	Mayor crecimiento exportador	i) Devaluación ii) Inflación iii) Incrementos en servicio de deuda iv) Corridas bancarias...¿corralitos?
<b>Zona euro se mantiene (1-Probabilidad ponderada de resquebrajamiento)</b>	71%	55%	Disciplina fiscal	Trampa de "no crecimiento"

Fuente: cálculos Anif con base en FMI.