Más Europa para atajar la crisis

[iStockphoto]/Thinkstock.

El pasado 9 de diciembre, el Consejo Europeo alcanzaba un acuerdo que conseguía aplacar temporalmente el nerviosismo de los mercados y relajar las primas de riesgo de la zona euro. Dicho acuerdo, suscrito por 26 de los 27 miembros, ya que no se ha sumado Reino Unido, promueve una serie de reformas dirigidas a potenciar la integración fiscal de los Estados miembros y a establecer mecanismos de estabilidad financiera. Aun cuando se hayan dado pasos importantes, el acuerdo alcanzado no despeja por completo las dudas de los mercados sobre la viabilidad del euro y la capacidad de las economías europeas de retornar a la senda del crecimiento.

Departamento de Análisis de Mercados de Afi

El último Consejo Europeo aporta novedades sobre dos de los aspectos que han centrado la atención de los mercados en las últimas semanas: integración fiscal y rediseño de los mecanismos de estabilidad financiera. A continuación, detallamos los aspectos más destacados en torno a estos puntos y analizamos sus consecuencias.

Pacto fiscal

La propuesta franco-alemana para sentar las bases de una unión fiscal a medio plazo se impone, aunque su formalización puede no llevar aparejados cambios inmediatos en el Tratado de la Unión. Los desencuentros con algunos Estados miembros, particularmente Reino Unido, hacen más probable que el acuerdo fiscal se alcance a través de un pacto intergubernamental creado *ad hoc* (fecha tope para la firma del acuerdo: marzo de 2012), aunque con la intención de incorporarlo en un futuro al Tratado. Destacamos los principales puntos de interés:

- Introducción de una «regla de oro» en las constituciones nacionales o leyes de nivel equivalente para garantizar el equilibrio presupuestario. La UE podrá revisar si la norma nacional tiene la «contundencia» suficiente como para garantizar el cumplimiento de este objetivo.
- Capacidad de supervisión e, incluso, de veto de los presupuestos nacionales por parte de la Comisión.
- Establecimiento de mecanismos *ex ante* para la corrección del déficit y la deuda y de sanciones con carácter automático para países con déficit excesivo.
- Compromiso para reforzar los esquemas de integración fiscal y coordinación y gobernanza económica; celebración de reuniones semestrales de los jefes de Estado y de Gobierno a tal fin.

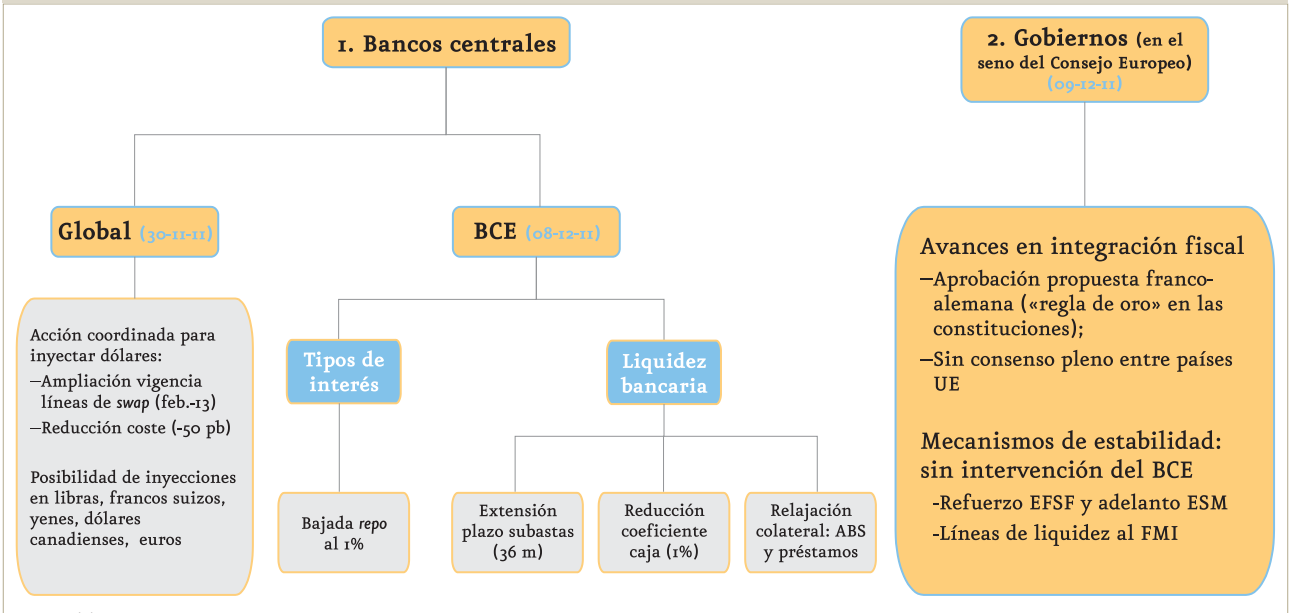
Las bases que se han sentado con el nuevo «pacto fiscal» son positivas, en la medida en que suponen avances hacia una política fiscal más equilibrada y coordinada entre los Estados miembros, dando mayor credibilidad a las cuentas públicas de la UE en el medio plazo.

No obstante, existen algunos puntos «oscuros» relacionados con la funcionalidad de los cambios propuestos, en la medida en que no se introducirán en el Tratado de la Unión, sino en un pacto alternativo entre Gobiernos, un aspecto que pone en tela de juicio la capacidad de la Comisión Europea para supervisar los presupuestos nacionales, elemento clave de la reforma fiscal y que puede minar las ganancias de credibilidad buscadas con el acuerdo.

Las bases del pacto fiscal son positivas para la credibilidad de las finanzas públicas del euro, aunque existen algunos puntos «oscuros» que pueden limitar su funcionalidad

Por último, la exigencia inflexible de reequilibrar las cuentas públicas puede retroalimentar la espiral negativa conformada por austeridad y menor crecimiento. Dicho elemento amenaza la capacidad de ajuste fiscal en las economías con mayores desequi librios en sus cuentas públicas, particularmente en las periféricas.

MEDIDAS DE LA UE Y EL BANCO CENTRAL EUROPEO PARA HACER FRENTE A LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA (DESDE NOVIEMBRE 2011)



Fuente: *elaboración propia.*

Parlamento Europeo en Bruselas.

[istockphoto]/Thinkstock.

Rediseño de los mecanismos de estabilidad financiera

Descartada una intervención agresiva y directa del BCE en los mercados de deuda pública tras el último Consejo de Gobierno, el papel de estabilizadores financieros lo asumen plenamente los Estados a través del EFSF y el futuro ESM.

El refuerzo de la capacidad de asistencia financiera de ambos mecanismos pasa por:

- Dotar al EFSF de capacidad para apalancar sus recursos según las opciones barajadas en la cumbre de octubre: garantía de un primer tramo del porcentaje de pérdidas en la nueva emisión de los Tesoros con capacidad restringida para acudir a mercado y/o establecimiento de vehículos de inversión que den entrada a inversores privados y de fuera del ámbito UME.
- Adelantar la puesta en marcha del ESM a julio de 2012, lo cual requerirá de un nuevo acuerdo entre los Estados miembros.

Está previsto que ambos mecanismos convivan, por lo menos, hasta mediados de 2013, aunque la actividad del EFSF se podrá mantener como mínimo hasta que finalicen los programas de asistencia financiera vigentes (Portugal, Irlanda y el segundo programa por definir para Grecia).

La capacidad efectiva combinada del EFSF y ESM se situará en torno a los 500.000 millones de euros (en marzo esta cifra podría revisarse si no resulta compatible con el objetivo de estabilidad financiera), tomando ya en consideración la capacidad de apalancamiento del EFSF y sus recursos comprometidos. En caso necesario, se podrían acelerar los desembolsos de capital que requiere el ESM (en total, 80.000 millones; en el EFSF, todo el capital es «contingente») para garantizar que la capacidad de movilización de recursos de ambos mecanismos no cae por debajo de los 500.000 millones mencionados.

Al margen de la configuración de los mecanismos de rescate, el Consejo Europeo ha acordado, a falta de confirmación, la provisión de fondos al FMI de hasta 200.000 millones de euros bajo la forma de préstamos bilaterales con el objetivo de garantizar que la institución tiene capacidad suficiente para aliviar presiones de financiación de soberanos del área euro.

Las principales dudas estriban en la procedencia de dichos fondos en un momento en el que las presiones para acudir a mercado son máximas. En este contexto, cobra fuerza la posibilidad de que sean los bancos centrales nacionales de la UE los que comprometan los recursos necesarios, siempre con la condición de que estas aportaciones se lleven a cabo sin la presencia de un ánimo específico de apoyo a los países del euro en dificultades. Este es un modo de salvar la prohibición que impide la financiación de los déficit públicos por parte del Eurosistema y a ella hacía referencia en el último Consejo de Gobierno del BCE el propio Draghi al rechazar expresamente un mayor activismo del SMP en mercados aludiendo a este argumento.

El rediseño del EFSF y el adelanto de la entrada en funcionamiento del ESM a 2012 constituyen, desde luego, factores de apoyo a la estabilidad financiera de los mercados del euro, al menos a medio plazo. Sobre todo cuando

vienen acompañados del compromiso de identificar al caso griego como «único y especial» (que aleja de un primer plano la posibilidad de participación del sector privado en las pérdidas que incurran por sus tenencias de deuda pública en otros soberanos del euro) y de la inclusión de las llamadas «cláusulas de acción colectiva» (CAC) en toda la emisión de deuda soberana nueva a partir de julio de 2013 para facilitar la adopción de acuerdos entre soberanos y sector privado en caso de que exista necesidad de reestructurar la deuda.

El refuerzo de la estabilidad financiera pasa, una vez descartado el BCE de forma directa, por la reconfiguración de los mecanismos de estabilidad (ESF y ESM)

Con todo, el potencial a corto plazo del EFSF y del ESM para ejercer de «cortafuegos» creíble por sí solo es reducido. Las razones estriban en (i) las escasas probabilidades de asistir a una implementación rápida de los últimos cambios introducidos en su configuración, (ii) el menor potencial de recursos a movilizar en relación con el BCE, y (iii) la participación de economías bajo programas de asistencia o en el punto de mira de los mercados en la estructura de capital de estos instrumentos (en el ESM, por ejemplo, las contribuciones al capital de España, Italia y los rescatados suponen más de la tercera parte del total).

Sí parece tener una mayor capacidad de estabilización la combinación de estos instrumentos con líneas de liquidez destinadas a aliviar eventuales presiones de financiación, particularmente si, en este apoyo, participan los bancos centrales, un elemento sobre el que todavía no existe suficiente visibilidad, pero que puede ser el catalizador que está buscando el mercado para evitar una escalada alcista en las rentabilidades de la deuda pública de los soberanos peor posicionados.

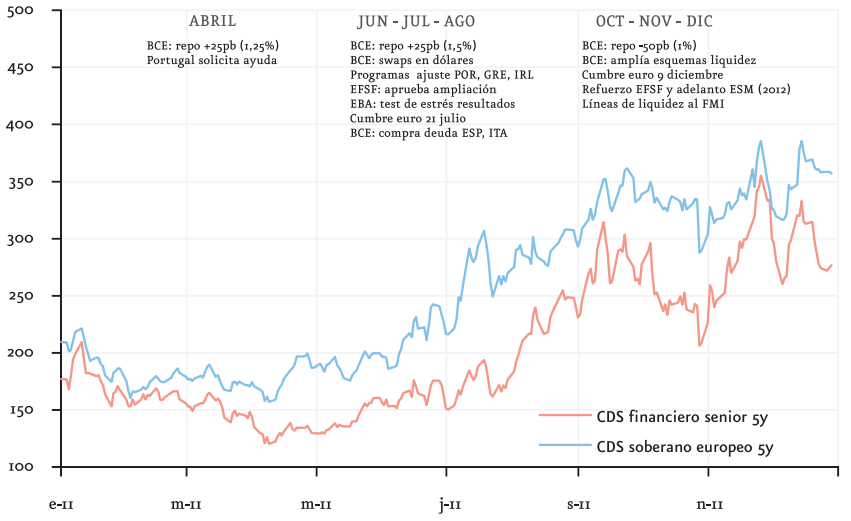
El balance de decisiones adoptadas, tanto por el BCE como a nivel institucional, es, por tanto, mixto. Por un lado, el acuerdo contribuye a reducir las probabilidades de deriva hacia escenarios extremos para el futuro del área, pero, por otro, subsisten importantes dudas sobre la implementación efectiva de los mecanismos de estabilidad financiera. Esta incertidumbre seguirá, por tanto, introduciendo volatilidad en los mercados financieros. Incluso el pacto fiscal acordado en el Consejo Europeo, aun cuando haya sido bien acogido por sus efectos estabilizadores a largo plazo, lo cierto es que, a corto plazo, intensifica los riesgos a la baja sobre las perspectivas de crecimiento del área euro

El primer mes de 2012 va a ser clave de cara a la concreción de los ejes esgrimidos en el Consejo Europeo. Son varias las reuniones bilaterales previstas entre líderes europeos, en las que Alemania desempeñará un papel decisivo.

La negativa de Reino Unido a participar en una reforma del Tratado puede llegar a verse matizada por su disposición a conceder financiación al FMI para que sea éste, en un marco de participación global del que formen parte las economías asiáticas, el que otorgue el apoyo necesario al área euro. La introducción de una tasa a las transacciones financieras, siguiendo las directrices propuestas en 2011 por la Comisión Europea, es otro de los caballos de batalla de las negociaciones y que, a día de hoy, cuenta con el respaldo de, al menos, Alemania, Francia e Italia. Sin embargo, uno de los aspectos que ha cobrado más fuerza en la agenda de discusión es la necesidad de combinar las medidas de austeridad fiscal con políticas de fomento del crecimiento económico a medio plazo a través de reformas estructurales en ámbitos claves como el laboral o la reorientación de fondos europeos a proyectos de inversión con mayor potencial de generación de empleo. El próximo Consejo Europeo es el 30 de enero. Esperemos que, para entonces, contemos con mayor concreción en los puntos comentados ::

Riesgo financiero y riesgo soberano en el área euro en 2011

(mercado de CDS a cinco años, en pb)



Fuente: *elaboración propia a partir de Bloomberg y BCE.*