



Julio 2016

La UE: sus problemas y posibles consecuencias de una ruptura

En nuestra opinión la salida del Reino Unido de la Unión Europea pone de manifiesto los problemas en la construcción de la Unión. La Unión no tiene las condiciones de una zona monetaria óptima: misma lengua, movilidad laboral, transferencias suficientes de zonas ricas a pobres... Esas deficiencias hacen poco probable que la Unión Europea pueda mantenerse con su estructura actual a futuro. No había ningún precedente de una unión monetaria sin una unión fiscal, pero como los países implicados no estaban listos para ceder soberanía, los políticos responsables contaban con que una crisis les obligaría a ello. A pesar de que se intente la unión fiscal en los países miembros creemos que no va a funcionar.

Los problemas. Dos análisis: Martin Feldstein y Lee Kuan Yew

Martin Feldstein

El análisis de Martin Feldstein publicado en 1997 es especialmente premonitorio. Feldstein argumentaba que el motivo de la creación de la UE había sido político, no económico. Creía que los efectos negativos (mayor desempleo e inflación) superarían a los positivos (mayor impulso al comercio y al flujo de capitales). El efecto de la creación de la UE no supondría así una mayor armonía entre los países miembros, sino más bien lo contrario. Estos problemas se pondrían de manifiesto cuando hubiese una recesión en algunos de los países miembros, se incrementase el desempleo en algunos más que en otros y hubiera diferencias acerca de la política monetaria a seguir. Feldstein consideraba que estos conflictos se producirían también en el momento en que los países miembros quisieran desarrollar una unión política, ya que las expectativas a la hora de compartir el poder serían muy diferentes. Una fuente adicional de disputas podría ser la pérdida de control fiscal y el importe de las transferencias que tendrían que realizar unos países a otros. Las aspiraciones de igualdad de Francia y de hegemonía de Alemania se pondrían de manifiesto. Las diferencias sobre política económica e intervención en soberanía nacional podrían alimentar viejas enemistades basadas en la historia, nacionalidad y religión. Concluía su análisis afirmando que si la Unión Europea finalmente se llevaba a cabo y se producía una unión política, el mundo sería muy diferente y no necesariamente más seguro.



Lee Kuan Yew

Lee Kuan Yew, el ya fallecido primer ministro de Singapur, argumentaba que el problema fundamental del euro es que no se puede tener una unión monetaria sin una unión fiscal, especialmente en países con hábitos tan diferentes de gasto. Su creación fue una decisión sólo política. Una dificultad fundamental para la integración europea es que cada país miembro de la Unión Europea tiene una larga historia, cada nación está orgullosa de sus propias tradiciones y de su lengua. No existe un sentimiento de comunidad, los países no están dispuestos a sacrificarse por el resto. Lee Kuan Yew afirmaba que los problemas del euro eran inevitables, pero se siguió adelante pensando que Europa era algo especial y que podrían sobreponerse a esas dificultades. Creía que el euro sería visto para la posteridad como un fracaso y que cualquier intento de salvar un legado político en favor del proyecto de la moneda única se enfrentaría con la fría y dura realidad.

¿Cómo sería una ruptura?

Primero intentar una unión fiscal

Pensamos que primero se intentará una unión fiscal. Comparando Europa con Estados Unidos hay muchas diferencias. Una fundamental es que el nivel de presupuesto y de transferencias en Europa es mucho menor. En EEUU los impuestos federales son entre el 12-20% del PIB de los estados y se transfiere entre el 9-31% del PIB a los estados receptores. Sin embargo en la UE la mayoría de los estados contribuyentes aportan tan sólo entre el 0,8-0,9% de su PIB y los receptores reciben sólo el 0,5-4,5% de su PIB. En nuestra opinión sería muy complicado que se llegara al nivel americano de presupuesto federal y a su nivel de redistribución debido a la ausencia de sentimiento de comunidad entre los diferentes países de Europa. Creemos, por tanto, que no funcionará la unión fiscal.

La ruptura

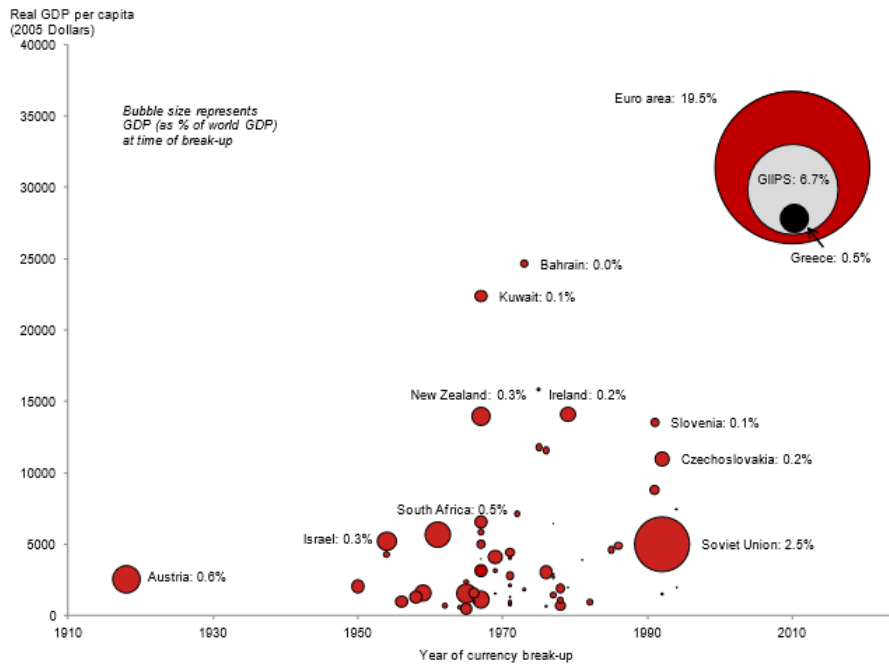
El tamaño de la UE es muy superior al de otros países en anteriores rupturas

A pesar de que hubo numerosas rupturas monetarias en el siglo pasado, una ruptura monetaria de la Eurozona sería distinta ya que Europa representa casi el 20% del PIB mundial y el 6,7% considerando sólo Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España. En los mercados financieros su peso es todavía mayor: los activos bancarios de la eurozona representan un 35% de los activos bancarios mundiales y un 34% de los préstamos transfronterizos. El euro además supone casi el 25% de las reservas de divisa a nivel mundial.



Últimas rupturas monetarias: tamaño, grado de desarrollo y año de ruptura

Figure 2.1: Timing, size and level of development in past currency union break-ups



Fuente: Nordwig y Firoozye, Penn World Tables, Banco Mundial, Peterson Institute for International Economics, CIA World Factbook. Nota: El tamaño del círculo representa el % del PIB global al momento de la ruptura medido en dólares de 2005. En la ruptura Austro-Húngara sólo están incluidos los datos de Austria.

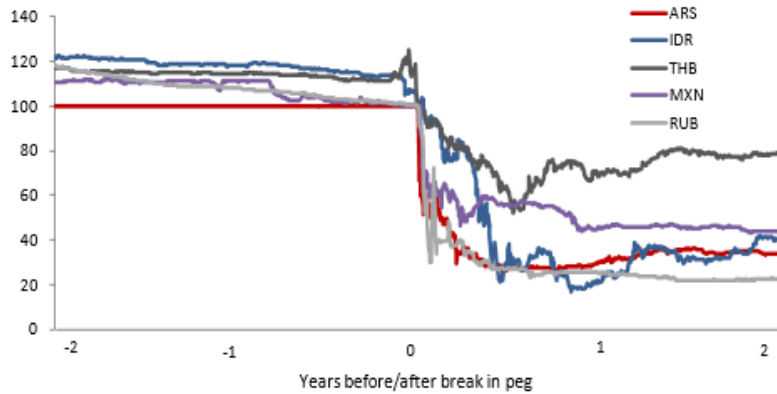
¿Cómo sería el proceso?

Normalmente un proceso de salida de uno o varios países de la UE implicaría planificarlo en secreto, restringir transacciones en efectivo, control de capitales y algún tipo de impago. Una salida conllevaría una depreciación de la nueva moneda. La depreciación podría ser similar a las devaluaciones en crisis sufridas por países emergentes (ver gráfico). En crisis recientes, como la de Argentina, el peso cayó un 70% contra el dólar en 2002, la inflación subió desde -1% en 2001 hasta el 40% en 2002. En la crisis islandesa la corona bajó un 50% frente al euro y la inflación subió desde el 3,4% en agosto de 2007 hasta el 18,6% en enero de 2009. Las rupturas monetarias suelen ir acompañadas de control de capitales, devaluaciones cercanas o superiores al 50% y niveles de inflación de doble dígito.



Depreciación de las monedas en los 2 años después de la ruptura de la paridad

Figure III.9: Depreciations of currencies in the 2 years surrounding breaks from pegs



Note: Indexed to year of break in peg.

Source: Nomura, Bloomberg

Fuente: Nomura, Bloomberg

¿Cuál sería una zona monetaria óptima en Europa?

Una zona monetaria óptima en Europa podría incluir a Alemania, Holanda, Austria y, quizás, Finlandia y Bélgica. Estos países tienen movilidad laboral, de capitales y flexibilidad de precios y salarios, además podrían alcanzar un grado suficiente de unión fiscal. Un euro para los países del sur de Europa, sin embargo, no creemos que tuviera sentido a largo plazo por la escasa correlación de sus economías. Un proceso de ruptura probablemente sería más fácil si se salieran primero los países del norte de la Unión, quedando dos regiones separadas. Posteriormente se podría producir una desmembración de los países del euro del sur por su bajo nivel de integración.



Correlación entre las tasas de crecimiento del PIB desde 1999

Table 8: Correlations between annual GDP growth rates since 1999

	Ger	Fra	Ita	Spa	Neth	Bel	Aus	Gre	Ire	Fin	Por	Slovak	Lux	Sloven	Mal	Cyp
Ger	1															
Fra	0.82	1														
Ita	0.86	0.95	1													
Spa	0.62	0.87	0.84	1												
Neth	0.85	0.89	0.84	0.82	1											
Belg	0.84	0.92	0.88	0.75	0.88	1										
Aus	0.90	0.89	0.87	0.76	0.90	0.94	1									
Gre	0.13	0.42	0.46	0.75	0.36	0.27	0.27	1								
Ire	0.55	0.85	0.72	0.89	0.73	0.75	0.71	0.65	1							
Fin	0.87	0.75	0.90	0.82	0.88	0.87	0.91	0.36	0.72	1						
Por	0.63	0.80	0.78	0.74	0.80	0.72	0.69	0.32	0.70	0.74	1					
Slovak	0.54	0.36	0.44	0.45	0.48	0.37	0.51	0.50	0.26	0.63	0.27	1				
Lux	0.69	0.86	0.80	0.84	0.82	0.81	0.82	0.43	0.76	0.83	0.85	0.38	1			
Sloven	0.45	0.67	0.65	0.85	0.63	0.64	0.60	0.70	0.76	0.72	0.65	0.41	0.38	1		
Mal	0.59	0.74	0.69	0.85	0.83	0.65	0.68	0.57	0.66	0.77	0.72	0.48	0.78	0.70	1	
Cyp	0.71	0.78	0.85	0.79	0.63	0.69	0.76	0.56	0.74	0.82	0.47	0.55	0.68	0.62	0.61	1

Source: Eurostat, Capital Economics

Fuente: Eurostat, Capital Economics

No creemos que la UE continúe en su configuración actual a futuro

Creemos que la salida del Reino Unido expone los problemas de la UE. Pensamos que la UE no continuará con su estructura actual a futuro ya que no es una zona monetaria óptima. La salida del Reino Unido puede alimentar movimientos populistas antieuropeístas. No hay una conciencia de unidad entre los diferentes países de Europa y es muy difícil que se alcance una unión fiscal similar a Estados Unidos. Una ruptura probablemente sería convulsa socialmente, muy inflacionaria y podría llevar años realizarla.

Gracias

Guillermo Nieto



AVISO LEGAL

Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del producto financiero del cual se informa. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. En ningún caso este documento sustituye a cualquier otro de carácter legal, debiendo cumplimentar en cada caso de inversión, aquel que resulte adecuado para cada modalidad de inversión. A este respecto el inversor deberá recibir la documentación requerida por las disposiciones legales correspondientes. La información contenida en este documento se ha obtenido de buena fe de fuentes que consideramos fiables, empleando la máxima diligencia en su realización. No obstante no se garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenida de otras fuentes de terceros. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.

El valor de cualquier inversión puede fluctuar como resultado de cambios en los mercados. La información de este documento no pretende predecir resultados ni asegurar los mismos. La información aquí contenida se ha preparado para su difusión general y en ningún caso sustituye a la información oficial. No tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los inversores. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada inversor resultante del correspondiente test Mifid que se deberá completar. Debería buscarse asesoramiento de un asesor financiero sobre la idoneidad de los productos aquí mencionados antes de comprometerse a comprar dichos productos, a la luz de sus objetivos específicos, situación financiera y necesidades particulares. Ninguno de los consejeros de Salmón Mundi Capital Sicaav ni sus representantes legales, ni Glaciar Azul S.L., ni ninguno de sus respectivos empleados, representantes legales, consejeros o socios aceptan ninguna responsabilidad por pérdidas directas o indirectas. No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento, que pueda producirse basadas en la confianza o por un uso de esta publicación o sus contenidos o por cualquier omisión. Los resultados pasados no son garantía o predicción de rentabilidades futuras. La información aquí contenida no pretende predecir resultados, los cuales pueden diferir sustancialmente de los reflejados.

Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin nuestro permiso previo por escrito. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y puede contener información confidencial sometida a secreto profesional o cuya divulgación esté prohibida en virtud de la legislación vigente, por lo que se informa a quien lo recibiera sin ser su destinatario la responsabilidad en la que podría incurrir si lo utilizara o divulgase para cualquier fin. Si ha recibido este documento por error, le rogamos que nos lo comunique por teléfono y proceda a su eliminación. Por razones legales y operativas, este documento no está dirigido a personas físicas residentes en Estados Unidos o personas jurídicas constituidas bajo legislación estadounidense.